

# 行而不辍

## 2023 中国金融产品年度报告

分析师：张青  
执业证书编号：S0890516100001  
分析师：蔡梦苑  
执业证书编号：S0890521120001  
分析师：卫以诺  
执业证书编号：S0890518120001  
分析师：李亭函  
执业证书编号：S0890519080001  
分析师：王震  
执业证书编号：S0890517100001  
分析师：贾依廷  
执业证书编号：S0890520010004  
分析师：王骅  
执业证书编号：S0890522090001  
分析师：余景辉  
执业证书编号：S0890519120001  
分析师：涂明哲  
执业证书编号：S0890523010001  
分析师：程秉哲  
执业证书编号：S0890522110001  
分析师：徐丰羽  
执业证书编号：S0890517110001  
分析师：张菁  
执业证书编号：S0890519100001

研究助理：孙书娜、郝一凡、宋怡雯、  
冯思诗、廖璐、孙佳琦、黄浩、张帅

特别鸣谢：付伟、朱凯丽、甘龙华、孙  
廷志、张维东、徐佳媛、楚明润、何帅  
辰、宋逸菲、柏逸凡

总策划：杨宇

销售服务电话：  
021-20515355

相关研究报告

### ◎摘要：

- 刚性兑付属性的理财时代在 2022 年彻底画上了终止符，金融产品市场却也在这元年迎来酷热和严寒交织的“乱纪元”。与此同时，我们也看到了监管对于公募基金产品创设、内生逻辑以及基金公司和投资者长期共赢的生态提出了更高要求与重要意见，看到了商业化个人养老金开始汇聚居民长期资金涌入资本市场，看到了信托的新“三分类”开启信托回归受托服务等本源业务上的新篇章，再度重申大金融产品体系下的规则……压抑的净值表现背后并非一破俱破、一无俱无，而是积蓄了更多新力量，重建中的金融产品市场正在打造着属于未来的新框架——行而不辍，未来可期！
- 2023 金融产品年度报告仍围绕资产管理和财富管理市场两条联动主线，重点论述了金融市场及金融产品 2022 年的市场概况、运行特征，并重点讨论资管新规落地后，各类金融机构应对、转型、破旧立新的现状与困境，我们鲜明提出了 2023 年资管行业与金融产品生态的构建，要重视对投资者的行为纠偏，重视财富管理的系统化工作。我们详细盘点了 2022 年公募基金市场的业绩情况和生态演绎，对行业如何高质量发展进行了深刻思考；研究了银行理财市场在净值化元年面临的重大考验与转型进展，并提出理财产品在波动中寻求稳健的破局之道；梳理了保险行业持续深化改革创新、提升服务实体经济能力的最新状况，统计投连险业绩表现，为新格局下保险资金逐鹿大资管时代献计献策；重点阐述了信托业务分类改革落实贯穿整个 2022 年，新业务模式、新方向不断涌现，主动管理能力逐步成为信托业新着力点；详尽分析了场内基金和指数基金的市场与产品运作情况，并透过海外 ETP 产品寻找热点与创新方向；全面洞察科技时代所催化的互联网金融发展新业态，展望科技创新与财富管理融洽无间的未来趋势；回顾了私募市场的行业动向，对比不同产品在 2022 年的运作模式与策略表现；具体描述了场内衍生品、场外衍生品市场发展状况，尤其对强监管下的雪球生存空间进行了探讨。
- 金融产品踏上正本清源之路，个人投资者和机构投资者都将更加重视以资产配置驱动类 FOF 化运作模式。为充分彰显研究服务的价值，今年金融产品年度报告中，我们用较大篇幅分析了各类金融产品的投资思路与动态资产配置策略。从量化因子择时择券出发，私募视角把 CTA 策略的影响因素拆分为各个独立的因子，对因子的动态监测与方向研判，公募视角构建可转债投资策略因子，刻画出转债基金的策略偏好，并重点探究市场适用性问题；从风格定位出发，回归基金经理投资框架，分享对均衡风格反复思考后的细分框架和权益基金遴选方法；从养老金融生态出发，回顾中国商业养老市场政策的演进，构建养老 FOF 产品的量化遴选体系与投资价值分析方法；从微观标的特征出发，提出相似基金算法，在琳琅满目的公募市场中寻找替身标的。
- 沉淀过往，以期未来。当下资产管理与财富管理市场可谓百舸争流、千帆竞渡，作为专注于金融产品领域研究的机构，我们将一如既往为广大投资者提供质量上乘、特色鲜明、别具一格的金融产品研究服务，用专业创造价值。不谋全局者，不足谋一域，希望携手诸位，与行业共同蹚过奔涌而来的洪流，拥抱变革，书写全新华章。
- **风险提示：**本报告基于历史公开数据的分析和测算，存在失效风险，不代表对基金未来情况的预测，不构成投资建议。本报告所提及的基金产品仅供分析使用，不代表推荐。

## 目录

<b>第一部分——2022年中国财富与资管行业背景</b>	<b>1</b>
<b>一、2022年行业大事记</b>	<b>1</b>
1. 全球超预期风险事件频发，各类金融产品波动显著加剧	1
2. 可转债市场生态发生变化，转债投资告别“舒适区”	3
3. 股债大幅震荡，银行理财产品二次破净	4
4. 个人养老实施办法出台，商业养老拉开帷幕	7
5. 公募代销江湖合纵连横，投顾转型考验综合能力	9
6. 跨境ETF产品线再扩容，带来境外投资新机遇	11
7. 券商资管公募化发展，赛道拥挤谋求差异化突破	12
8. 雪球市场发生倒春寒，集中敲入推动产品结构创新发展	14
9. CTA策略与股市共振，“危机alpha”失效	15
10. 互联网金融科技规范化发展，平台经济多元共治大势所趋	16
<b>二、2022年财富与资管行业背景</b>	<b>19</b>
1. 全面净值化元年，行业生态悄然改变	19
2. 机构与个人留恋舒适区，行为偏差持续积累	24
3. 投资者行为纠偏，行业健康化的必经之路	28
<b>三、2022年金融产品生态变迁</b>	<b>31</b>
1. 2022年，中国金融产品市场迎来“乱纪元”	31
2. 先破再立，2022年的金融产品变革背后是清晰的金融顶层再建构	31
3. 2022年金融产品分行业点评	32
4. 如何走出金融产品的内卷？财富管理是终解	34
<b>第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望</b>	<b>38</b>
<b>一、2022年银行理财市场年度报告</b>	<b>38</b>
1. 银行理财市场政策回顾	38
2. 银行理财市场产品概况	43
3. 银行理财产品发行特征	55
4. 银行理财市场痛点分析	58
5. 银行理财市场发展展望	64
<b>二、2022年公募基金年度报告</b>	<b>66</b>
1. 市场规模：存量小幅上升，新发市场遇冷	66
2. 行业政策：顶层设计落地，塑造良性生态	71
3. 业绩表现：市场波动加剧，业绩分化依旧	75
4. 产品创新：丰富产品谱系，工具属性突出	87
5. 发展展望：深度竞合多元发展，迈入高质量发展新阶段	91
<b>三、2022年场内基金年度报告</b>	<b>97</b>
1. 存量ETF增长不俗，跨境和固收ETP乘势而上	97
2. ETF发行回归理性，投资者结构不断优化	101
3. 专题：指数增强ETF和Smart Beta质量ETF	111
4. 附录：各类ETP产品2022年业绩表现	115
<b>四、2022年保险资产管理年度报告</b>	<b>119</b>
1. 行业规模增速回升，资产配置以固收类为主	119
2. 行业政策频出，全方位助力保险行业发展	122
3. 2022年保险资产管理行业发展	128

4. 行业展望：发力养老业务，推动行业市场化进程 .....	149
<b>五、2022 年投连险年度报告 .....</b>	<b>151</b>
1. 华宝证券分类体系 .....	151
2. 纳入统计的投连险账户规模情况 .....	151
3. 中国投连险账户收益情况总览 .....	152
4. 中国投连险账户市场表现分类点评 .....	154
<b>六、2022 年海外 ETP 年度报告 .....</b>	<b>162</b>
1. 海外 ETP 概况：全球 ETF 规模下滑，美国 ETF 规模占比提升 .....	162
2. 新发 ETP 产品：单股票 ETF 发行蔚然成风 .....	168
<b>七、2022 年券商资产管理年度报告 .....</b>	<b>170</b>
1. 业务动态：公募业务牌照放开，新发产品规模下降 .....	170
2. 产品表现：投资布局趋于多样，市场震荡收益分化 .....	176
3. 发展展望：五大考验亟待思考，推动转型特色发展 .....	178
<b>八、2022 年互联网金融年度报告 .....</b>	<b>182</b>
1. 温故知新：2022 年数字金融发展回顾 .....	182
2. 纵贯东西：2022 年数字金融生态回顾 .....	186
3. 精耕细作：国内金融生态如何拥抱数字金融时代？ .....	189
<b>九、2022 年信托市场年度报告 .....</b>	<b>195</b>
1. 信托行业监管环境分析 .....	195
2. 信托产品市场发展分析 .....	197
3. 信托投向结构分析 .....	204
4. 标品信托业务持续快速发展 .....	207
5. 信托市场发展展望 .....	209
<b>十、2022 年私募基金年度报告 .....</b>	<b>211</b>
1. 全球对冲基金回顾：规模整体缩水，头部效应延续 .....	211
2. 中国私募行业动态：增长速度放缓，内卷亟待破局 .....	213
3. 中国私募市场分析：业绩多数黯淡，行情整体低迷 .....	220
4. 中国私募市场展望：暂时休养生息，静待行情回暖 .....	231
<b>十一、2022 年场内衍生品年度报告 .....</b>	<b>232</b>
1. 多只期权品种上市，市场规模稳步扩大 .....	232
2. 中证 1000 股指期货上市，对冲工具进一步完善 .....	246
3. 场内衍生品发展展望：风险管理功能日益凸显 .....	248
<b>十二、2022 年场外衍生品年度报告 .....</b>	<b>249</b>
1. 运行情况：市场开始盘整，券商发力布局 .....	249
2. 产品探讨：雪球与反脆弱 .....	254
3. 发展展望：发展空间巨大，有望量质齐升 .....	258
<b>第三部分——配置贝塔，精炼阿尔法 .....</b>	<b>259</b>
<b>一、如何构建 CTA 策略的影响因子及监测模型？ .....</b>	<b>259</b>
1. CTA 因子构建：期限结构、持仓与技术因子 .....	259
2. CTA 的影响因素分析：宏观、市场与因子本身 .....	267
3. 因子轮动：CTA 中观配置策略的构建 .....	273
<b>二、回归基金经理投资框架，细分和遴选均衡风格基金 .....</b>	<b>275</b>
1. 基于投资策略，拆分“均衡”和“GARP” .....	275
2. 行业标签在均衡风格内部区分时更加有效 .....	278
3. 均衡风格细分与代表产品 .....	280

<b>三、从策略适用性角度划分、遴选可转债基金</b> .....	<b>283</b>
1. 可转债配置价值 .....	283
2. 可转债策略运用 .....	288
3. 可转债基金的策略划分、遴选与适用性 .....	292
4. 结论：因时而异，用多样化可转债策略增强 FOF 组合 .....	302
<b>四、中国商业养老市场政策回顾，兼论公募 FOF 产品遴选与分析</b> .....	<b>303</b>
1. 中国商业养老市场：政策梳理 .....	303
2. 各类养老金融产品特色与发展状况 .....	305
3. 公募 FOF：养老金融产品的重要布局 .....	309
4. 公募 FOF 如何科学分类？ .....	311
5. 公募 FOF 的量化遴选 .....	316
6. 典型 FOF 产品分析 .....	321
<b>五、如何寻找相似基金？净值、持仓、风格多维度融合视角</b> .....	<b>329</b>
1. 相似基金应用：场景分类 .....	329
2. 相似基金算法：相似度模型 .....	331
3. 相似基金分析：典型案例 .....	338
4. 结论：用多维度融合视角，寻找相似基金 .....	345

## 图表目录

图 1 各类风险事件冲击下, A 股全年走势较弱	2
图 2 权益型基金新发份额与沪深 300 走势正相关	2
图 3 2022 年基金份额增长以债券型及货币型为主	2
图 4 2020 年以来转债市场估值出现系统性抬升	4
图 5 2022 年银行理财产品破净情况	5
图 6 A 股从 2022 年初开始呈下行趋势	5
图 7 2021 年各类银行机构纯固收和固收+存续情况	5
图 8 基金重仓指数跌幅较大	6
图 9 2022 年以来个人养老金相关政策	7
图 10 2022 年以来养老产品发展情况	8
图 11 主动权益型基金平均费率变化趋势	10
图 12 主动固收型基金平均费率变化趋势	10
图 13 2021-2022 年跨境 ETF 份额、规模及数量	11
图 14 管理期货指数收益率与胜率	15
图 15 偏股型新成立基金份额的“追涨杀跌”	20
图 16 2020 年后我国宏观杠杆率出现跃升	25
图 17 2020 年后我国城投债规模快速上升	25
图 18 权益产品的“悖论”	35
图 19 基金投顾规模上升	35
图 20 金融产品生态体系重构	36
图 21 信托收益率呈下降趋势	37
图 22 2022 年非保本理财产品规模(单位:万亿元)	44
图 23 2022 年理财产品存续规模同比	45
图 24 2022 年各机构产品数量及存续规模占比	45
图 25 不同运作模式产品存续规模占比	45
图 26 全市场新发封闭式产品期限情况	45
图 27 2022 年各投资性质产品存续情况占比	46
图 28 2022 年理财产品资产配置情况	46
图 29 银行代销本行理财产品产品数量占比情况	51
图 30 银行代销他行理财产品产品占比数量情况(降序)	51
图 31 2022 年理财公司代销机构数量和母行代销金额占比情况	51
图 32 理财公司被代销理财产品的投资类型分布	54
图 33 理财公司被代销理财产品的产品期限分布	54
图 34 理财公司被代销固收类产品的风险等级分布	54
图 35 理财公司被代销混合类产品的风险等级分布	54
图 36 短期限银行理财产品发行数量明显提升(只)	57
图 37 2022 年理财产品破净情况	59
图 38 2021 年各类机构纯固收和固收+存续情况(只)	59
图 39 2019-2021 年, 新发固收+产品数量逐年上涨(只)	59
图 40 基金重仓指数跌幅较大	60
图 41 白酒、新能源板块跌幅较大	60
图 42 中证 500 指数走势(2021.07 - 2022.06)	61
图 43 中证 1000 指数走势(2021.07 - 2022.06)	61
图 44 固定收益类产品“底层”资产	61

图 45 市场资金利率与政策利率 (%)	62
图 46 央行货币净投放量 (亿元)	62
图 47 10 年期中债国债到期收益率出现明显上行 (%)	62
图 48 信用利差大幅走阔 (%)	62
图 49 公募基金管理只数及规模 (2015-2022)	66
图 50 2022 年公募基金存量规模	66
图 51 2022 年公募基金管理规模 TOP15	68
图 52 2022 年公募基金非货币基金管理规模 TOP15	68
图 53 2015-2022 年公募基金新发份额 (亿份)	70
图 54 2021 年新发公募基金结构	70
图 55 2022 年新发公募基金结构	70
图 56 2022 年不同风格基金收益和数量 (大小盘维度)	81
图 57 2022 年不同风格基金收益和数量 (价值成长维度)	81
图 58 2017-2022 年 FOF 市场规模概况	83
图 59 2017-2022 年养老 FOF 的数量及规模占比情况	83
图 60 ETP 产品按产品形式分类结果	97
图 61 ETP 产品按资产类别分类结果	97
图 62 ETP 产品按产品运作方式分类结果	98
图 63 ETP 产品按产品形式分类的规模变化	99
图 64 ETP 产品按资产类别分类的规模变化	99
图 65 ETP 产品规模前十大基金公司规模分布	99
图 66 2006-2022 年 ETF 数量及规模变化	102
图 67 2022 年行业主题类募集份额 TOP10	103
图 68 2022 年宽基类募集规模 TOP10	103
图 69 2022 年新发权益及跨境 ETF 跟踪指数	105
图 70 行业主题基金倾向于布局前期高收益赛道	105
图 71 新发权益和跨境 ETF 中新老指数数量分布	105
图 72 ETF 管理费率及托管费率变化	106
图 73 行业主题 ETF 与宽基 ETF 的管理费率	106
图 74 宽基类 ETF 细分品种平均费率 (2018-2022)	106
图 75 行业主题类 ETF 细分品种平均费率 (2018-2022)	107
图 76 2022 年 ETF 机构投资者占比变化	108
图 77 2022H1 机构投资者持有 ETF 分布	108
图 78 2022H1 个人投资者持有 ETF 分布	108
图 79 2022H1 机构投资者持有宽基 ETF 规模分布	109
图 80 2022H1 个人投资者持有宽基 ETF 规模分布	109
图 81 2022H1 机构投资者持有行业主题 ETF 规模分布	109
图 82 2022H1 个人投资者持有行业主题 ETF 规模分布	109
图 83 FOF 持有各类基金占比	110
图 84 FOF 持有各类指数基金占比	110
图 85 FOF 持有各类 ETF 占比	111
图 86 FOF 持有的 ETF 市值前十	111
图 87 指增 ETF 收益率与价值成长风格	112
图 88 指增 ETF 收益率与大小盘风格	112
图 89 质量指数行业分布	114
图 90 部分宽基类 ETF 收益及份额变动	115

图 91 部分行业主题类 ETF 收益及份额变动.....	116
图 92 策略风格 ETF 收益及份额变动 .....	116
图 93 2005-2022 年保险行业总资产规模情况 (万亿) .....	119
图 94 2006 年-2022 年保险行业总资产增速情况 .....	119
图 95 2013-2022 年保费收入(亿元) 及同比增速 (%) .....	120
图 96 人身险保费收入构成比例 .....	120
图 97 投连险及万能险规模变动情况 .....	120
图 98 2005-2022 年保险资金余额 (万亿元) .....	121
图 99 2005-2022 年保险资金资产配置趋势 .....	121
图 100 各保险公司 2022 年认购债权计划情况 .....	130
图 101 各保险集团 2022 年认购债权计划情况 .....	130
图 102 纳入统计的保险资产管理产品管理人情况.....	135
图 103 保险资产管理产品类型分布.....	135
图 104 历年全国企业年金基本情况柱状图.....	139
图 105 历年全国企业年金基金投资收益率和保险资金投资收益率情况 .....	140
图 106 2021 年三季度投资管理人管理的组合资产规模.....	141
图 107 2022 年三季度投资管理人管理的组合资产规模.....	141
图 108 2022 前三季度加权平均收益率-固定收益类组合.....	142
图 109 2022 前三季度加权平均收益率-含权益类组合 .....	142
图 110 2022 年保险系公募基金新发基金数量 .....	148
图 111 2022 年保险系公募基金新发基金数量 (分类别) .....	148
图 112 投连险分类账户 2022 年累积收益率情况 .....	154
图 113 指数型投连账户与股票指数型基金收益对比 .....	154
图 114 2022 年指数型投连险月度收益情况 .....	154
图 115 激进型投连账户与普通股票型基金收益对比 .....	155
图 116 2022 年激进型投连险月度收益情况 .....	155
图 117 混合激进型投连账户与偏股混合型基金收益对比 .....	156
图 118 2022 年混合激进型投连险月度收益情况 .....	156
图 119 混合保守型投连账户与偏债混合型基金收益对比 .....	157
图 120 2022 年混合保守型投连险月度收益情况.....	157
图 121 增强债券型投连账户与混合二级债基收益对比 .....	158
图 122 2022 年增强债券型投连险月度收益情况.....	158
图 123 全债型投连账户与中长期纯债基金收益对比 .....	159
图 124 2022 年全债型投连险月度收益情况 .....	159
图 125 货币型投连账户与货币市场基金收益对比.....	160
图 126 2022 年货币型投连险月度收益情况 .....	160
图 127 2022 年全球 ETF 规模下滑, 数量上涨.....	162
图 128 2022 年美国 ETF 规模下滑, 规模占比小幅上升, 数量上涨 .....	163
图 129 美国新发 ETP 资产类别布局.....	163
图 130 美国新发 ETP 区域布局 .....	163
图 131 新发权益 ETP 费率: 高、低费率产品占比增加.....	164
图 132 新发固收 ETP 费率: 低费率产品占比增加 .....	164
图 133 新发商品 ETP 费率: 费率整体上移.....	164
图 134 新发资产配置 ETP 费率: 费率整体下行.....	164
图 135 新发主动权益 ETP 费率: 费率两极化 .....	165
图 136 新发主动固收 ETP 费率: 低费率产品占比增加.....	165

图 137 新发权益类 ETP：主动管理策略持续火热，ESG 策略受到关注	166
图 138 新发固收类 ETP：主动管理策略为主，策略分布趋于均衡	167
图 139 2022 年新发 ETP 规模最大的前十大发行人	168
图 140 证券行业资产管理业务净收入及占营收比例	170
图 141 2022 年券商私募规模持续压降（亿元）	173
图 142 2022 年企业资产证券化业务备案情况	173
图 143 截至 2022H1 券商全部资产管理规模及公募业务占比	175
图 144 2022 年券商公募管理规模分布	175
图 145 2019-2022 年券商私募资管产品新增设立规模情况	175
图 146 2019-2022 年券商私募资管产品新增设立规模分布	175
图 147 2019-2022 年券商大集合产品改造数量（只）	176
图 148 2019-2022 年券商大集合改造产品的分布情况	176
图 149 社会消费品零售总额和全媒体广告投放变化	183
图 150 网上商品和服务零售额及增速	183
图 151 近三年针对平台经济发展的监管政策	184
图 152 近三年针对平台经济发展的监管政策	185
图 153 各主流平台活跃用户数近 5 年变化	185
图 154 2020-2022Q2 我国非现金支付表现	187
图 155 DC/EP 结算对比 SWIFT 系统结算	187
图 156 数字人民币运行框架	187
图 157 2019-2026 中国通用算力规模及预测（百亿亿次浮点运算/秒）	189
图 158 证券公司信息技术投入	190
图 159 三方存管运作示意图	190
图 160 2015-2022 年中国证券 APP 用户规模	191
图 161 2015-2022 年中国互联网理财用户规模	193
图 162 信托业务的新分类	196
图 163 信托资产规模变化情况	198
图 164 信托资金来源结构变化（2013-2022）	199
图 165 信托公司功能结构变化（2013-2022）	200
图 166 集合信托的平均期限和预期年化收益率走势	201
图 167 不同期限的集合信托产品的预期年化收益率	202
图 168 不同投向的集合信托收益率走势（%）	202
图 169 2021 年以来信托违约数量及金额的情况	203
图 170 不同投向集合信托发行规模情况	204
图 171 投向房地产的集合信托发行情况变化	205
图 172 投向基础设施领域的集合信托发行情况	206
图 173 2021 年标品信托成立规模与数量	208
图 174 2021 年 6 月份以来标品信托不同产品类型占比	208
图 175 2021 年标品信托不同策略类型占比	209
图 176 2021 年 11 月份以来 TOF 产品成立规模月度变化（亿元）	209
图 177 全球对冲基金管理资产规模	211
图 178 全球对冲基金投资策略分布（2022 年）	212
图 179 全球对冲基金投资策略分布（2021 年）	212
图 180 私募基金市场存量备案情况	214
图 181 私募证券投资基金市场存量备案情况	214
图 182 私募投资基金、投资者、协会关系示意图	216

图 183 私募基金管理规模分布情况 .....	217
图 184 百亿私募办公城市分布情况 .....	217
图 185 预测与策略的不可能三角 .....	218
图 186 私募基金分类与私募证券投资基金策略划分 .....	221
图 187 私募证券投资基金发行与清盘情况 .....	221
图 188 2021 年以来私募各策略发行情况 .....	221
图 189 2021 年以来私募各策略清盘情况 .....	221
图 190 股票策略指数业绩走势 .....	224
图 191 相对价值策略指数业绩走势 .....	226
图 192 2022 年股指期货年化贴水率 .....	226
图 193 管理期货策略指数业绩走势 .....	227
图 194 纯债策略指数业绩走势 .....	229
图 195 强债策略指数业绩走势 .....	229
图 196 宏观策略和组合基金策略指数业绩走势 .....	230
图 197 2022 年 50ETF 期权成交持仓情况 .....	234
图 198 2022 年 50ETF 期权动态 ATM 隐含波动率 .....	234
图 199 2022 年华泰柏瑞沪深 300ETF 期权成交持仓情况 .....	234
图 200 2022 年华泰柏瑞沪深 300ETF 期权动态 ATM 隐含波动率 .....	234
图 201 2022 年南方中证 500ETF 期权成交持仓情况 .....	235
图 202 2022 年南方中证 500ETF 期权动态 ATM 隐含波动率 .....	235
图 203 2022 年中证 1000 股指期货成交持仓情况 .....	235
图 204 2022 年中证 1000 股指期货动态 ATM 隐含波动率 .....	235
图 205 2022 年创业板 ETF 期权成交持仓情况 .....	236
图 206 2022 年创业板 ETF 期权动态 ATM 隐含波动率 .....	236
图 207 铜期权 2022 年度成交持仓情况 .....	236
图 208 橡胶期权 2022 年度成交持仓情况 .....	237
图 209 黄金期权 2022 年度成交持仓情况 .....	237
图 210 铝期权 2022 年度成交持仓情况 .....	238
图 211 锌期权 2022 年度成交持仓情况 .....	238
图 212 原油期权 2022 年度成交持仓情况 .....	239
图 213 豆粕期权 2022 年度成交持仓情况 .....	239
图 214 玉米期权 2022 年度成交持仓情况 .....	240
图 215 铁矿石期权 2022 年度成交持仓情况 .....	240
图 216 LPG 期权 2022 年度成交持仓情况 .....	241
图 217 塑料期权 2022 年度成交持仓情况 .....	241
图 218 聚丙烯期权 2022 年度成交持仓情况 .....	242
图 219 PVC 期权 2022 年度成交持仓情况 .....	242
图 220 棕榈油期权 2022 年度成交持仓情况 .....	243
图 221 白糖期权 2022 年度成交持仓情况 .....	244
图 222 棉花期权 2022 年度成交持仓情况 .....	244
图 223 PTA 期权 2022 年度成交持仓情况 .....	245
图 224 甲醇期权 2022 年度成交持仓情况 .....	245
图 225 菜粕期权 2022 年度成交持仓情况 .....	246
图 226 动力煤期权 2022 年度成交持仓情况 .....	246
图 227 2022 年股指期货主力合约成交情况 .....	247
图 228 2022 年股指期货主力合约持仓情况 .....	247

图 229 2022 年股指期货成交量分布情况 .....	247
图 230 2022 年股指期货升贴水走势 .....	248
图 231 我国场外衍生品整体格局 .....	249
图 232 2018 年以来场外期权新增和存量规模 .....	252
图 233 2018 年以来收益互换新增和存量规模 .....	252
图 234 2018 年以来场外期权存续交易标的情况 .....	253
图 235 2018 年以来收益互换存续交易标的情况 .....	253
图 236 代表券商资本杠杆率变化 .....	254
图 237 代表券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本变化 .....	254
图 238 典型雪球产品不同情景下收益示意图 .....	255
图 239 雪球产品定价要素 .....	255
图 240 Gamma Scalping 操作原理 .....	256
图 241 分级基金收益结构 .....	257
图 242 典型分级基金复权单位净值 .....	257
图 243 股指期货重要事件 .....	257
图 244 时间序列动量 .....	260
图 245 截面动量 .....	261
图 246 展期收益率 .....	263
图 247 基差动量 .....	264
图 248 持仓量变化率 .....	265
图 249 量价因子 .....	266
图 250 宏观维度轮动模型回测净值曲线 .....	269
图 251 市场维度轮动模型回测净值曲线 .....	271
图 252 因子动量维度轮动模型回测净值曲线 .....	272
图 253 多维度轮动模型回测净值曲线 .....	273
图 254 均衡风格和 GARP 组合净值表现 .....	277
图 255 2020-2022 各年份主动权益基金收益风险指标 .....	280
图 256 2020-2022 各年份均衡风格基金收益风险指标 .....	280
图 257 中证转债指数/可转债指数与中证 1000 的走势较为一致 .....	284
图 258 可转债指数 vs 中证 1000 指数区间贡献 .....	284
图 259 可转债规模行业分布 (前 10 大行业) .....	284
图 260 可转债对应正股市值规模分布 (2023/01/01) .....	284
图 261 中证 1000 市值规模分布 (2023/01/01) .....	284
图 262 可转债价格驱动要素分析 .....	285
图 263 可转债市场受到权益市场及转债估值的影响 .....	287
图 264 可转债市场受到权益市场风格的影响 .....	287
图 265 可转债市场受到债券市场回调的影响 .....	288
图 266 YTM 因子分层回测结果 .....	290
图 267 双低因子分层回测结果 .....	291
图 268 波动率性价比因子分层回测结果 .....	291
图 269 转股溢价率因子分层回测结果 .....	291
图 270 平价底价溢价率因子分层回测结果 .....	291
图 271 万家稳健增利 A 在转债端因子暴露情况 .....	293
图 272 万家稳健增利 A 在正股端因子暴露情况 .....	293
图 273 华商转债精选 A 在转债端因子暴露情况 .....	295
图 274 华商转债精选 A 在正股端因子暴露情况 .....	295

图 275 南方昌元可转债 A 在转债端因子暴露情况 .....	296
图 276 南方昌元可转债 A 在正股端因子暴露情况 .....	296
图 277 光大添益 A 在转债端因子暴露情况 .....	297
图 278 光大添益 A 在正股端因子暴露情况 .....	297
图 279 转债策略动态最大回撤 .....	298
图 280 分季度策略占优情况 .....	298
图 281 万家稳健增利 A (519186.OF) 净值表现 .....	299
图 282 华商转债精选 A (007683.OF) 净值表现 .....	299
图 283 南方昌元可转债 A (006030.OF) 净值表现 .....	300
图 284 转债基金分季度业绩表现 .....	300
图 285 光大添益 A 因子暴露 .....	301
图 286 华宝可转债 A 因子暴露 .....	302
图 287 FOF 发展历程 .....	310
图 288 公募 FOF 产品规模超二十亿的公司 .....	311
图 289 2017-2022 年新发公募 FOF 基金数量及发行总规模 .....	311
图 290 2018-2022 年养老 FOF 规模及数量 .....	313
图 291 目标日期型养老 FOF 的最短持有期分布 .....	313
图 292 目标风险型养老 FOF 的最短持有期分布 .....	313
图 293 普通 FOF 分类 .....	314
图 294 FOF 分类方法汇总 .....	316
图 295 公募 FOF 筛选的打分指标及其权重 .....	317
图 296 养老 FOF 筛选的打分指标及其权重 .....	318
图 297 高风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图 .....	318
图 298 中风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图 .....	319
图 299 低风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图 .....	319
图 300 个人养老金可投的养老目标基金 (按管理人分类) .....	320
图 301 个人养老金可投的养老目标基金 (按年份分类) .....	320
图 302 FOF 产品分析思路 .....	322
图 303 持有人结构走势图 .....	323
图 304 全部持仓基金 (按基金管理人分类) .....	325
图 305 全部持仓基金 (按基金类型分类) .....	325
图 306 大类资产配置情况 .....	325
图 307 持股风格 .....	326
图 308 持股特征 (PE) .....	326
图 309 行业配置情况 .....	326
图 310 券种配置情况 .....	327
图 311 杠杆水平 .....	327
图 312 久期情况 .....	327
图 313 十年期国债收益率走势 .....	327
图 314 综合基金经理指数净值 .....	328
图 315 **基金重仓股行业分布 .....	329
图 316 示例基金历史规模 .....	330
图 317 示例基金历史风格 .....	330
图 318 模拟收益率曲线 .....	332
图 319 模拟合成净值曲线 .....	332
图 320 未来收益率相关性分组表现 (历史净值维度) .....	335

图 321 未来月度收益偏离分组表现（历史净值维度） .....	335
图 322 未来收益率相关性分组表现（持仓维度） .....	335
图 323 未来月度收益偏离分组表现（持仓维度） .....	335
图 324 基金特征风格融合导图 .....	336
图 325 超大规模风格基金不同时间长度下，收益率相关系数测试效果对比 .....	337
图 326 易方达蓝筹精选相似基金产品净值（vs 易方达其他基金） .....	339
图 327 易方达蓝筹精选相似基金净值（vs 长城基金） .....	339
图 328 易方达蓝筹精选与嘉实核心优势净值比较 .....	340
图 329 易方达蓝筹精选与泰康蓝筹优势净值比较 .....	340
图 330 中庚价值领航、中庚价值灵动灵活配置与工银创新动力净值比较 .....	341
图 331 中庚价值领航、华泰柏瑞新金融地产 A 与西部利得国企红利指数增强 A 净值比较 .....	341
图 332 中银大健康与鹏华医药科技净值比较 .....	342
图 333 中银大健康与其他医药主题基金净值比较 .....	342
图 334 金元顺安元启、大成景恒与大成互联网+大数据净值比较 .....	344
图 335 金元顺安元启、中欧潜力价值、中欧价值发现与招商量化精选净值比较 .....	344
图 336 金元顺安元启与国金量化精选净值比较 .....	345
图 337 金元顺安元启、信诚多策略与大成景恒净值比较 .....	345
表 1 2022 年公募基金代销股票+混基保有规模和市占率变化 .....	9
表 2 2022 年券商资管申请公募牌照相关政策 .....	12
表 3 2022 年券商资管子公司获批申请情况 .....	13
表 4 2022 年金融科技与平台经济发展相关政策一览 .....	17
表 5 各类机构非货币公募基金保有规模变化 .....	21
表 6 各类机构股票+混合公募基金保有规模变化 .....	21
表 7 各类机构债券类（非货币-权益）公募基金保有规模变化 .....	21
表 8 公募基金保有规模前十的国有及股份制大行规模变化情况 .....	22
表 9 公募基金保有规模前九的城农商行规模变化情况 .....	22
表 10 独立基金销售平台公募基金保有量前三名规模变化 .....	23
表 11 公募基金保有规模靠前及部分头部券商规模变化情况 .....	23
表 12 银行理财监管制度体系（2018-2021） .....	39
表 13 首批开办个人养老金业务的机构名单 .....	42
表 14 四类个人养老产品对比 .....	43
表 15 理财公司开业情况 .....	47
表 16 2022 年各银行理财子公司不同类型产品数量（单位：只） .....	48
表 17 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品数量占比 .....	48
表 18 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准 .....	49
表 19 代销他行理财公司产品数量占比 TOP5 的银行 .....	50
表 20 理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列） .....	52
表 21 理财公司不同类型代销渠道分布数量（不含母行） .....	52
表 22 理财公司直销渠道建设情况（截至 2023 年 1 月底） .....	55
表 23 2022 年发行同业存单指数理财产品一览 .....	58
表 24 公募基金管理规模（2020-2022） .....	67
表 25 2021-2022 年基金公司主动权益前十名管理规模（单位：亿元） .....	68

表 26	2021-2022 年基金公司纯债基金前十名管理规模 (单位: 亿元)	69
表 27	2021-2022 年基金公司固收多策略基金前十名管理规模 (单位: 亿元)	69
表 28	2022 年发行规模最大的五只同业存单基金及债权 ETF	71
表 29	《意见》与《办法》对比	72
表 30	首批五只混合估值法债基基本情况	74
表 31	个人养老金相关制度	75
表 32	2022 年纯债型基金业绩表现	76
表 33	不同券种分类纯债型基金业绩表现	76
表 34	不同久期模式纯债型基金业绩表现	77
表 35	不同策略模式纯债型基金业绩表现	77
表 36	可转债型基金业绩表现	78
表 37	按照权益中枢分类的固收+基金业绩表现	78
表 38	不同从业年限的固收+基金经理的产品业绩表现	79
表 39	不同久期配置模式和行业配置模式的固收+基金业绩表现	79
表 40	不同风格的固收+基金业绩表现	80
表 41	主动权益基金 2022 年业绩表现	80
表 42	主动行业主题基金 2022 年数量、规模、业绩和投资者结构	81
表 43	2022 年绩优基金经理主要配置情况	82
表 44	2022 年指数增强产品业绩表现	82
表 45	养老 FOF 和普通 FOF 业绩表现	84
表 46	分权益中枢 FOF 的业绩表现	85
表 47	港股通基金 2022 年业绩统计	85
表 48	QDII 基金 2022 年业绩统计	86
表 49	QDII 另类投资基金分类 2022 年业绩统计	86
表 50	QDII 基金 2022 年全球主要地区投资概况统计	86
表 51	2022 年国内个人养老金重要政策	87
表 52	保障性租赁住房 REITs 募集规模	88
表 53	2022 年首轮上市 5 只混合估值法债基资产配置比例	89
表 54	2022 年首发 4 只中证 1000ETF 基本概况	90
表 55	2022 年首批碳中和 ETF 基本概况	90
表 56	指数增强型 ETF 一览	91
表 57	部分“公奔私”明星基金经理	92
表 58	外资独资基金公司一览	93
表 59	2022 年基金公司主动权益基金管理规模增速 (剔除年末主动权益规模小于 10 亿的管理人)	95
表 60	基金公司 ETP 产品线特色	99
表 61	2022 年新发 ETF 产品单只规模增加 TOP10	103
表 62	2022 年存量 ETF 产品单只规模增加 TOP10	103
表 63	机构和个人投资者在权益和跨境 ETF 上的资金分布	109
表 64	增强 ETF 与同类指增产品超额收益	111
表 65	增强 ETF 与风格维度收益率相关性	113
表 66	质量 ETF 基础信息	113
表 67	质量指数编制说明	113
表 68	质量 ETF 2022 年四季报重仓股信息	115
表 69	2022Q4 质量指数主要财务指标	115
表 70	贵金属 ETP 业绩回顾	116
表 71	油气 ETP 业绩回顾	117

表 72 债券 ETF 业绩回顾.....	117
表 73 QDII 权益 ETP 业绩回顾.....	118
表 74 2022 年保费收入情况.....	120
表 75 保险另类投资产品累计登记（注册）情况.....	121
表 76 2022 年另类投资产品注册情况.....	121
表 77 中国保险业 2022 年度十件大事.....	122
表 78 2022 年保险业聚焦于疫情防控的相关政策文件.....	123
表 79 2022 年保险深化改革、支持实体经济的相关政策文件.....	125
表 80 2022 年保险业服务养老战略的相关政策文件.....	126
表 81 2022 年保险产品的相关政策文件.....	127
表 82 2022 年保险业强化监管、规范行为的相关政策文件.....	128
表 83 目前保险资产管理公司主要业务一览.....	128
表 84 2022 年棚改项目债权投资计划.....	129
表 85 2022 年保险公司认购的非集团体系的债权投资计划.....	131
表 86 2022 年保险资管注册的股权投资计划.....	131
表 87 2022 年保险公司认购的股权投资计划.....	132
表 88 2022 年中保登出具注册通知书的资产支持计划（注册规模超百亿）.....	133
表 89 2022 年保险公司认购资产支持计划情况.....	133
表 90 保险资管产品按投资性质不同的分类.....	134
表 91 股票型保险资管产品 2022 年收益前十.....	135
表 92 量化类保险资管产品 2022 年收益前十.....	136
表 93 债券型保险资管产品 2022 年收益前十.....	136
表 94 混合型保险资管产品 2022 年收益前十.....	137
表 95 货币型保险资产管理产品七日年化收益率前十.....	137
表 96 FOF/MOM 类保险资产管理产品 2022 年收益前十.....	138
表 97 量化对冲型保险资管产品.....	138
表 98 全国企业年金基金历年基本情况.....	138
表 99 企业年金基金管理机构.....	140
表 100 当前保险机构企业年金牌照分布及管理情况.....	141
表 101 2022 年三季度企业年金养老金产品分类汇总情况表.....	142
表 102 纳入统计的年金养老金产品概况.....	143
表 103 各类年金养老金产品中收益水平较高的产品.....	143
表 104 具有税延养老保险产品经营资格的保险公司.....	144
表 105 2022 年养老保险相关文件.....	145
表 106 个人养老金保险产品名单.....	145
表 107 专属商业养老保险产品 2022 年的业绩表现.....	146
表 108 部分分公司养老保障管理业务情况.....	147
表 109 保险系基金公司规模（2022 年）.....	148
表 110 保险系公募基金在管产品情况（收益率排名前五）.....	148
表 111 华宝证券分类标准.....	151
表 112 投连险账户规模排名前十的保险公司.....	151
表 113 各类别投连险账户最新规模汇总.....	152
表 114 各分类投连险账户规模之首.....	152
表 115 2022 年市场主要指数收益.....	153
表 116 2022 年投连险二级账户回报统计.....	153
表 117 2022 年投连险账户收益及可比指数基金产品收益.....	153

表 118 指数型投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	154
表 119 部分激进型投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	155
表 120 部分混合激进型投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	156
表 121 部分混合保守型投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	157
表 122 增强债券型投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	158
表 123 全债型投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	159
表 124 部分货币型投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	160
表 125 类固定收益投连险账户 2022 年累计收益率表现 .....	161
表 126 2013 年以来与公募基金管理机构相关的重要监管文件 .....	171
表 127 截至 2022 年 12 月证券公司申请设立资管子公司情况 .....	171
表 128 2021 年与 2022 年四季度证券公司私募资产管理月均规模 (亿元) .....	173
表 129 2022 年持牌经营的证券公司及其资管子公司管理公募基金资产净值及排名情况 .....	174
表 130 2022 年券商集合理财产品数量 (只) 及收益情况 (%) .....	176
表 131 2022 年券商大集合改造产品数量 (只) 及收益情况 (%) .....	177
表 132 2022 年持牌券商管理的公募产品数量 (只) 及收益情况 (%) .....	177
表 133 传统意义平台经济四大类 .....	182
表 134 历年政府工作报告关于强调发展平台经济的相关表述 .....	183
表 135 数字人民币发展历程 .....	186
表 136 境外 ChatGPT 类似产品 .....	188
表 137 境内 ChatGPT 类似产品 .....	188
表 138 券商 APP 抖音粉丝数量 (截至 2023 年 3 月 28 日) .....	192
表 139 ChatGPT 境内金融业落地场景 .....	194
表 140 2021 年以来信托违约的数量与金额的分布情况 (不完全统计) .....	203
表 141 新发行的集合类信托的投向结构分布 .....	204
表 142 全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top20 .....	212
表 143 全球对冲基金收益表现 (近五年) .....	213
表 144 2022 年私募监管政策 .....	215
表 145 私募策略 2022 年度业绩分布情况 .....	222
表 146 2022 年股票策略细分子策略指数收益情况 .....	223
表 147 2022 年主观多头策略收益分布情况 .....	224
表 148 2022 年量化多头策略收益分布情况 .....	224
表 149 2022 年股票多空策略收益分布情况 .....	224
表 150 2022 年相对价值策略细分子策略指数收益情况 .....	225
表 151 2022 年股票市场中性策略收益分布情况 .....	226
表 152 2022 年期权策略收益分布情况 .....	226
表 153 2022 年管理期货策略细分子策略指数收益情况 .....	227
表 154 2022 年主观 CTA 策略收益分布情况 .....	227
表 155 2022 年量化趋势策略收益分布情况 .....	228
表 156 2022 年量化套利策略收益分布情况 .....	228
表 157 2022 年债券策略细分子策略指数收益情况 .....	229
表 158 2022 年纯债策略收益分布情况 .....	229
表 159 2022 年强债策略收益分布情况 .....	229
表 160 2022 年宏观策略和组合基金细分子策略指数收益情况 .....	230
表 161 2022 年宏观策略收益分布情况 .....	231
表 162 2022 年组合基金策略收益分布情况 .....	231
表 163 2022 年新上市金融期权 .....	232

表 164 2022 年新上市商品期权 .....	233
表 165 2018 年以来与证券公司场外衍生品相关的重要监管信息 .....	250
表 166 2018 年以来交易商名单变化 .....	251
表 167 2018 年以来场外期权和收益互换新增规模交易对手结构 .....	252
表 168 2018 年以来券商配股情况 .....	254
表 169 时间序列动量因子绩效统计 .....	260
表 170 截面动量因子绩效统计 .....	261
表 171 展期收益率因子绩效统计 .....	263
表 172 基差动量因子绩效统计 .....	264
表 173 持仓量变化率因子绩效统计 .....	265
表 174 量价因子绩效统计 .....	266
表 175 宏观指标 .....	267
表 176 宏观指标区间统计 (以 CPI-PPI 为例) .....	268
表 177 各宏观因子构建轮动模型回测统计 .....	269
表 178 宏观维度轮动模型回测统计 .....	270
表 179 各市场因子构建轮动模型回测统计 .....	271
表 180 市场维度轮动模型回测统计 .....	271
表 181 因子动量维度轮动模型回测统计 .....	272
表 182 多维度轮动模型回测统计 .....	273
表 183 基于持仓的基金风格划分标准 .....	276
表 184 增加 GARP 风格的基金风格划分标准 .....	276
表 185 部分稳定 GARP 策略的产品及其策略阐释 .....	277
表 186 均衡风格和 GARP 风格绩效指标 .....	277
表 187 运作时间一年以上且成立名称中带有“均衡”的产品与其成立以来操作特征 .....	278
表 188 知名均衡风格产品与现任基金经理上任以来操作特征 .....	279
表 189 主动权益类基金 2020-2022 年收益风险指标 .....	279
表 190 均衡风格基金 2020-2022 年收益风险指标 .....	279
表 191 各细分类别代表基金和定性刻画 .....	281
表 192 策略因子有效性测试结果 .....	289
表 193 策略风险收益特征 .....	292
表 194 万家稳健增利 A 业绩表现 .....	293
表 195 华商转债精选 A 业绩表现 .....	294
表 196 南方昌元可转债 A 业绩表现 .....	295
表 197 光大添益 A 业绩表现 .....	296
表 198 特定区间不同策略表现 .....	299
表 199 2022 年以来的养老相关政策新闻 .....	304
表 200 养老金融产品对比 .....	305
表 201 个人税收递延型养老保险 VS 专属商业养老保险 .....	307
表 202 第一批发行的养老理财产品 .....	307
表 203 FOF 和养老 FOF 对比 .....	311
表 204 分策略养老 FOF 收益及最大回撤表现 .....	314
表 205 分类普通 FOF 收益及最大回撤表现 .....	315
表 206 不同类别 FOF 的业绩比较基准 .....	317
表 207 分类别筛选的 FOF 组合的胜率 .....	317
表 208 高风险 FOF 组合持有一年的绩效表现 .....	319
表 209 中风险 FOF 组合持有一年的绩效表现 .....	319

表 210 低风险 FOF 组合持有一年的绩效表现 .....	319
表 211 按权益中枢分类的个人养老金可投的养老目标基金的收益表现 .....	321
表 212 根据个人养老金可投资范畴进行的基于量化遴选结果的标的精选 .....	321
表 213 产品信息 .....	322
表 214 业绩表现——同类对比 .....	324
表 215 业绩表现——滚动持有一年 .....	324
表 216 前十大重仓基金 .....	324
表 217 综合基金经理指数的业绩表现 .....	328
表 218 百亿以上规模基金未来一年在风格内排名前 50% 占比 .....	330
表 219 深度价值风格基金 C 初筛池效果测试 .....	337
表 220 易方达蓝筹精选相似基金列表 .....	338
表 221 中庚价值领航相似基金列表 .....	340
表 222 中银大健康相似基金列表 .....	341
表 223 金元顺安元启相似基金列表 .....	343

## 第一部分——2022 年中国财富与资管行业背景

### 一、2022 年行业大事记

#### 1.全球超预期风险事件频发，各类金融产品波动显著加剧

2022 年，全球超预期风险事件频发，不确定性显著增加。外部以美联储加息、俄乌冲突为主线，内部以疫情反复和经济复苏不及预期为主线，叠加欧洲能源危机、货币紧缩及经济硬着陆风险，美国中期选举前采取相对激进的对外措施等支线风险扰动，各类金融产品波动显著加剧。

##### 外部风险扰动明显增多

美联储加息幅度超预期是重要主线，俄乌冲突起到风险“催化”的作用，对全球权益市场的冲击主要分为三个阶段：

第一阶段是开年到 2 月 22 日俄乌冲突前，美联储 2021 年 12 月点阵图显示 2022 年将加息 75bp，在美联储将开启加息周期的预期下，全球市场开年就呈现走弱的趋势，MSCI 全球指数下跌 7.98%，标普 500 指数下跌 9.68%，上证综指下跌 4.14%。

第二阶段是俄乌冲突发生后，2022 年 2 月 23 日到 6 月中旬，由于俄乌冲突导致大宗商品价格快速上涨，以原油为代表的能源价格维持高位。一方面全球风险偏好大幅降低，另一方面商品价格推动全球通胀压力显著上升，美联储加息预期超预期升温。美联储 6 月点阵图显示 2022 年将加息共 325bp，较此前提升了 250bp。全球风险资产跌幅扩大，MSCI 全球指数下跌 15.84%，标普 500 指数下跌 14.63%，上证综指下跌 4.06%。

第三阶段是 2022 年 8 月中旬到 11 月上旬，由于美国核心通胀超预期，美联储加息预期再度升温。美联储 9 月的点阵图显示 2022 年将加息共 425bp，较 6 月再提升 100bp。全球股市再次调整，MSCI 全球指数下跌 11.71%，标普 500 指数下跌 12.93%，上证综指下跌 7.32%。

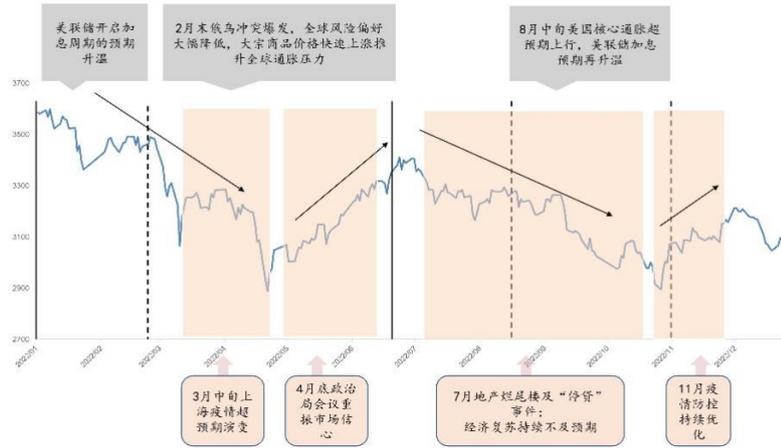
##### 内部风险主要源于疫情对经济的影响

国内主线是中国经济复苏节奏，主要受疫情反复以及地产偏弱的拖累，经济复苏偏弱，对 A 股的负面影响主要分为两个阶段：

第一个阶段是 2022 年 3 月到 4 月底，上海疫情的扩散及其影响超预期，对经济的复苏造成了明显不利影响，对 A 股造成了较大的冲击，上证综指 3 月初到 4 月 27 日跌幅 16.63%，失守 3000 点。随着 4 月政治局会议提出“努力实现全年经济社会发展预期目标”，加上后续降息等一系列措施，推动 A 股迎来反弹。

第二阶段是 7 月初到 10 月末，受地产的烂尾楼及“停贷”事件，疫情多点散发，以及经济复苏不及市场预期的影响，A 股表现低迷，上证综指 4 个月时间下跌 14.86%。随着 11 月之后疫情防控的持续优化，叠加地产等稳增长政策持续加码，市场情绪触底反弹。

图1 各类风险事件冲击下，A股全年走势较弱



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 权益市场震荡下跌，权益类产品遇冷

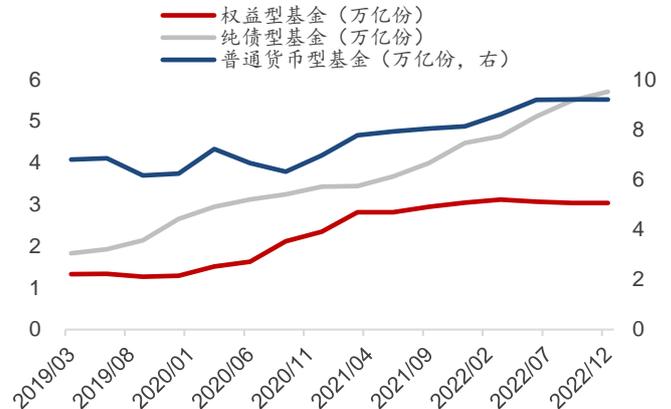
2022年，内外部超预期风险事件较多，A股的波动显著加大，尤其是年初的连续下跌明显影响了市场的风险偏好。此外，由于美国处于经济较强、货币紧缩阶段，我国处于经济复苏偏弱、货币宽松阶段，中国资产吸引力降低，下半年人民币汇率持续贬值，北向资金净流入规模从2021年的4321.61亿元降至897.21亿元，为2017年以来最低水平。2022年，沪指跌15.13%，深指跌25.85%，创业板指跌29.37%。权益产品发行跌至冰点，权益类新发基金数量回落至低位，配置偏好从此前的固收+权益转向纯债。

图2 权益型基金新发份额与沪深300走势正相关



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图3 2022年基金份额增长以债券型及货币型为主



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 债券市场年末大幅调整，理财破净规模较大

2022年，宏观不确定性大幅提升，市场风险偏好较低，加上国内货币政策宽松，“宽信用”传导不畅，狭义流动性极为充裕，推动债市走牛。不过，由于债市过度拥挤，推动股债性价比达到极值水平，11月防疫政策优化令经济预期向好，美国通胀出现见顶迹象进而导致加息预期见顶，基本面的显著变化导致股市吸引力增强、债市牛难以持续。11月14日，“中债总净价指数”单日下跌0.62%，创下2017年以来最大单日跌幅。因债券是稳健型理财产品配置的主要方向，债市调整引发理财产品的“赎回-下跌”踩踏，进一步加剧了债市波动，也引发了较大规模的理财破净潮。

### 当净值化元年遇上资产价格剧烈波动，资管行业该如何认识和应对未来的新趋势

敬请参阅报告结尾处免责声明

2022 年是银行理财净值化元年，本身就面临着产品净值波动带来的挑战，而股债表现均不尽如人意，理财破净潮的发生也明显影响了居民投资偏好，大量资金从理财回归表内存款，央行城镇储户调查显示居民投资意愿持续下滑，创历史最低水平。2022 年宏观波动风险加剧的情况并非常态，2023 年全球风险和不确定性大概率较 2022 年降低，但也要清晰地认识到，随着全球经济增长动能逐渐放缓、部分国家贸易保护主义抬头带来的逆全球化影响加深，从长期角度来看，未来全球宏观的系统性波动风险较 2022 年之前的正常水平呈抬升趋势，净值化产品依然面临着考验。

资管行业需要积极调整应对这种变化趋势。从资管的角度来看，需要开发和使用更多的策略工具应对潜在波动风险的上升，帮助投资者更好地达成投资目标并控制风险。从投顾的角度来看，要提高对宏观经济和资产走势的判断能力，针对不同的环境提供适时、适宜的投资建议。从投资者的角度来看，要增强投资者教育，提高风险的认知能力，投资目标和自身风险偏好相匹配。

## 2. 可转债市场生态发生变化，转债投资告别“舒适区”

2017 年以来，在上市公司再融资行为进一步规范、债券进入低利率时代、信用违约增加、资管产品净值化的大背景下，转债市场迅速扩容，存量规模从 2017 年底的 1300 亿快速上涨到 2022 年底的 8400 多亿，存量数量也从 2017 年底的 24 只上涨到 490 只，正股的行业分布在全部申万一级行业，个券的种类也变得非常丰富。同时，不断完善的发行与交易规则、多样化的市场参与主体、T+0 的交易规则，使得转债的投资策略在过去几年得到了极大的丰富，也取得了比较好的收益，2017-2021 年五年间中证转债指数上涨了 54%。但是，进入 2022 年之后，转债市场的相关市场环境发生了一定的变化，使得以往的一些转债的投资策略发生了失效，转债的投资正在走出“舒适区”。

转债市场的估值水平出现系统性抬升，并居高不下。转债发行主体逐步偏向中小盘、疫情冲击下国内流动性持续宽松、固收+资管产品的大规模扩张、强赎预期打破等多重因素下，转债估值自 2020 年以来出现了系统抬升，尽管转债整体估值在 2022 年年末固收产品强赎正反馈带来的流动性冲击下出现了一定的压缩，但整体仍难言便宜。截至 2022 年末，转债市场绝对价格的中位数为 114.87 元，处于 2017 年以来 60.9%分位数。转债市场的平均转股溢价率为 40.98%，处于 2017 年以来 89.5%分位数，转债市场的平均 YTM 为 -2.45%，处于 2017 年以来 23.3%分位数。就转债市场估值系统性抬升的原因来看，具体有以下几个原因：其一，正股结构的变化，2018 年以来，转债正股大多是中小市值公司为主，中证转债指数的成分券中小市值发行人越来越多，而在 21 年后中小盘风格的相对优势，对于转债市场带来了提振；其二，流动性的持续宽松给转债估值带来了支撑，过去几年，疫情冲击下，宏观流动整体保持宽松，无风险收益率呈下行趋势，一定程度上支撑了转债的估值；其三，市场供给力量的变化，固收+产品高增长以及配置可转债仓位的提升，导致可转债的投资需求上升，也助推了可转债估值的提高；其四，强赎预期打破，“不提前赎回”关键字公告数目从 2019 年开始大幅攀升，这种趋势反映了发行人对转债强赎的态度相对前几年发生了较大的变化，一定程度上打消了市场对于可能的强赎对于高价转债的风险，助推了高价转债的估值出现系统性的提升。站在当前时点，上述支撑转债估值系统提升的四个因素均出现了弱化，有些因素可能在未来还会出现反转。

图 4 2020 年以来转债市场估值出现系统性抬升



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

为了促进转债市场长期健康发展,打击恶意炒作,转债交易新规正式出台。2022 上半年,转债行情低迷反而催生炒作交易,异常交易显著升温,聚合转债、永吉转债先后刷新转债市场上市首日价格新高,且炒作品种的成交规模和换手率中枢均大幅上升。2022 年 6 月 8 日,转债市场成交规模一度突破 2000 亿元,超过市值明显更大的创业板(1949 亿元),这无疑脱离了品种常规交易范畴。2022 年 6 月 17 日深交所、上交所就《深圳证券交易所可转换公司债券交易实施细则》公开征求意见的通知,2022 年 7 月 29 日,可转债交易细则正式发布并于 2022 年 8 月 1 日起施行。主要规范可转债上市与挂牌、转股、赎回、回售等业务和信息披露行为;增加了不行使赎回权的 3 个月冷静期、未公告赎回或下修的视为不赎回等规定。相关政策执行后转债平均换手率显著下降,自然人转债持仓比例回落,转债市场换手率大幅度下降。从截面角度来看,转债新规后,截面波动率有短时的回落,但很快回升,后续波动率处于震荡状态。

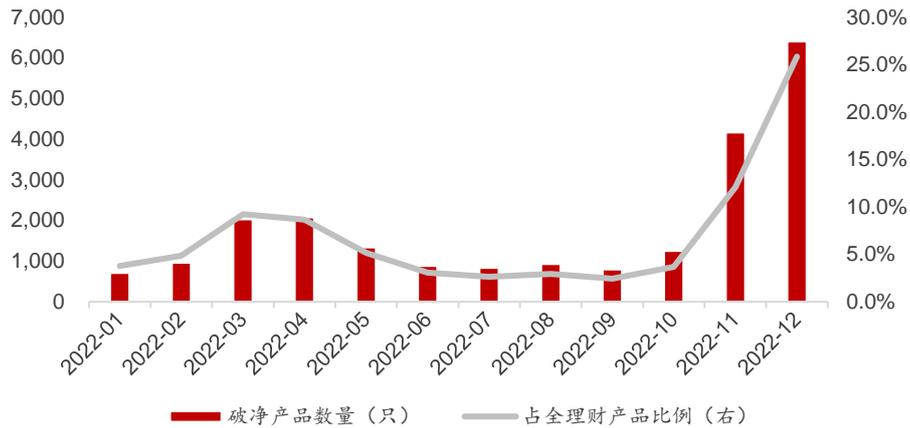
此外,监管对于“固收+”产品中可转债仓位的认定问题也一定程度改变可转债市场的投资生态。2022 年 8 月份,21 世纪经济报道消息称,根据监管窗口指导,基金公司申报“固收+”基金产品时,将受到监管指导基金投资范围中的可转债算入权益资产范围。从长期视角看,转债划入权益后,转债或将进入需全面与正股衡量性价比的时代,从这一角度理解,过往由机构资金推到的历史极高估值或难再现。

转债市场生态的变化,对于未来转债市场的投资也会带来一定的影响。首先,随着 2022 年的监管政策调整,市场参与主体面临新的监管约束,最终也反映在市场活跃度显著下降,定价体系开始回归;其次,随着支撑转债估值系统性提升的因素的边际弱化,在未来较长的一段时间,转债将面临高估值的释放压力,导致投资者对高估值的耐受性下降,这就更容易触发恐慌性的估值压缩,后续参与转债投资的仓位管理将变得更加重要;三是转债的系统性高估使得过去简单持有不像前几年一样有利,需要专业选票和积极交易;四是对于转债的量化交易而言,新规下转债的交易活跃度下降,但高估值下市场波动仍较大,未来一段时间多因子策略的有效性可能将会下降,而量化择时策略可能相对会更占优。

### 3. 股债大幅震荡, 银行理财产品二次破净

2022 年银行理财市场进入全新净值化时代,理财产品波动有所增大,再加上宏观形势严峻复杂,全球风险事件明显增多,全球资本市场波动不断加剧,理财市场也受到影响,出现了两轮较大的理财产品“破净潮”。

图 5 2022 年银行理财产品破净情况

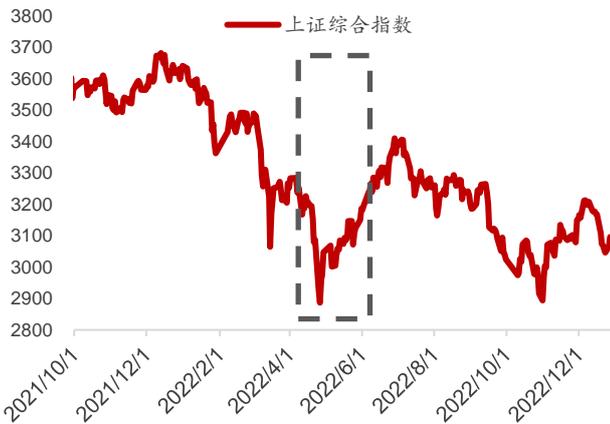


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 第一轮“破净潮”从 3 月份开始

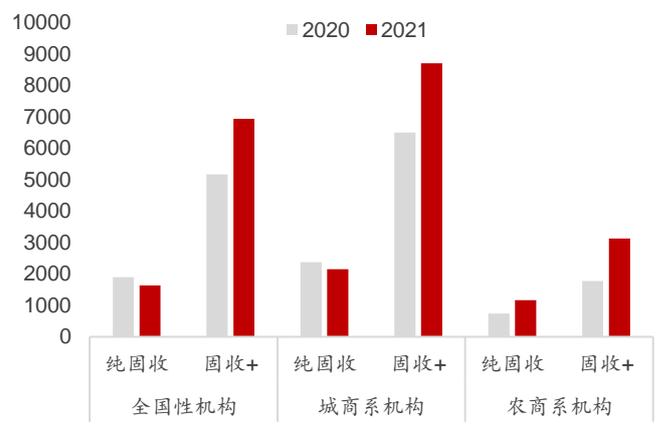
截至 2022 年 3 月底, 已有超过 2000 只理财产品破净, 占全部理财产品的 9.23%。主要是从年初开始至 2022 年 4 月 26 日, 权益市场出现大幅回撤, 上证指数跌幅达 20.5%。其中 2022 年 3 月至 4 月底下跌最为显著, 跌幅达 17.3%, 而近两年市场存续的“固收+”理财产品数量显著增长, 且以投资于权益类资产和衍生品资产为主, 权益市场的大幅震荡加剧了“固收+”产品的净值波动。

图 6 A 股从 2022 年初开始呈下行趋势



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

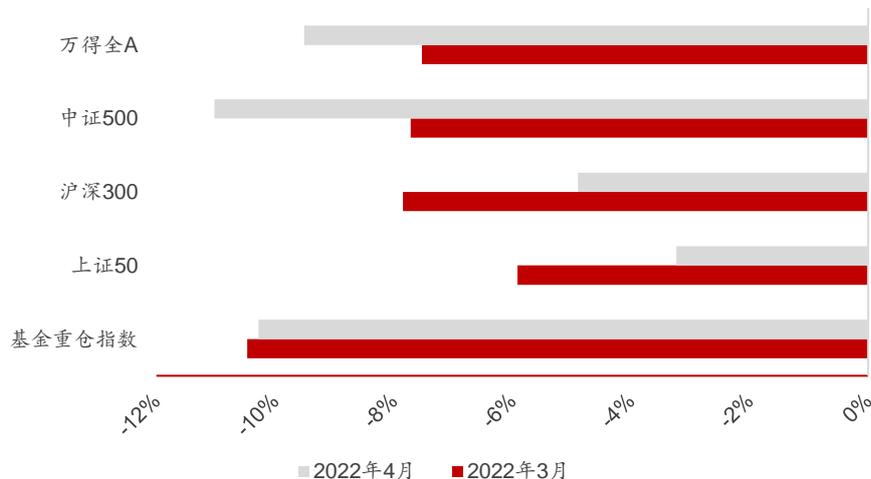
图 7 2021 年各类银行机构纯固收和固收+存续情况



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

抱团基金大幅走弱, 导致投资权益类基金的“固收+”产品净值大幅波动。大多数通过权益基金投资权益市场的“固收+”产品可能持有较多的市场热门基金。从 2022 年初开始, 基金重仓指数就出现大幅下跌, 到了 2022 年 3 月, 基金重仓指数跌幅达 -10.47%, 跌幅明显超过上证 50 (-5.91%)、沪深 300 (-7.84%)、万得全 A (-7.52%) 等宽基指数。2022 年 4 月, 基金重仓指数延续下跌趋势, 并未出现明显改善。对于持有热门基金的“固收+”理财产品来说, 这两轮下跌也使得前期收益基本全部跌空, 出现了破净现象。

图8 基金重仓指数跌幅较大



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

**A股市场出现风格切换，显著影响直接投资于股票的“固收+”产品。**理财产品发行时经常存在“追高”、“追热”的行为，根据一些采用直投股票策略的理财产品的2022年投资中报来看，宁德时代、隆基绿能、贵州茅台等几只热门股多次出现在产品的前十大持仓资产中，可以体现出直接投资股票的“固收+”理财产品主要投资了以新能源为代表的成长板块。从2022年初开始，市场风格由成长转向价值，成长板块下跌幅度更大，2022年3月末，跌幅相较于年初达到18.48%，而价值板块跌幅仅为3.96%。成长板块的大幅下跌造成这些“固收+”理财产品出现了净值大幅波动的现象，加大了理财产品的“破净潮”。

**雪球产品密集敲入，平仓行为加剧，“固收+”雪球结构产品加剧理财市场波动。**近几年理财开始纷纷发行挂钩指数的“固收+”雪球结构产品。但上半年各大宽基指数均出现了快速调整，尤其是雪球产品挂钩的中证500和中证1000指数跌幅最大。虽然2022年3月已经出现快速下行，但敲入风险相对偏小。随着各指数出现进一步下行，中证500和中证1000指数在2022年4月末的时候，均已低于5500点，也触发了大量雪球结构产品的密集敲入，平仓行为进一步加剧了相应宽基指数的下跌。进一步推动了这些挂钩指数或是配置雪球产品的“固收+”理财出现了破净现象。

**第二轮“破净潮”与第一轮不同，主要受到债市震荡影响，且影响更大，破净产品数量更多**

2022年11月中旬开始，逐步出现了空前且持续的理财“赎回潮”，破净的理财产品已经超过4000只，占全市场理财产品的比例超过12%，而12月破净产品数量继续增长，已经超过6000只，占比超25%。

这主要是因为此前央行一直保持宽松的货币政策，市场资金利率水平持续显著低于政策利率。随着海外紧缩预期升温以及国内经济修复预期的增强，再叠加股债性价比达到历史高峰，2022年10月中旬开始，央行对流动性的边际收紧成为触发资金利率向政策利率靠拢的导火索，债市也启动了持续多日的下跌。目前银行理财市场上超过九成都是固定收益类产品，从固定收益类产品的投资策略来看，大多数以信用债持有至到期策略为主，并附带一定仓位的利率债及收益增强策略投资。虽然2022年11月债券市场大幅震荡后，央行采取了流动性投放的维护措施，稳定了利率债走势，从下跌开始转向震荡，但信用债作为前期流动性红利的核心收益主体，并未因为利率债的止跌而同步止跌，而是继续下行，修正超涨的部分。在此过程中，理财“赎回潮”和信用债下跌形成了一定的共振，带动信用利差持续走高。固定收益类产品的持仓中信用债的配置比例较高，信用债的波动进一步扩大了理财“破净”的面积。

## 4.个人养老实施办法出台，商业养老拉开帷幕

### 养老制度创新——个人养老金政策落地

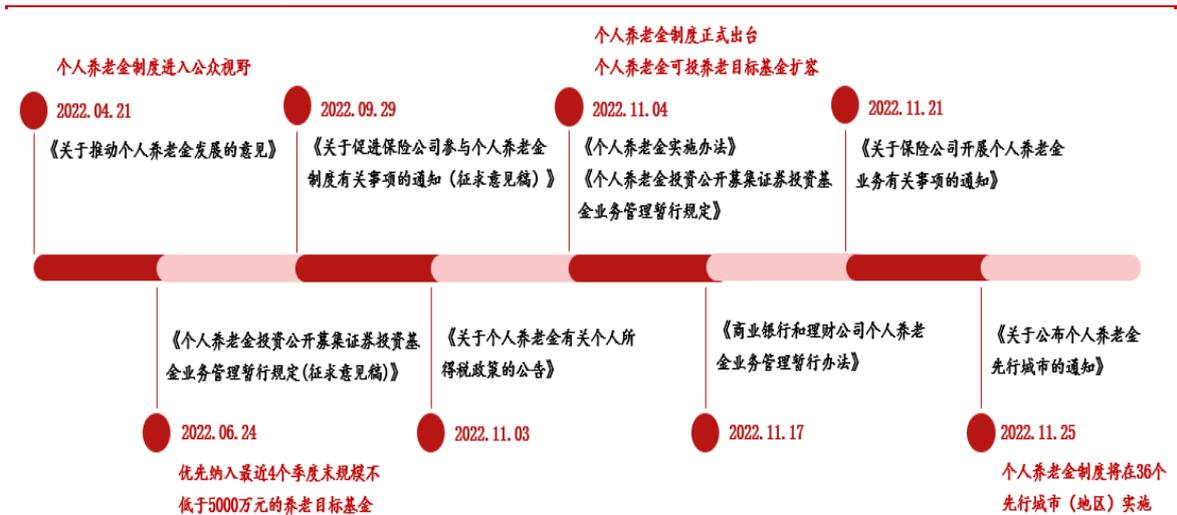
长期以来，我国一直致力于建立多层次、多支柱的养老保障体系，在人口老龄化趋势愈发严峻的大背景下，第一支柱和第二支柱持续承压，养老第三支柱的建设已经被提上日程，其中 2022 年作为个人养老金制度元年，在商业养老发展史上留下了浓墨重彩的一笔。

2022 年 4 月 21 日，银保监会发布《关于推动个人养老金发展的意见》（本节以下简称《意见》），首次提出个人养老金概念，表明个人养老金实施个人账户制度、缴费完全由参加者自行承担，符合银保监会规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金均可被纳入投资范畴。出于进一步明确个人养老金投资公募基金和保险公司参与个人养老金制度的制度安排的考虑，2022 年 6 月 24 日，证监会发布《个人养老金投资公募基金和证券公司参与个人养老金制度的制度安排暂行规定（征求意见稿）》，首次提出将最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金优先纳入投资范畴。保险公司紧随其后，2022 年 9 月 29 日，银保监会出台《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》，对参与个人养老金的保险公司提出了限制要求，提高了个人养老金业务的参与门槛，并将纳入个人养老金的保险产品范围扩容。

经过长达半年多的商讨调整，2022 年 11 月 4 日，五部联合发布《个人养老金实施办法》，对《意见》中的相关规定进行补充和完善，标志着个人养老金制度正式落地。随后，证监会和银保监会也陆续出台相关配套细则，对参与个人养老金业务的公募基金、商业银行、理财公司和保险公司进行规定，其中还拓宽了个人养老金可投的养老目标基金范围。自 2022 年 11 月 25 日起，个人养老金制度将在北京、天津、上海、苏州等 36 个先行城市（地区）实施，商业养老新时代由此开启。

个人养老金制度的落地从制度层面为我国养老第三支柱的发展提供了支持，为居民提供了全新的养老保障方式。由于养老金具有长期稳定的特性，这在一定程度上将为我国的资本市场带来巨大的增量资金，有利于银行、理财公司、保险公司、公募基金等金融机构开展养老相关新业务。此外，个人养老金制度鼓励居民进行长期的养老金融投资，不仅培养了未雨绸缪的养老意识，还能促进居民资产配置结构的转型，由原先以存款和不动产为主，慢慢向金融类资产进行偏移，在一定程度上助力资本市场高质量发展。

图 9 2022 年以来个人养老金相关政策



资料来源：银保监会官网，证监会官网，国务院官网，财政部官网，税务总局官网，人社部官网，华宝证券研究创新部

## 养老产品创新——已有产品扩容，新品种产品出世

养老第三支柱一直以产品形式多样为其主要特点之一，近年来在相关政策的支持下，保险公司、银行、银行理财子和公募基金等金融机构纷纷躬身入局，积极布局养老金融市场，具体来看，保险公司主要提供商业养老保险产品、银行主要提供养老储蓄存款产品、银行理财子主要提供养老理财产品、公募基金主要提供养老目标基金，四类产品各有侧重，能够涵盖不同风险收益特征的居民的需求。2022 年以来，养老金融产品不断扩容与创新，个人养老金制度的出台也为其提供了强有力的指导。

商业养老保险产品方面，基于税收优惠政策的个人税收递延型商业养老保险于 2018 年首次被提出，但自试点以来整体发展不及预期，在此背景下，更具有普惠特性的专属商业养老保险应运而生。2022 年 2 月发布的《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》将专属养老保险试点地区范围扩大至全国，并将 10 家养老保险公司纳入参与机构范畴，旨在进一步满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的长期养老需求。

养老理财产品方面，最早于 2021 年 9 月在四地四机构开展养老理财试点，由于其具有更为明显的稳健性、长期性等特点，自试点以来，便备受追捧，时常出现上调募集规模等情况。因此，2022 年 2 月，《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》宣布将试点由四地四机构扩展为十地十机构，且提高了已开展试点的 4 家理财公司的募集规模上限（100 亿元升至 500 亿元）。

养老基金产品方面，养老目标基金最早于 2018 年 2 月正式问世，是以追求养老资产的长期稳健增值为目的、合理控制投资组合波动风险的 FOF 产品，与其他的养老金融产品相比，具有更高的收益弹性。2022 年个人养老金制度的出台，毫无疑问将给公募基金市场带来重大利好，被纳入个人养老金投资范畴的养老目标基金也设立了针对个人养老金可投的单独投资份额，即养老目标基金 Y 份额，并给予了一定的费率优惠。2022 年 11 月 18 日，证监会发布首批个人养老金基金产品名录，涵盖了 40 家基金管理人的 129 只养老目标基金。

养老储蓄存款产品方面，养老储蓄存款是起步最晚的养老金融产品，于 2022 年 7 月发布的《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》中首次被提出，试点将于 2022 年 11 月 20 日起由工行、农行、中行和建行在合肥、广州、成都、西安和青岛市开展。该类产品的创设正是出于满足低风险偏好居民的养老需求，除了具有产品期限长和收益稳定的特点外，与其他养老金融产品相比，本息有保障是其较为突出的特点。

图 10 2022 年以来养老产品发展情况



资料来源：银保监会官网，证监会官网，华宝证券研究创新部

在个人养老金制度出台以前，上述四类养老金融产品相互分离、独立发展，尽管均有相对不错的表现，但不同产品的投资渠道不尽相同，给居民带来了一定的投资障碍。个人养老金制度通过设立个人养老金账户将各类养老金融产品联系起来，对于居民而言，帮助他们打破了投资壁垒，多元化的养老需求得以满足；对于金融机构而言，个人养老金制度既是机遇也是挑战，一方面长期稳定的增量资金的入市能帮助其发展，另一方面具体产品该如何设计才能吸引居民投资，竞争压力陡增；对于养老市场而言，个人养老金制度携手养老金融产品助力养老第三支柱发展壮大，在多层次、多支柱的养老保障体系的建设过程中迈出了坚实的一步。

## 5.公募代销江湖合纵连横，投顾转型考验综合能力

### 全行业销量整体走弱，渠道禀赋形成护城河

2022年公募基金销售整体走弱，截至2022四季度，百强机构非货公募基金保有规模达到8.04万亿，占全市场非货基金规模的52.54%，同比下滑3.92%，银行、独立销售机构、券商占比分别为48%、33%、17%；百强机构股票+混合公募基金保有规模5.68万亿，占全市场同类规模的80.71%，保有规模同比下滑12.52%，其中银行、独立销售机构、券商分别占比51%、26%、22%。在当前趋势下，银行和互联网平台中期内仍将占据基金销售主力，但随着业务资源的持续投入和渠道建设成果的逐步兑现，综合实力更强的券商销售市占率可能继续扩大。

**银行渠道保有量下滑明显，网点和客群优势仍然突出：**2022年以来银行渠道保有下滑速度高于券商和三方机构，背后原因在于银行类客户风险偏好相对较低，当市场波动较大时，更倾向于以赎回应对。公募基金结构相对简单清晰，权益产品业绩大多随行就市，各家公募的固收类产品业绩差别不大，销售过程中商业银行的客群引流成为业务关键。国有大行依靠存量的网点和客群优势，保有规模位居行业前列；部分股份行依靠财富管理战略实现管理客户资金的快速扩容，并实现了更高的成长性。

**券商股混保有规模逆市回升，财富管理综合优势显现：**股混规模降幅小于行业平均，反映了券商在线上线下结合、客户覆盖和产品服务上更加综合全面，前中后台能力均无明显缺失，并且在线下渠道和服务精细化及专业化方面更胜一筹。传统证券类投资者的财富管理需求挖掘可能持续成为券商类保有代销的重要增量；龙头券商依托于自身广泛的客户覆盖、投研能力和产品布局、完善的机制体制，头部优势突出；部分中小券商频繁出入百强代销机构，尾部竞争激烈。

**互联网平台强于生态服务，机构业务比拼解决方案：**平台类机构主要依托互联网平台和金融科技手段服务客户，中后台运营能力和科技能力是核心优势。伴随着财富号、直播、短视频等新媒体的广泛传播和人工智能等技术的应用，兼具金融专长和科技基因的公司或有望构建较强的护城河。相对于C端业务，B端客户交易流程高度复杂，涉及决策人较多、决策周期更长，对于交易稳定性、安全性和及时性的要求更高。以B端客户为主的三方销售机构提供综合解决方案，集合了开户、交易、资金监管、持仓分析、基金经理调研等内容，在满足B端客户共性需求的同时，如何在To B服务中形成差异化是这类机构形成竞争优势的关键。

表 1 2022 年公募基金代销股票+混基保有规模和市占率变化

代销机构	2022Q1		2022Q2		2022Q3		2022Q4	
	保有规模 (亿元)	市占率	保有规模 (亿元)	市占率	保有规模 (亿元)	市占率	保有规模 (亿元)	市占率
银行	32469	54.71%	34745	54.55%	30686	53.50%	28868	50.85%
城商行	1757	2.96%	1894	2.97%	1697	2.96%	1634	2.88%
股份行	14691	24.75%	15180	23.83%	13340	23.26%	12816	22.57%
国有行	15956	26.89%	17603	27.64%	15591	27.18%	14360	25.29%
券商	11313	19.06%	12124	19.03%	11404	19.88%	12209	21.51%

龙头券商	7409	12.48%	8100	12.72%	7481	13.04%	8137	14.33%
小型券商	488	0.82%	458	0.72%	473	0.82%	466	0.82%
中型券商	3416	5.76%	3566	5.60%	3450	6.01%	3606	6.35%
三方	15008	25.29%	16188	25.42%	14662	25.56%	14918	26.28%
互联网平台	13295	22.40%	14569	22.87%	13140	22.91%	13452	23.69%
机构业务	595	1.00%	524	0.82%	417	0.73%	395	0.70%
三方财富	1118	1.88%	1095	1.72%	1105	1.93%	1071	1.89%
其他	559	0.94%	637	1.00%	607	1.06%	777	1.37%
TOP100 总计	59349	1	63694	1	57359	1	56772	1
(全市场股票+混合基金保有规模)/TOP100 保有占比	73651	80.58%	77340	82.36%	69306	82.76%	70340	80.71%

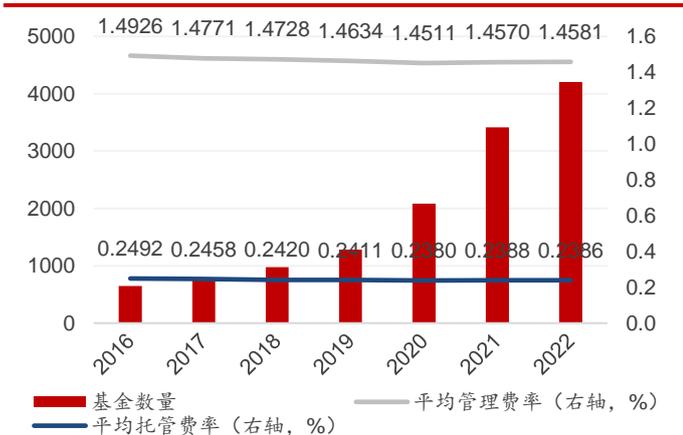
资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，中国证券业协会，华宝证券研究创新部

注：龙头券商指 2021 年度净资产大于 500 亿的 13 家券商，中型券商指剔除龙头券商后 2021 年度净资产大于 100 亿的 42 家券商，小型券商指剩余的 50 家券商

### 降费让利大势所趋，投顾转型蔚然成风

2022 年 9 月，国务院办公厅印发《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，着力规范金融服务收费，鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理降低交易、托管、登记、清算等费用。不管是基金公司还是销售机构，降费让利已在路上，按照当前销售机构和分成方式，不管是基金公司降低管理费还是渠道主动降低交易费用，都会降低销售机构的利润率。

图 11 主动权益型基金平均费率变化趋势



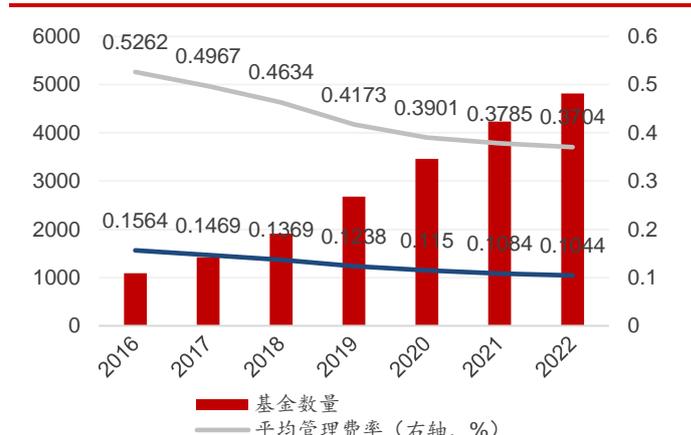
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从海外经验上看，美国各类基金产品费率下降的主动驱动因素是市场竞争、规模效应和被动投资盛行。这也解释了债券类基金费率下行速度高于权益类产品，债券类基金机构投资者占比较高，规模效应也更明显，机构对费率话语权更重，而权益类产品波动较大，投资者更看重管理人的投研能力，对管理费率的敏感性相对较低。

伴随着海外基金产品费率下降，咨询需求和买方投顾逐渐兴起，销售渠道通过收取投顾费用的方式弥补产品费率下降带来的盈利能力下降。基于资产的收费方式也逐渐成为最主流支付方式，驱使代销机构由原来以销售规模为重的卖方销售模式转向以保有规模为重的买方投顾模式，基金投顾和券结基金在买方投顾转型过程中成为联结各类参与机构的纽带。

2019 年国内公募基金投顾试点落地，目前大部分获得牌照的机构已经开始展业，而未获得投顾牌照的机构也可通过筛选并上架外部投顾的方式为投资者提供买方投顾服务，并通过向外部投顾收取投顾费用分成方式盈利。当前我国投顾行业尚处于发展初期，在现有监管要求下，适当丰富持牌机构数量和类型能够给予更多机构按照在管规模收费的资质，有助于从盈利模式出发缓解投资者利敬请参阅报告结尾处免责声明

图 12 主动固收型基金平均费率变化趋势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

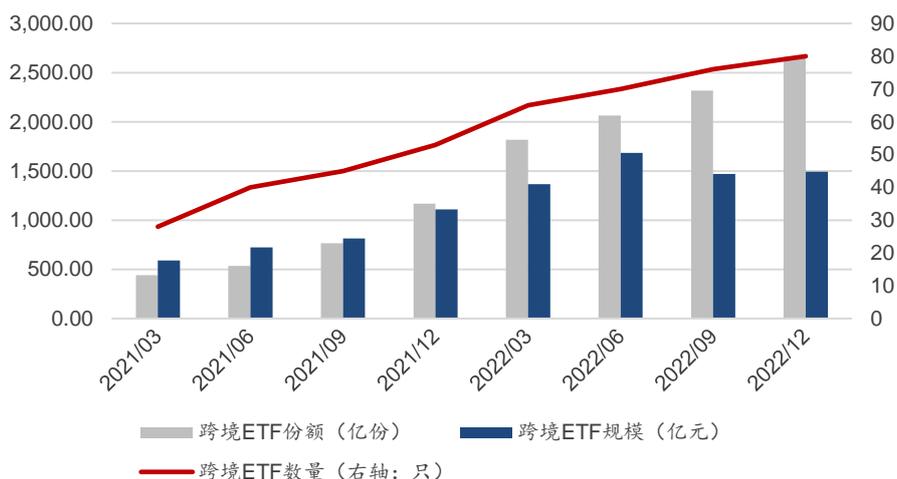
益和机构利润之间的冲突。各家参与机构除了继续在投资端加大建设，夯实自身基金投研能力和大类资产配置能力，以客户为中心的“顾”服务形式仍需探索和强化。

券商结算模式以佣金收入为推手促进了券商提升基金保有量的意愿，进一步驱动券商从原有的以销量模式转变为以客户收益为核心的保有模式，在监管鼓励叠加公募基金快速增长背景下爆发式增长，2019至2022年末券结公募基金存量净值规模从425亿元增长至5657亿元，占全部非货币基金规模的比重从0.35%提升至3.70%。券结基金能较好平衡投资者、券商、基金公司、其他销售机构的各自禀赋：券商前期投入较大精力研究跟踪，挖掘基金经理并深度绑定；各方参与主体的收入分配往持续的交易佣金方向转化，有利于拉长合作周期、增加合作深度。

## 6. 跨境ETF产品线再扩容，带来境外投资新机遇

随着中国金融市场双向开放步伐的不断加快，A股跨境ETF热度不减。2022年份额相比2021年翻倍，规模同比增长35%，跨境ETF的底层资产从沪港深、美国、德国、法国、日本拓展到了韩国、新加坡市场，同时ETF互联互通进程取得重大进展，内地与中国香港ETF互联互通正式开闸，首支和新加坡交易所互挂ETF产品在内地上市，还出现了首支中外合编指数及其跟踪ETF标的，开启了ETF跨境投资新模式。跨境ETF产品线仍在不断扩容，内地投资者可以分享到更多的全球发展红利。

图 13 2021-2022 年跨境 ETF 份额、规模及数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 跨境ETF份额翻倍，港股ETF占跨境ETF主流

据Wind统计，2022年新增跨境ETF数量27只，份额相比去年增加一倍以上，由1167.6亿份增加到2661.86亿份，规模相比去年增长了383.6亿元达1492.33亿元，份额和规模增长主要来自港股和美股指数。份额增长前三的指数是恒生科技（225亿份）、恒生互联网科技业（202亿份）和纳斯达克100（191亿份），规模增长前三的指数是纳斯达克100（95亿元）、恒生科技（47亿元）和恒生医疗保健（35亿元）。2022年新发的跨境ETF中，有20只投资于港股市场的ETF，4只投资于美国市场的ETF，1只可以同时投资A股、港股、美股市场的全球互联ETF，1只可投资韩国股票的ETF——中韩半导体ETF以及1只新加坡和内地交易所互挂的ETF。港股ETF为新发和存量跨境ETF中第一大主流产品。

### 内地和中国香港ETF互联互通开闸落地，A股市场国际化更进一步

2022年7月，内地与中国香港ETF互联互通交易正式开闸落地，首批获批的有4只港股通ETF和83只沪深股通ETF，内地和中国香港投资者可通过互联互通机制投资双方市场的ETF。短敬请参阅报告结尾处免责声明

期来看，ETF 通准入标准较高，且两地市场已经有同类型的 ETF 存在，期待未来纳入更多类型的 ETF。长期来看，ETF 纳入互联互通将为境内市场带来境外资金增量，带来 ETF 交易量提升，提高境外长线配置比例，提升境内 ETF 在国际资本市场上的影响力，推动 A 股市场国际化进程。

### 第一只中外合编指数产品上市，开启 ETF 跨境投资新模式

2022 年第一只由中外合编的指数产品——中韩半导体 ETF 上市，这只产品的特别之处在于跟踪指数是中韩两国指数机构联合编制的跨境指数，开创了中外合编指数的先河。中证韩交所中韩半导体指数由中证半导体 15 指数和 KRX 半导体 15 指数等权重合并而成，集结了中韩半导体产业龙头上市公司，利用了两地在产业链上和供应链上的高度互补性，为投资者提供了一个分享半导体领域红利的优质资产配置工具。中外合编指数是继沪深交易所与香港交易所 ETF 互挂、内地与中国香港 ETF 互联互通之后推出的又一类 ETF 跨境投资新模式。

### 首对深新 ETF 互通双向产品上市，中新互联互通再进一步

2022 年 12 月 30 日，首对深交所-新交所 ETF 互通（本小节简称深新 ETF 互通）双向产品在深、新两所同步上市，标志着境内外市场互联互通再进一步。该双向产品由南方基金、南方东英新加坡公司合作成立，其中，南方基金把新加坡上市的南方东英银河—联昌富时亚太低碳指数 ETF 互挂至深交所，而南方东英将把深交所上市的南方中证科创创业 50ETF 互挂至新交所。深新 ETF 互通上市缘于深交所和新交所集团于 2021 年 12 月 28 日签订的一份谅解备忘录。该备忘录旨在促进中国和新加坡的 ETF 发行商通过上市的 ETF 连接对方交易所上市的主 ETF，从而获得跨境资本流动。除了此次深新 ETF 互通双向产品上市，深新 ETF 互通下首只单向产品大华平安创业板 ETF 已于 11 月 14 日在新交所上市。中新 ETF 互通加速了资本市场的双向开放，丰富了内地投资者的跨境 ETF 投资选择，拓宽了境外投资者渠道，给 A 股带来资金“活水”。

## 7. 券商资管公募化发展，赛道拥挤谋求差异化突破

### 2022 年重磅政策落地，加速券商资管公募化进程

自 2020 年证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》后，“一参一控一牌”的利好预期吸引多家券商布局公募市场，2022 年重磅政策出台加速了券商资管公募化进程，放松了券商资管申请公募牌照的限制，明确了券商资管参与公募化途径。

2022 年 4 月，证监会推出《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，提出推进证券公司等优质金融机构依法设立基金管理公司，支持证券资管子公司等专业资产管理机构依法申请公募基金牌照，紧接着 5 月《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》出台，标志着券商资管实现公募化的“一参一控一牌”制度正式落地。

表 2 2022 年券商资管申请公募牌照相关政策

日期	部门	政策	重点内容
2022 年 4 月	证监会	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	积极推进商业银行、保险机构、证券公司等优质金融机构依法设立基金管理公司
2022 年 5 月	证监会	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》	“一参一控”政策前提下，允许同一集团下证券资管子公司等专业资管机构申请公募牌照

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

相关政策出台后，多家券商公募化部署落地。2022 年 10 月，国泰君安受让华安基金股份申请获批，国泰君安以旗下国君资管的公募牌照+51%股份控股华安基金，成为业内首家以“一控一牌”

敬请参阅报告结尾处免责声明

实现公募化的成功案例；2023年1月，招商证券资管子公司递交公募基金管理人资格的申请，系政策出台后首家申请公募业务资格的资管机构，鉴于招商证券已参股招商基金，控股博时基金，获批后或成为业内首家“一参一控一牌”券商。

### 私募主动管理规模创新高，资管子公司申请热情高涨

2022年作为资管新规施行元年，券商资管私募产品朝着主动管理方向提升。根据基金业协会披露，截至2022年三季度末，证券公司及其子公司集合资产管理计划3.94万亿，规模占比创新高逼近50%，是券商去通道化、拥抱监管的显著成果体现。另一方面，券商大集合存量产品改造放缓，公募牌照成“卡脖子”突破关键。根据Wind数据显示，2022年券商大集合公募化改造产品128只，同比2021年的157只改造产品数量下降18%，参与早期改造的券商资管，因三年改造期满，暂未取得公募牌照，纷纷发布改造产品到期延期公告，头部券商资管寻求公募化突破的愿望强烈。

表3 2022年券商资管子公司获批申请情况

证券公司	资管子公司名称	获批时间/ 申请时间	状态
国金证券	国金证券资产管理有限公司	2022.07	已批复
申万宏源	申万宏源证券资产管理有限公司	2022.11	已批复
万联证券	万联证券资产管理（广东）有限公司	2022.11	已批复
中信证券	中信证券资产管理有限公司	2022.12	已批复
国信证券	/	2022.04	申请中
国联证券	/	2022.04	申请中
华安证券	/	2022.06	申请中
长城证券	/	2022.07	申请中

资料来源：证监会，公司公告，华宝证券研究创新部

受大集合产品改造需求、公募牌照放开利好、资管机构规范化发展影响，券商优先通过申请设立资管子公司形式获取公募业务开展资格。2022年共计4家资管子公司获批，券商资管子公司数量增至25家；另有4家券商递交资管子公司申请，申请队列中的券商资管子公司扩至9家，待审批通过后进一步申请公募牌照，进军公募市场。

### 公募赛道拥挤角逐激烈，转型成功模式难完全复制

2022年券商资管积极从受让基金公司股份得“一参”、设立基金公司图“一控”、申请子公司谋“一牌”三种途径参与公募市场角逐，但是公募基金市场竞争激烈，近五年头部基金公司规模集中度稳定在CR10约为40%，CR20约为60%的格局，相比其他基金公司，券商资管广泛存在行业集中度较高难落脚、管理公募规模较小、基金经理储备不足的问题。根据Wind数据，公募产品规模最小的券商资管子公司旗下产品仅3只，单只规模均不足1亿元，整体来说，券商资管参与公募市场竞争力较弱，产品吸引力不足，公募业务渗透率也有待提高。

东证资管作为持牌券商资管中管理公募产品规模最大的机构，凭借强股东背景+业内最早持牌地位、广泛渠道绑定+丰富产品线布局、合规文化+成功品牌打造等多项优势，享受前瞻布局的红利，挤进公募机构规模排名的三十强，构成券商资管参与公募市场的成功范例，但同时东证资管也面临人员流转率较高等问题，相对头部基金公司仍有提升空间。对于其他11家持牌券商资管机构来说，完全复制东证资管的公募转型模式可能性较小，在券业内部业绩竞争加剧，外部银行理财、保险资管等“公募候选人”蓄势待发的双重压力下，实现公募赛道的弯道超车难度较高。

### 券商资管展望：入局公募漫漫长路第一步，实现差异化关键突破需迎难而上

2022年监管在多项政策文件中强调，要壮大公募基金管理人队伍，鼓励证券公司参与公募市场，实现业务规模化、透明化、规范化，券商资管的入局不管是使证券行业马太效应加剧，还是给公募

市场带来鲑鱼效应，对于投资者而言均是利好消息，未来高压之下会迫使券商资管推出更为丰富多样、迎合需求、稳健合规的产品。

对于券商资管而言，实现公募化虽然是盘活存量集合产品、参与新兴公募产品市场的最优途径，但未来如何利用比较优势实现在一众资管机构中的差异化突破？如何盘活现有产品和客户资源提高运营效率？如何更为全面地参与新兴市场获取增量收益？如何在大财富管理时代下得到更多投资者认可？这些都是券商资管未来提升服务与回归管理初心需要深思的问题。

## 8. 雪球市场发生倒春寒，集中敲入推动产品结构创新发展

在过去十几年中国经济高速增长的背书下，收益可观、兑付刚性的非标产品野蛮生长，拉高了投资者对收益风险比的预期，随着我国转型高质量发展，这种非标产品逐渐失去了生存土壤，资管新规的落地从制度上开启了全面净值化新时代。然而净值化转型也需要投资者理念的再适应，在制度新旧交会、净值化产品难以提供稳定收益背景下，雪球产品通过百分之三十左右的下跌保护和动辄二十以上的年化票息填补了部分时代缺位，成为了净值化转型期的止痛药和润滑剂。

监管部门出于防范风险的目的对雪球产品做了许多限制，但在连续的敲出面前雪球投资热情不减，信托通道的关闭预期反而促使了雪球产品在 2021 年二三季度的集中发行，发行方重规模的考核机制进一步助推，导致雪球夹杂着蓬松脆弱的风尘越滚越大，直到原本顺利的敲出难以重现，2021 年末已经淤积了大量在市场高点上发行的存量产品。悬在敲入与敲出的界限之间，投资者开始冷静下来，重新思考雪球产品的收益与风险。

然而市场并没有给太多思考时间。2022 年初以来，海外方面从美联储追赶式加息到俄乌冲突的地缘政治事件，多番冲击轮流上演；国内一方面新冠疫情集中爆发，另一方面房地产灰犀牛开始浮现，在突然恶化的宏观环境下市场风险偏好收紧，权益资产开始泥沙俱下，尤其是三月上旬与四月下旬的无差别猛烈下跌，让雪球产品敲入从小概率事件成为现实，曾经越滚越大的雪球开始坍塌，散成雪霰给原本立夏将至的市场带来一场“倒春寒”。

俗话说解铃还须系铃人，市场大涨时的冲动冒进将在市场大跌时获得纠偏。2021 年中的慢牛行情支撑了雪球产品的火爆发行，2022 年初快速下跌行情下的集中敲入犹如一剂苦药，降温解表，正本清源，让过热的雪球市场回归理性，从此无论投资者还是发行方都变得更加审慎，投资者借此提高了对雪球产品的认知，发行方开始从市场需求和监管要求角度着手，推动产品的结构创新发展。

雪球产品本质上是向上敲出看涨期权和向下敲入看跌期权的结合，投资者出售期权组合帮助发行方承担尾部风险以获取期权费，从收益结构上来看大概率提前敲出获得一小部分票息，小概率最终敲入承担相应损失或者既不敲入也不敲出获得全部票息。对于传统的雪球平敲结构，敲入敲出价格与票息率均保持不变，这也造成了其收益在一定条件下十分平稳，对应了非标转标过渡中的市场痛点。但是在以平敲雪球为主的市场中一方面产品结构过于简单，投资者承担的尾部风险还是太大，另一方面结构的相似性造成了尾部风险的聚集，2022 年三四月份的这次集中敲入便是最好的例子。

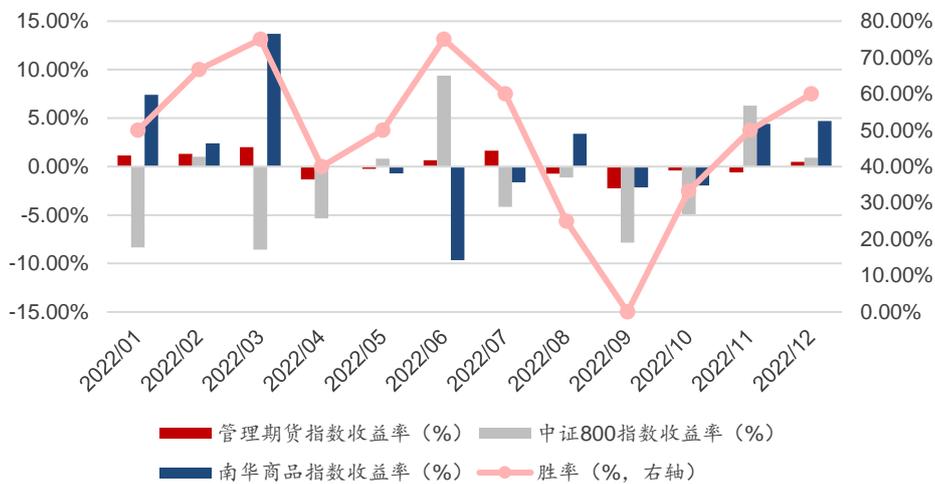
如果说金融的本质是价值的跨时空交换，衍生品就是最灵活的实现手段，对于雪球结构过于简单统一的情况，各种新式产品迅速涌现，如欧式结构只观察最后一期来降低敲入概率，降落伞结构通过降低敲出价格来提高敲出概率，限亏结构设置了敲入情况下的最大亏损，降红利结构降低持有到期的票息以提高提前敲出的票息，救生艇结构可以在敲入后大幅向下重置敲出价格，各类雪球产品形式上五花八门，但本质都是通过对收益结构的腾挪和重组，降低敲入的概率和敲入损失，提高提前敲出的概率和敲出收益，让投资者尽可能拿到稳稳的幸福，丰富的产品结构也使得不同产品敲入可能性错位，在市场层面上雪球产品的敲入成为一个连续事件，有效分散了集中敲入的尾部风险。

如果说产品结构创新对应了雪球市场的自我修复，那么在历经“倒春寒”之后，外部环境同样否极泰来，市场暴跌反弹后波动率处于高位，基差也大幅贴水，为雪球卷土重来提供了有利条件。而且由于经济复苏的强预期，利率上行造成理财赎回的负反馈冲击，打压了雪球的竞争对象——固收+和纯债产品，但是举目四望，弱现实下资产荒并没有得到缓解，雪球产品相比之下仍然十分具有吸引力。于是伴随着市场情绪的修复，带着对雪球产品更加深刻的认知，投资者重新踏入了这条相同也不同的河流。

## 9.CTA 策略与股市共振，“危机 alpha”失效

“危机 alpha”一词最早由 Kathryn M. Kaminski 在 2008 年金融危机后提出，她认为“危机 alpha”是通过利用危机下出现的可持续趋势来获得收益。国内的观点认为，“危机 alpha”指的是当股票或债券市场出现危机时，大量资本将流入商品、外汇等其他市场，从而形成趋势性行情。CTA 策略主要以捕捉商品期货市场趋势获取收益，当“危机 alpha”出现时，CTA 策略将会获得显著收益。然而回顾 2022 年，权益市场低迷表现下，CTA 策略并没有预想中的创造出较高收益。

图 14 管理期货指数收益率与胜率



资料来源：Wind，私募排排网，华宝证券研究创新部

注：胜率为管理期货指数月度内的周度收益率大于 0 占比

分阶段来看，2022 年全年 A 股市场共经历了两轮下跌，第一轮下跌发生在 2022 年 1 月至 4 月，主要原因是海外美联储预期收紧、俄乌冲突导致能源供应紧缺，大宗商品价格大涨，国内疫情反复导致经济下行，此时“危机 alpha”是有效的，这个阶段在股市下跌时，商品市场大涨，CTA 策略获取了不菲回报，成为同一时期是私募策略中表现最好的策略。第二轮下跌的时间段为 2022 年 7 月至 10 月，受海外经济衰退预期升温、地缘政治关系影响以及国内房地产行业断贷发酵等因素影响，此阶段商品市场分化严重，国际主导型商品价格受能源危机影响进一步上涨，而国内主导型商品由于库存压力增大价格下跌，商品市场整体震荡盘跌，趋势力量不强，导致 CTA 策略普遍表现不佳，“危机 alpha”失效。

那么“危机 alpha”到底是否有效呢？我们认为，从长期统计数据来看，“危机 alpha”是有效的。原因有三：一是 CTA 策略往往会投资部分金融期货，当股票市场下跌时，策略可以捕捉到趋势下跌的信号，此时做空金融期货可以为头寸提供保护；二是考虑到资产配置性价比，当股票市场下跌时，资金配置在股票市场的性价比较低，投资者会偏向于其他性价比更高的市场，而期货市场由于双向交易规则以及杠杆等因素，更易受到投资者青睐，此时资金可能会部分流入商品市场，带动商品价格走出趋势性行情；三是股票、商品作为两类不同资产，驱动价格的逻辑影响因素并不完全相同，尤其是在通胀逻辑上，“通胀无牛市”，但商品天然具有抗通胀属性，当经济进入滞胀期，

敬请参阅报告结尾处免责声明

股票商品的走势分化会十分明显，2022 年上半年俄乌冲突下股商的截然不同表现，本质正是投资者对未来经济陷入滞胀担忧的写照。

然而，“危机 alpha”也并不总是有效的。当股票市场下跌，而商品市场陷入震荡时，此时往往会面临“危机 alpha”的失效。两个市场本质都是对宏观周期的反映，但反映的速率不同，且商品市场的品种属性差异较之股票市场又明显要大，这容易导致两个市场的周期错位，尤其当投资者对经济周期的运行方向预期发生明显改变时，这种错位的概率也随之增加。“危机 alpha”只是一种历史上基于长期股商关系的统计表现，虽然存在一定合理性，但内在的基本面逻辑并不十分扎实，因而这种统计上的“危机 alpha”往往也是脆弱的。

## 10. 互联网金融科技规范化发展，平台经济多元共治大势所趋

2022 年是互联网金融、金融科技与平台经济稳定发展的一年，也是线上破局尝试最多的一年。同时，2022 年也是新冠疫情持续蔓延的第三年，新冠肺炎在不断突变过程中，对世界格局走势产生的影响也随着进入第三年步入到了新的高潮，解封与维持这一抉择，决定了我国经济与民生的命脉，同时也对互联网、金融科技、平台经济未来的发展方向产生着深刻的影响。

伴随着《“十四五”数字经济发展规划》的印发，数字经济的发展步入了又一个新高潮。由于社会环境受到新冠疫情影响，人与人之间的接触有所减少且消费习惯与行为模式在过去的两年中发生了翻天覆地的变化。线上消费与线上办公需求高涨，先后涌现了一批以企业云为基础的远程办公系统，如：腾讯云会议、阿里云会议、华为云会议等能够提供线上办公需要的线上平台；一批以线上商超和线下前置仓为基础的生活物资采购平台，如：叮咚买菜、盒马、智慧购等能够提供送货上门服务的线上平台；以及一批依托过往平台存量客户基数，结合上述全要素在内的一体化生活服务平台，如：饿了么、美团、京东商城等多元化服务线上平台。各式平台之间并未实现互联互通，部分平台间存在的竞业关系甚至导致出现支付隔离与技术屏蔽的现象，这一生态环境的衍化与变革无疑也深刻地影响了金融科技与平台经济未来的发展方向，也带来了一定程度上的监管困境。如何界定监管边界防范垄断与资本无序扩张，是在 2023 年，乃至后五年都需要去考量的关键问题。

2022 年我国又一次录得人民币国际结算份额的新高纪录，当年全球人民币结算份额占比录得 3.2%，而 2021 年这一数字为 2.7%，虽然目前欧美对于世界货币结算体系仍占据主导权，但是逐步脱离试点并开始普及的数字人民币也将为国内外的结算支付体系带来新的变局。从特性上来看，数字人民币所特有的离线支付结算系统与跨平台跨银行账户迁移功能能够有效地解决支付隔离与兼容性屏障这一在平台经济发展中的融合障碍，而在展开普及后，金融科技的发展方向也将逐步走向以数字人民币为根基的大趋势大环境中。

综上所述，我们认为“分歧与融合”这一词汇，也是对互联网金融、金融科技和平台经济在 2022 年发展过程中最贴切的形容。

### 政策支持与疫情扰动交相呼应，金融科技携平台经济逆境翻身

2022 年的金融科技与平台经济发展又一关键要素就在于上半年陆续发布的多项政策支持。2022 年 1 月，央行发布了《金融科技发展规划（2022-2025）》围绕数据治理、数字基础设施建设、场景应用、金融智慧服务等多个项目，对金融科技未来的发展做出了规划。同月，国务院颁布的《“十四五”数字经济发展规划》规划围绕不同数字化领域如何进一步建设与完善进行了指导，并对未来三年如何推进我国数字经济健康发展做出了重要路径规划。

表 4 2022 年金融科技与平台经济发展相关政策一览

日期	部门	政策	重点内容
2022 年 1 月	央行	《金融科技发展规划（2022-2025）》	规划明确了金融数字化转型总体思路和发展目标，提出要强化金融科技审慎监管。并围绕八个方面：1、健全金融科技治理体系 2、充分释放数据要素潜能 3、打造新型数字基础设施 4、深化关键核心技术应用 5、激活数字化经营新动能 6、加快金融服务智慧再造 7、加强金融科技审慎监管 8、夯实可持续化发展基础。展开了详尽解释与部署。
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等。
2022 年 2 月	市场监管总局、一行两会	《金融标准化“十四五”发展规划》	到 2025 年，与现代金融体系相适应的标准体系基本建成，金融标准化的经济效益、社会效益、质量效益和生态效益充分显现，标准化支撑金融业高质量发展的地位和作用更加凸显。
2022 年 5 月	证监会	《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	主要包括做市商准入条件与程序、内部管控、风险监测监控、监管执法等方面，符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格。
2022 年 11 月	一行两会	《个人养老金实施办法》	个人养老金缴费完全由参加人个人承担，每年缴纳个人养老金额度上限为 12000 元。缴纳金额可用于自主选择购买符合规定的任意储蓄存款、理财、商业养老保险、公募基金等金融产品。
2022 年 12 月	国家卫健委	《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》	综合考虑病毒特点、疫情形势、疫苗接种、医疗资源准备和防控经验等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。标志着我国新型冠状病毒感染疫情防控面临新形势新任务，防控工作进入新阶段。

资料来源：证监会，银保监会，国务院，华宝证券研究创新部

总体来说，上半年的政策导向对于数字经济的扶植力度有明显的提升，数字经济本身也在 2022 年 3 月末至 6 月初沪上疫情期间发挥了重要作用，线上远程办公的应用以及感染数据的大数据统计等功能得到了时事的印证，同时在技术支持下，在这一困难时期沪上金融机构的正常运转并未受到显著影响，部分券商借机上线的远程业务办理功能在减少线下手续办理的同时，也收获了不少投资者的好评，另一方面也为后续进行线上线下金融业务的监管调整提供了有效的数据支持。

### 放开与封闭的二元对立，意见领袖发表观点的革新与需求变局

步入 2022 年后半年，随着疫情状况的不断衍化、多点频发、放管结合实操困难等问题在全国各地陆续发生，上半年平台经济在疫情高潮下所积累的成果在这一阶段也受到了前所未有的挑战。地区之间由于病例数量存在差异而对跨省、跨市运输问题的解读存在分歧，从而导致了物流系统整体

运转效率降低，有不法分子借机哄抬物价，并通过互联网平台将虚假信息进行广泛传播。相关现象虽然能够很快得到管控，但仍难以从发生源头解决问题。而这一信息变化也很快蔓延至金融领域，被嫁接为部分上市企业，行业的市场小道消息，并在其后被监管定义为“小作文”行为。

“小作文”作为科技发展时代的产物，其背后蕴含着的是当前多元化文化发展趋势下的个别议题间的“二元对立”理论。以互联网作为媒介工具，消息的传播与扩散相比于过去更快且更加难以管控，且在信息爆炸的影响下，对于问题的论证手段也从事实论据拓展成为传播链与猜疑链的“结构化信息网络产物”，叠加当下 AI 智能技术的飞速迭代与有效监管手段的暂时缺失，后续对于相关领域的监管将更加困难，而“组合链”本身因为意见领袖之间的观点对立使得市场中有声音的权威机构，专家的公信力下降，并让“专家”这一在过去代表经验与正确的褒义称呼，有逐步成为带有贬义与讽刺意味的趋势，进而对政策与监管的公信力产生影响。

因此未来的平台经济与金融科技发展势必要对信息传播链进行整合，拆分与管理，平台经济发展也在 2022 年下半年之时迎来了革新所带来的阵痛，这一趋势也将在 2023 年得到延续，部分“互联网大厂”出现的裁员潮也在印证这一互联网变局在开始初期所带来的影响。

### 规范化发展乃大势所趋，多元共治平台经济走向新舞台

展望 2023 年，平台经济与金融科技如何更为规范化地发展将是这一行业领域在未来的新旋律。在 2023 年初，迎接春运，我国对于新冠疫情的管理下调至“乙类乙管”，对于出行与出境的控制完全放开，物流系统基本恢复，进出口贸易在 2022 年末也迎来“小高峰”，社会各界都在期盼着能够回归疫情前的生产经营模式。而金融科技与平台经济在这疫情的三年中所发挥的作用，以及顺应社会发展所变换的科技发展方向展现出了行业韧性，以城市为单位建设的大数据管理中心也将在未来的规范化线上线下平台经济发展中起到至关重要的作用，由多元化消费需求所催生出的复合平台也将在 2023 年迎来崭新的复苏机遇。

## 二、2022 年财富与资管行业背景

### 1.全面净值化元年，行业生态悄然改变

2022 年，资管新规正式实施，资管产品开启全面净值化元年。由于全球宏观环境发生了巨大变化，无论是美联储加息提速、俄乌冲突还是国内新冠疫情扰动，都大大加剧了资本市场的波动，市场各类参与者在走出投资“舒适区”后，直接被裹挟进了一段“强烈阵痛”期。机构和投资者都被动的加快了对全面净值化以及宏观环境变化的认知与适应。

#### 1.1.宏观环境变化剧烈，资产回报率下降，波动率上升

全球视角下，当下核心的变化是自 2008 年金融危机之后的低利率环境的退出，未来 1-2 年内，美联储货币政策利率大概率将维持在高于“中性目标”的水平，欧央行也在快速加息对抗居高不下的通胀，日本央行也在逐步寻求退出超宽松政策，转向货币政策正常化道路。过去十多年中推动资产价格持续上涨的有利因素已发生转变。

国内方面，随着我国经济体量增大、新旧动能持续转换、经济增速放缓，经济发展的模式也在转变，对应着整体投资收益率的下滑以及新旧领域投资收益的分化。

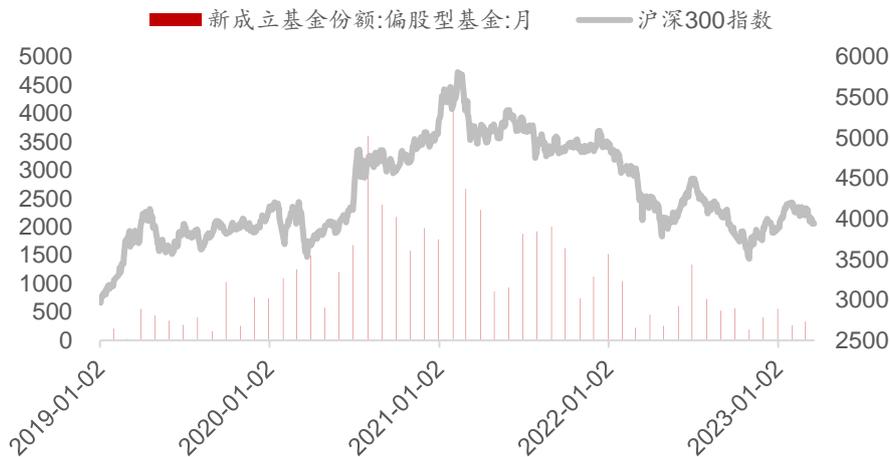
2022 年，国内外超预期事件频发，加剧了各类资产的波动，而投资者及投资机构的行为又充当了资产价格波动的放大器。由于大量资管机构对于债券类资产的风险识别和定价水平严重不足，或以博弈思路寻求超额收益，机构的同质化策略造成资金对于风险偏低资产的过度集聚，一方面加剧了博弈压力，另一方面也形成了流动性压力，造成产品流动性边际上的微小变化，就能引发资产价格的剧烈震动。剧烈的波动又进而引发投资者风险偏好降低，并形成了羊群效应，导致“赎回-踩踏”的负反馈。

#### 1.2.2022 年资管行业的典型性特征

##### 1.2.1.机构产品发行、销售节奏和市场表现错位，债券策略同质化

过去两年权益市场产品的发行、销售以及投资者的购买行为与市场赚钱效应错位，在沪深 300 指数位于高位时发行了大量偏股型基金，但在低位时则相反，放大了资产价格波动及“追涨杀跌”特征。

图 15 偏股型新成立基金份额的“追涨杀跌”



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

一方面，产品发行和销售往往依赖于先看到赚钱效应，容易造成在股市上涨时发行节奏的滞后、同质化产品聚集发行的情况，助推资产价格波动上升，弱化了投资的赚钱效应。

另一方面，还与产品的审批和发行效率有一定关联，基金产品发行在监管审批环节上周期较长，银行理财产品发行在内部风控及层层上报的环节中效率也有待提升，导致产品发行节奏很难踏在合适的时机上，错位的情况更加突出。在市场脱离单边上涨行情后，节奏的错位可能意味着产品的发行和销售时机已经处在上涨行情的末端，会进一步弱化投资者的赚钱效应，强化“追涨杀跌”特征。

2022 年债市配置过于拥挤的现象也显著加大了极致行情下的资产价格波动，引发了剧烈调整。宏观环境的风险上升和复杂多变令投资者风险偏好持续降低，在股市表现较弱、银行间流动性充裕的情况下，市场资金纷纷涌向债市。资产荒背景下，债券市场也呈现出较为明显的策略趋同现象，导致过度的加杠杆和信用下沉。当 2022 年 11 月宏观基本面发生转变、导致股债反转时，过度聚集的资金从债市出逃，引发剧烈波动。虽然债市下跌前，监管层已经释放了一些纠偏信号，但并未引起市场的充分重视。

这或许与机构过度重视相对考核，对回撤和风险管理重视程度不足有关。相对考核机制下，机构在牛市中为避免业绩和规模排名落后，不得不“赚最后一个铜板”，即使监管层发出警示信号也不愿意提前离场，机构未能有效平衡相对业绩和风险管理的行为，加剧了债市在极端行情下的波动。此外，巨大的波动令投资者被动加深了对相应产品的真实风险的了解，也让机构不得不重视当前的投资者适当性偏差问题。

### 1.2.2.基金销售格局显著变化，移动互联网流量迁移与非银发力

公募基金销售格局在近两年发生了较为显著的变化，非银的专业化优势和独立基金销售平台的流量优势凸显，逐步侵蚀银行的市场份额，而各类型内部不同公司的表现也体现出较大的差异，部分机构的保有规模变化或主要源于其更专业的销售策略、投资者行为引导或渠道优势。

2021 年 1 季度以来，基金业协会每季度公布基金销售机构公募基金销售保有规模数据，根据 2021 年 3 月到 2022 年底的数据来看，公募行业保持较快的增长势头。非货币公募规模增量近 1.5 万亿元，权益类公募规模也在 A 股行情表现不佳的环境下逆势增长超 2000 亿元。

表 5 各类机构非货币公募基金保有规模变化

	2022年12月规模	2022年12月占比	2021年3月规模	2021年3月占比	期间变化率	增量规模
银行	38927	48.6%	37708	57.9%	3.2%	1219
非银 (券商及保险)	15115	18.9%	9718	14.9%	55.5%	5397
独立基金销售平台	26037	32.5%	17722	27.2%	46.9%	8315
合计	80079		65148		22.9%	14931

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

表 6 各类机构股票+混合公募基金保有规模变化

	2022年12月规模	2022年12月占比	2021年3月规模	2021年3月占比	期间变化率	增量规模
银行	28868	51.1%	33183	61.1%	-13.0%	-4315
非银 (券商及保险)	13156	23.3%	8850	16.3%	48.7%	4306
独立基金销售平台	14501	25.6%	12262	22.6%	18.3%	2239
合计	56525		54295		4.1%	2230

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

表 7 各类机构债券类（非货币-权益）公募基金保有规模变化

	2022年12月规模	2022年12月占比	2021年3月规模	2021年3月占比	期间变化率	增量规模
银行	10059	42.7%	4525	41.7%	122.3%	5534
非银 (券商及保险)	1959	8.3%	868	8.0%	125.7%	1091
独立基金销售平台	11536	49.0%	5460	50.3%	111.3%	6076
合计	23554		10853		117.0%	12701

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

从增量结构来看，在权益市场的增量主要来自于券商和独立基金销售平台，银行的保有规模却明显下降。债券市场方面，各类机构的公募基金保有规模均大幅增长，增速大致相同。

从非货币公募基金保有规模变化的结构来看，更突出的是公募基金销售格局显著且快速的变化，银行受到了较大挑战：一是具备流量优势，且更注重对投资者行为引导和纠偏的互联网平台；二是专业优势更加突出的以券商为主的非银机构，二者在不断侵蚀银行公募基金销售的市场份额，在权益类保有规模方面这种市场份额的挤占更加显著。

从各类型机构的内部来看，也存在着较为明显的分化：

国有及股份制大行方面，总保有规模前十的银行中，招商、兴业、平安在总保有量方面呈正增长，其他行均有不同程度下跌，尤其是兴业和平安保持了高速增长，显示出较强的零售渠道优势。权益型保有规模方面，除平安外，其他行保有规模均呈现负增长，其中农行明显采取了更加保守的策略。债券型保有规模方面，除中行、民生外，多数银行总体规模保有量增幅较大，其中兴业、平安、农行、招商无论是规模还是变化率均有大幅增长，显示出其销售重点或更倾向于固收类产品。

表 8 公募基金保有规模前十的国有及股份制大行规模变化情况

机构名称	非货币公募基金保有规模			股票+混合公募基金保有规模			债券（非货币-权益）公募基金保有规模		
	2022年12月	2021年3月	变化率	2022年12月	2021年3月	变化率	2022年12月	2021年3月	变化率
招商银行股份有限公司	7576	7079	7.0%	6204	6711	-7.6%	1372	368	272.8%
中国工商银行股份有限公司	5080	5366	-5.3%	4383	4992	-12.2%	697	374	86.4%
中国银行股份有限公司	4380	4572	-4.2%	2698	3048	-11.5%	1682	1524	10.4%
中国建设银行股份有限公司	3971	4101	-3.2%	3327	3794	-12.3%	644	307	109.8%
兴业银行股份有限公司	2486	1441	72.5%	1215	1380	-12.0%	1271	61	1983.6%
交通银行股份有限公司	2451	2483	-1.3%	2152	2381	-9.6%	299	102	193.1%
中国农业银行股份有限公司	2032	2468	-17.7%	1081	2268	-52.3%	951	200	375.5%
平安银行股份有限公司	1783	1039	71.6%	1002	910	10.1%	781	129	505.4%
中国民生银行股份有限公司	1234	1566	-21.2%	1181	1512	-21.9%	53	54	-1.9%
上海浦东发展银行股份有限公司	1224	1708	-28.3%	1139	1656	-31.2%	85	52	63.5%

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

城农商行方面，总保有规模均呈现较快增长态势，宁波银行的保有规模已经显著领先于其他城农商行，接近国有及股份制大行水平。宁波银行规模增长或体现出其较为突出的专业性优势。权益型保有规模方面，除宁波银行外都呈增长态势，江苏银行、南京银行、上海农商行增幅较大。债券型保有规模方面，宁波银行、上海银行、江苏银行大幅增长，宁波银行无论是规模还是增速均显著高于其他城农商行。

表 9 公募基金保有规模前九的城农商行规模变化情况

机构名称	非货币公募基金保有规模			股票+混合公募基金保有规模			债券（非货币-权益）公募基金保有规模		
	2022年12月	2021年3月	变化率	2022年12月	2021年3月	变化率	2022年12月	2021年3月	变化率
宁波银行股份有限公司	1022	592	72.64%	446	562	-20.64%	576	30	1820.0%
杭州银行股份有限公司	397	306	29.74%	71	40	77.50%	326	266	22.6%
上海银行股份有限公司	370	222	66.67%	293	212	38.21%	77	10	670.0%
江苏银行股份有限公司	363	160	126.88%	336	153	119.61%	27	7	285.7%
北京银行股份有限公司	281	246	14.23%	233	185	25.95%	48	61	-21.3%
南京银行股份有限公司	165	112	47.32%	99	48	106.25%	66	64	3.1%
汇丰银行（中国）有限公司	102	85	20.00%	58	52	11.54%	44	33	33.3%
上海农村商业银行股份有限公司	95	38	150.00%	86	29	196.55%	9	9	0.0%

青岛银行股份有限公司	53	39	35.90%	33	23	43.48%	20	16	25.0%
------------	----	----	--------	----	----	--------	----	----	-------

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

独立基金销售平台方面，互联网平台流量优势显著，而且头部聚集效应较强。独立基金销售平台中，排名前三的蚂蚁、天天、腾安基金，合计占总保有规模的比例达到 73.7%，其背后对应的分别是阿里、“互联网券商”东方财富、腾讯。

表 10 独立基金销售平台公募基金保有量前三名规模变化

机构名称	非货币公募基金保有规模			股票+混合公募基金保有规模		
	2022 年 12 月	2021 年 3 月	规模变化	2022 年 12 月	2021 年 3 月	规模变化
蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	11545	8901	2644	5712	5719	-7
上海天天基金销售有限公司	5845	4324	1521	4657	3750	907
腾安基金销售（深圳）有限公司	1805	1040	765	874	633	241
合计	19195	14265	4930	11243	10102	1141

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

券商方面，除银河、国信证券外，券商非货币公募基金保有规模普遍有较大幅度的增长，总体来看，华泰、中信建投、国君、中金的增速均超过了 100%，头部券商在增长速度上具备更明显的优势，东财这一互联网券商的代表也展示了异常突出的成长性。

表 11 公募基金保有规模靠前及部分头部券商规模变化情况

机构名称	非货币公募基金保有规模			股票+混合公募基金保有规模			债券（非货币-权益）公募基金保有规模		
	2022 年 12 月	2021 年 3 月	变化率	2022 年 12 月	2021 年 3 月	变化率	2022 年 12 月	2021 年 3 月	变化率
中信证券股份有限公司	1733	1315	31.8%	1417	1298	9.2%	316	17	1758.8%
华泰证券股份有限公司	1367	594	130.1%	1226	545	125.0%	141	49	187.8%
广发证券股份有限公司	948	787	20.5%	821	741	10.8%	127	46	176.1%
中信建投证券股份有限公司	807	390	106.9%	723	380	90.3%	84	10	740.0%
招商证券股份有限公司	736	527	39.7%	683	496	37.7%	53	31	71.0%
中国银河证券股份有限公司	595	697	-14.6%	571	361	58.2%	24	336	-92.9%
平安证券股份有限公司	528	405	30.4%	505	378	33.6%	23	27	-14.8%
国泰君安证券股份有限公司	638	287	122.3%	499	271	84.1%	139	16	768.8%
国信证券股份有限公司	511	523	-2.3%	477	515	-7.4%	34	8	325.0%
中国中金财富证券有限公司	445	195	128.21%	356	193	84.46%	89	2	4350.0%
东方财富证券股份有限公司	397	38	944.74%	299	36	730.56%	98	2	4800.0%

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

### 1.2.3 投资者适当性问题亟待正确的衡量和引导

尽管资管新规从 2018 年发布到 2022 年正式落地已经经历了近四年的整改和过渡，近几年机构对投资者教育的重视程度明显提升，投教内容供给更佳丰富，质量提高，但在宏观波动加剧的环境下可以清晰的看到，目前投资者在适当性的正确衡量和引导方面仍然存在一些亟待解决的问题：

(1) 机构为迎合投资者低波动需求，通过估值技术和其他净值处理技术手段让产品波动更加平滑，增加投资者持有体验。

(2) 产品风险等级的降低主要基于估值技术、而非资产本身，扭曲了产品的真实风险收益特征甚至是风险等级，令投资者投资于与其风险偏好并不匹配的产品。

(3) 机构迎合投资者“舒适区”的行为会让投资者对市场上产品的收益、风险特征产生误解，误以为可以在承担低波动、低风险的“舒适”情况下获取目标收益，从而“不想”投资于风险特征相对较高的产品，忽视了对自身“能不能”为了投资目标承担一定波动和风险的思考，进而阻碍投资者发现自己真实风险偏好。

(4) 投资者适应新的宏观错配改善，要从对机构行为规范和投资者教育引导两方面推进，对产品风险收益特征的扭曲进行纠偏，并引导投资者发掘自身的真实风险偏好。许多投资者是可以承担一定风险的，因此要引导投资者从“想不想”承担风险，转向思考“能不能”承担风险。

## 2.机构与个人留恋舒适区，行为偏差持续积累

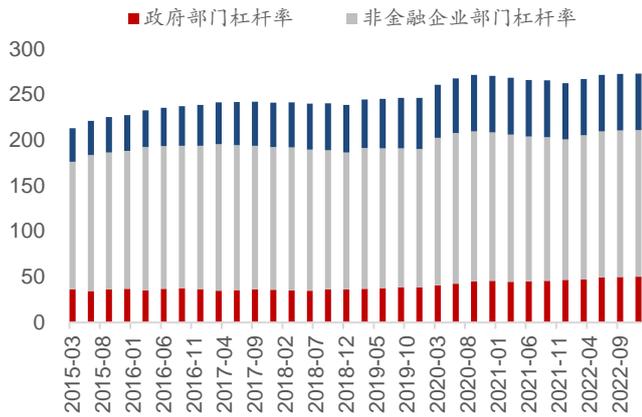
过去较长一段时间里，我国经济处于中高速发展阶段，同时制度上不健全致使监管套利存在，曾有大量的金融产品具备高收益、低风险特征，且存在较广泛的刚性兑付，这使得众多投资者具有在承担有限风险的情况下获得相对稳定回报的历史经验。随着经济增长放缓和监管优化，金融投资的风险收益相关性特征逐渐回归正常。资管新规以来，金融产品的属性整体往标准化、净值化方向转向，但许多投资者追求高收益性、低风险性、高流动性的“不可能三角”的需求依然存在被过度满足的现象，机构在产品的发行、设计、销售等环节，特意迎合投资者“舒适区”的行为，仍然在放大风险和投资者适当性偏差。

### 2.1.监管政策部分调整，留下一定腾挪空间

#### 2.1.1.宏观环境超预期变化，监管政策部分调整

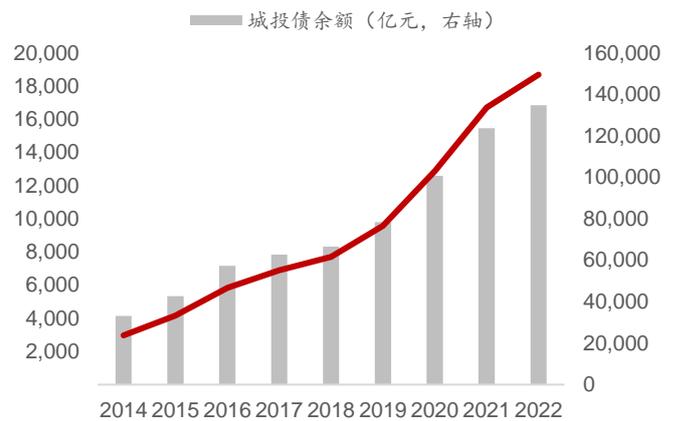
资管新规之后的几年中，宏观环境发生了地缘政治、新冠疫情等超预期变化，金融监管的改革和风险化解进程被迫放缓，甚至还积累了一些新的风险需要处置。为应对疫情影响，政府财政支出大幅增加，导致宏观杠杆率上行，尤其是地方政府风险继续积累，这部分风险目前尚未处置结束；基于应对疫情导致的经济不确定性考虑，在政策节奏和监管要求上，不同细分资管行业有所差异，给产品创设机构留下了一些腾挪空间；此外，居民的投资习惯和历史经验的矫正需要有缓冲的进行，不能过于激进，也是监管调整的重要考虑因素。

图 16 2020 年后我国宏观杠杆率出现跃升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 17 2020 年后我国城投债规模快速上升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基于现实情况考虑，监管的部分调整具有必要性，但部分市场机构基于稳健应对当期风险、市场份额竞争和中短期商业利益驱动下，对部分监管模糊环节或主动、或被动的利用，形成了新的“监管套利”，不仅不利于投资者适当性问题的改善，也造成了新的风险。

### 2.1.2. 市场机构寻找新的舒适区

当前市场上具备高流动性、低风险属性的公募产品主要有货币基金、现金管理类理财产品、短期开放式固定收益类理财产品三种。现金类理财新规过渡期结束，货币基金和现金管理类理财产品在投资范围上基本一致（私募债、PPN 等略有差异），运作管理要求完全一致，套利空间基本消除。

但随着银行理财产品的监管套利空间逐渐消除之后，银行理财产品的竞争力优势弱化、销售压力增加，银行理财公司也在积极探索存在监管套利空间的新的“舒适区”，从而提供具有超额收益空间或者快速赎回优势的产品。如短期开放式固定收益类理财产品，以及快速赎回时间和份额上的“创新”。

部分短期开放式固定收益类理财产品存在利用监管差异的情况，因其不属于现金管理类产品，不受现金管理类产品新规影响，在投资范围、流动性、久期等要求上更宽松，只需满足资管新规 80% 以上资产投资于固定收益类资产的要求，该产品仍可通过保险资管来进行银行协议存款的投资，然后通过保险资管每日开放的形式，实现类现金固收类产品的功能。但是，由于其主要投资于不能每日变现的资产却对产品实行每日开放，导致这类产品实质上会增加期限错配的风险。

现金管理类理财的快速赎回设定，也可能存在一定风险。根据货币基金监管要求和现金管理类理财产品新规的规定，单个投资者在单个销售渠道持有的单只产品单个自然日的快速赎回金额设定不高于 1 万元的上限。新规实施后，银行现金管理类产品不再具备当前在 T+0 快速赎回上的优势，尤其是对于当天股票市场交易资金的承接功能下降。为应对这一变化，部分银行推出了新型理财销售服务，买入服务时等同于同时买入多只现金管理类理财产品或货币基金，卖出服务时则同时卖出多只产品，以此来突破当日快速额度 1 万上限的监管规则。这一运作模式可能存在一定的流动性风险隐患。

## 2.2. 产品销售的“舒适区”与投资者行为偏差积累

资管新规之后，机构的产品销售行为在投资者的引导上，仍有许多需要改进优化的地方。在产品发行、设计、销售、展示及销售业绩考核等方面，通过迎合投资者心理的方式进行“被动引导”，敬请参阅报告结尾处免责声明

把易于销售、对业绩考核更有利的“想要卖给客户的产品”卖给客户，而缺少“主动引导”客户发掘自身的真实风险偏好，并选择相匹配的产品的行为屡见不鲜。这可能会加大投资者的同质化行为，令羊群效应再度被放大。

### 2.2.1.投资者羊群效应的强化

“羊群效应”是指在一个投资群体中，单个投资者总是根据其他同类投资者的行动而采取同质化行动，在购买标的、买卖的时机上进行跟随的现象，也称从众效应。

羊群效应在投资者群体中普遍存在，是一种具备可改善性，但较难消除的行为特征。羊群效应在近几年资产管理行业快速发展的过程中存在一定程度的强化，这一现象与资产管理产品的销售过程有一定的关系。

#### (1) 资管产品页面展示

在对投资者的调研中发现，面对复杂多样的产品信息，投资者在申购的时候，更倾向于选择历史收益率排名靠前的产品，在产品展示页面单独或醒目地展示排名的方式又进一步强化了投资者对于历史收益率排名的依赖，从而强化了羊群效应。在各个阶段推高少数产品规模的同时，也让大量投资者买入了与其投资特点不匹配的产品。

若产品展示页面的信息选择存在较强的引导性，那么如果增加如交易拥挤度、估值分位数等价值引导性指标，则可能对投资者理性行为的回归产生正面影响。

#### (2) 理财经理与投资顾问引导

当前大量销售机构面临销售“好卖的”还是“该卖的”产品的困惑，但在规模考核导向下，最终还是趋同性选择“好卖的”产品。销售难度具备逆周期特征，即牛市中后段的销售难度低而熊市后段的销售难度高，而赚钱效应却相反。造成牛市末段通过理财经理和投顾问向市场引入了更加巨量的资金推高泡沫，熊市末段资金持续离场加剧下跌。在此过程中，投资者往往亏损离场。

此外，“售后压力”导致销售端存在引导客户压低风险偏好的现象。部分理财经理和投资顾问为增加客户持有产品的舒适度体验、减轻所销售和推荐产品波动风险带来的潜在“售后压力”，更倾向于引导客户购买低波动、低风险产品。

增强投资顾问和持续营销能力的难度较高，是引发规模考核下理财经理和投顾问更倾向于销售“好卖”的产品，从而导致行为趋同的根本，对于财富管理投资咨询环节更精准、科学、细化的行为规范，可能能够对缓解羊群效应起到积极的作用。

#### (3) 羊群效应趋同后的监管逆周期干预

近几年资管新规后的资管行业转型中，公募基金是最大的受益行业，居民财富大量通过公募基金进入资本市场，但普通投资者对中短期优秀业绩的追捧引发部分基金规模的快速扩张，基金规模过大后，一方面优质资产不足导致投资资产质量被动降低；另一方面大规模资金的交易行为会显著影响市场价格。此外，这种对价格的影响力无形中形成了特殊的动量因子，成为驱动私募量化策略中动量交易的信号，从而将基金经理的一个交易决策后果成倍放大，而公募、私募的策略行为共振加剧了资产价格泡沫的形成。

相关监管部门在市场行为监测上，进行了一定窗口指导操作，对于特定赛道基金发行限制，对公募基金风格漂移进行限制，对于量化私募整体限制备案节奏，对于可能构成同向共振的场外衍生品进行发行限制，一定程度上进行了逆周期管理，避免了更大的泡沫堆积。

不过，过细的监管可能会存在滞后或力有不逮的问题，“堵不如疏”，从长期来看或许从源头去管理销售行为引发的羊群效应，让投资行为更加个性化、分散化将是更有效的办法。

### 2.2.2. “重首发轻持营”的业绩考核方式推动频繁交易

频繁交易依然普遍存在，缺乏长期稳定的资金也加大了基金的资金流出压力和净值波动风险。而基金的频繁交易强化，与销售环节的部分错误引导也有一定关系。

#### (1) 新基金营销

在银行等主要的代销机构，由于新基金营销活动、托管业务联动等因素，对于新基金的推广力度较大。当客户存量的资产管理规模没有增长时，若要增加新基金的申购，就需要将客户的资金从老产品中腾挪出来，持续高频的腾挪就自然造成了客户资金反复在新老基金中频繁交易。

此外，从费率的角度来看，新发基金的认购费相对固定，而老产品的申购费普遍存在打折情况，这意味着在销售同样规模的产品时，新发基金往往能够给予销售带来更高的佣金回报，因而驱动销售引导投资者频繁从老产品向新产品进行不必要的腾挪。

#### (2) 理财经理销量考核

部分财富管理机构对理财经理的考核仍采用销量考核而非客户持续资产管理规模考核的方式，客户的申购行为能够增加销量，但过去对赎回和卖出缺乏必要的考核约束，因而理财经理可能会选择在财富管理规模没有增加的情况下，让客户赎回已持有的产品而申购新的产品，以此来完成在客户持续资产管理规模不变情况下的销量增长，但这一过程会养成客户频繁申赎的习惯。

尽管目前在相应问题上已经做了规则上的约束，如销售渠道端6个月内赎回不能超过50%，但作为产品的买方，渠道相对基金更加强势，对渠道端的约束往往会被转化成基金机构的压力。

#### (3) AUM 考核的销量化

尽管一部分销售渠道已经开始了 AUM 考核，但是由于持营能力不足，无法在老产品的推介和客户留存上做出有效的推动，造成想提升 AUM 仍要靠销售的现象，使得 AUM 考核的内核价值大幅削弱。

出于便于赎回的考虑，理财经理和投资者也更加倾向于投资短期化，在投资的侧重点上更关注灵活便利，而非长期稳定。对投资者来说，基金的高频交易在损失交易费用的同时，还无法稳定地将资金投资于真正适合自己的绩优产品中；对于产品管理人来说，产品规模稳定性不高则提升产品管理的难度，增加流动性风险。

### 2.2.3. 业绩比较基准展示继续迎合投资者舒适区，放大行为偏差

业绩比较基准问题，近年来监管部门在不断关注，尽力减少业绩比较基准被过度使用，但在实质运作过程中，一些核心问题仍存在。

目前在业绩比较基准设定上，不同类型资管产品存在较大差异，公募基金绝大多数产品采用相对业绩基准的模式，如“50%沪深300指数+50%中债总财富指数”，银行理财大多数采用“4%”“3—3.5%”等数值或者数值区间的模式，基金专户、券商资管、信托可能采用多种方式。成熟市场中，公募产品采用绝对数值作为业绩比较基准的较少，美国的共同基金大多数采用相对业绩基准，少数特定策略产品采用绝对业绩基准，对绝对业绩基准的设置提出了充分的条件。

2022年作为资管新规过渡期结束后第一年，上半年在疫情影响下，阶段性非常友好的货币环境，推动了债券市场大幅上涨，信用利差收窄到历史低位，既有基本面的原因，也有资管机构拥挤交易的原因。依赖于债券类资产的资本利得，构成了固定收益产品的业绩基准达成和超额业绩报酬提取，

单边牛市中业绩基准高达成率，强化了产品的吸引力，从结果看，2022年上半年银行理财出现了两位数的规模增加。

我们认为，绝对数字的业绩比较基准，能够迎合人性的舒适区，但会放大认知和行为偏差，进而放大羊群效应。

目前，国内各监管机构都要求，必须充分说明业绩比较基准的理由，也对银行理财产品展示数值型业绩比较基准做了约束，但是在实际操作中，仍然存在投资者诱导，业绩基准设定原理无论是阅读门槛还是呈现形式上，触达投资者效率都非常低。形式上合规，实际运作中效果不足。

与银行理财投资者过度在意数值型业绩比较基准不同，公募基金持有人对相对业绩比较基准的关注度很低。历史上，公募基金也曾推出部分绝对业绩比较基准的产品试点，但整体总量有限，客户对业绩基准也没有刚兑预期。主因投资者过度重视中短期排名，销售端中短期排名的激励效果非常显著，导致部分公募基金经理也更加重视相对排名，对于相对指标的业绩比较基准也比较忽视。

过度重视中短期排名，忽视业绩比较基准，容易导致基金策略漂移，加大产品的波动，偏离投资者配置初衷，也会加重投资者的认知偏差。

#### 2.2.4. “报价式”运作模式的路径依赖及“固收产品”的表述误导

针对于非公募基金的资管产品，广义固定收益产品的业绩基准，尽管监管机构不断从严，实质上仍然更多隐含了“报价型产品”的历史遗留概念。

资管新规“固定收益产品”的表述本身，在客户认知上，也有一定的误导作用。从英文直译过来，本义是投资于固定生息资产构成的产品，与中文表面意义不完全匹配。“固定收益”表述，同时出现“数值型业绩比较基准”以及“报价式”运作模式，这个场景在其他市场是非常罕见的。

历史上，大资管转型的要求中，产品对客户展示的报价形式，从承诺收益到预期收益到业绩基准，在理财、信托、部分券商资管产品财富管理生命周期中，各类主体对于“报价型产品”的历史路径依赖仍然非常强烈。

这种路径依赖反应在商业竞争中，就形成了困境博弈，如果某个参与者拒绝采用“绝对数值型”的设置，采用“报价型”销售，那么在产品准入、产品销售环节会脱离销售机构与客户的舒适区，被市场淘汰。

在大资管转型初期，部分机构非常领先推出了更符合市场长期发展规律的产品线，但在销售导向、投资者教育的改善取得一定成效之前，率先走出迎合销售与客户“舒适区”产品的最终商业效果并不理想。

### 3. 投资者行为纠偏，行业健康化的必经之路

新形势下，资管市场需要更加注重和加快投资者纠偏。随着经济的增速放缓、全球不确定性增多导致市场波动性显著上升，中国投资者倾向的“低风险、高收益、高流动性”的投资不可能三角已无法满足。

要意识到通过估值技术的应用和寻找监管套利空间等方式提供迎合客户舒适区的产品的改善路径可能存在“死胡同”，因其扭曲投资者对产品真实风险认知，以及放大期限错配、流动性风险的特征，监管套利空间难以长期存在。

注重“好卖的”产品销售本身也是在放大市场的羊群效应和市场波动，且很有可能与客户的投资目标、风险偏好并不匹配，不仅加重了适当性错配问题，也扭曲了投资者认知，阻碍了投资者行为的引导和纠偏。

对投资者纠偏既需要注重对投资者的教育和引导，更要重视机构行为的规范和引导，从销售“好卖的”产品转向销售适合客户的“好产品”。从目前的市场特征来看，投资者的行为纠偏需要着重关注四个相辅相成的方向：信息纠偏、认知纠偏、风险偏好纠偏和行为纠偏。

### 3.1.信息纠偏

机构在产品的发行、设计、业绩展示、业绩比较方式等信息的展示要更加全面客观，而非有选择性和诱导性的展示，以避免过度迎合客户舒适区、放大客户行为偏差。

目前在产品发行、销售等环节依然存在对投资者的“诱导”行为导致的信息偏差，放大了投资者适当性的错配问题，既积累了个体风险，也放大了整体的波动风险，而且在风险暴露时，也会降低投资者对销售机构的信任度，长期视角对业务开展产生不利影响。

信息纠偏将有助于降低市场羊群效应，减轻羊群效应对市场波动的放大效果，也降低投资者“追涨杀跌”的风险。而这类纠偏的推动力或将主要来自于监管的约束和引导，因为主动脱离迎合客户舒适区的行为，往往会遭遇“劣币驱逐良币”的困境。

### 3.2.认知纠偏

从债市波动、理财破解后投资者对于“理财也会亏损”的疑问来看，投资者、甚至部分理财经理和投顾对于各类产品的真实风险认知不足，尤其是对于底层资产的风险特征认识不足。

一方面，要真实呈现产品底层资产的风险特征，让产品风险收益特征更加标准化、真实化，在产品介绍、销售环节做好充分的解释说明，不流于形式、不做淡化风险的暗示；另一方面，在日常投资者教育中做好各大类资产的风险收益特征的揭示和比较，让投资者对各产品的风险认知上有更清晰的分层。

让投资者更准确认知产品的真实风险收益特征，有助于避免投资者选择与自身投资偏好并不匹配的产品，也能够降低在波动风险出现时，由于不了解产品真实风险的投资者产生恐慌进而引发的“赎回-踩踏”风险。

### 3.3.风险偏好纠偏

过去，由于机构存在持续的迎合客户舒适区的行为，导致投资者的真实风险偏好可能存在扭曲，即让投资者适应“舒适区”，误以为可以在低波动、低风险的基础上获得相对较高收益，导致不想承担更高的风险。但实际情况中，部分投资者的投资目的并非获取低收益，而是获取相对更高收益，并可以承担一定的风险。

机构销售需要引导客户发掘自身真实投资收益目标，以及是否能够承担相应的风险，从“想不想”到“能不能”转变，发掘客户真实风险承受能力，也有助于减轻理财经理和投资顾问销售带有一定风险特征产品的“售后压力”，为客户提供更匹配其投资目标的“好产品”。

### 3.4.行为纠偏

当前投资行为中仍然较为普遍的存在“追涨杀跌”和羊群效应，这一方面与投资者心理以及销售端对“好卖的”产品的销售引导有关；另一方面也与投资者、理财经理和投资顾问的专业能力有一定关联，部分机构在这方面或已经取得了成效，如上文中国波银行在近两年公募基金权益和债券销售策略上就展现出了专业性优势。

对投资者的行为纠偏需要建立在上述三类纠偏取得一定效果的基础上，让产品发行、销售机构不再过度迎合投资者“舒适区”，避免“劣币驱逐良币”困境，才能推动投资行为纠偏的效率提升。

要优化和改善销售端由于业绩考核、新发基金佣金优势等因素导致的“重首发轻持营”问题、以及推动客户进行不必要的频繁交易现象。

并通过持续的投资者宣传教育，纠正投资者在过去经济较快增长阶段形成的“低风险、高收益、高流动性”历史经验偏差；在投资者风险偏好从“想不想”到“能不能”转变之后，通过提高理财经理、投顾的专业能力，向投资者传递更专业的配置策略建议，不盲目跟随市场，敢于在合适的时间传递与市场节奏错位的投资建议，从长期来更有助于增加投资者的投资体验、利于机构的客户维护和业务开展，也有助于减轻羊群效应对市场波动的放大效果。

### 三、2022 年金融产品生态变迁

2021 年 12 月 31 日，当冬日的最后一抹阳光消散在西边的天际时，资管新规最后的过渡期也戛然而止。这是一个平凡的日子，但对于中国的金融市场来说，却是个意义重大的时点，“刚性兑付”、“期限错配”这些代表着金融“过去时态”的词汇，彻底在中国的金融历史上划上了终止符。

#### 1.2022 年，中国金融产品市场迎来“乱纪元”

当我们满怀信心地期待着，非标转标后资金流向变化所带来的巨大变革可以给我们带来温暖而稳定的“恒纪元”时，2022 年的金融市场却窜入了酷热和严寒交织的“乱纪元”。在地缘冲突、疫情防控、地产低迷等多重事件影响下，资本市场相关产品整体表现不佳，纳入统计的 3127 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 48.55%，中位数-18.44%，最小值-49.88%，券商资管和保险公司的投连险产品也不遑多让，普遍陷入了净值的深度回撤。受到资本市场大幅波动的影响，完成净值化改造的银行理财在 2022 年也迎来了两波“破净”浪潮，在投资者眼中最“稳健”的银行理财都出现亏损，一度冲上了互联网的热点。在房地产和地方政府平台的双重压力下，信托产品更是陷入延期和问题项目处置的困境中。

在这些趋势的合力下，我们在 2022 年见证了另一项“神迹”，中国的金融产品市场出现了“回流存款”的现象，那个曾经困扰银行基层工作者的存款问题，如今却在没有施加任何外力的情况下高速增长。如果用一个词给 2022 年的金融产品市场进行定义的话，“颠覆”可能是再合适不过了。金融产品市场对中国金融旧动能的消化还远远不够，监管层面的过渡期虽然结束，但金融产品市场的过渡期才刚刚开始。

#### 2.先破再立，2022 年的金融产品变革背后是清晰的金融顶层再建构

古语有云“不破不立”，旧动能有多强，它被打破时所带来的颠覆性效应就会有多大。但如果我们可以跳出净值的涨跌抑或是某一个金融子行业的喜怒哀乐，去深度观察 2022 年的金融产品市场，我们会发现压抑的净值表现背后并非是一潭死水，有更多新的力量正在默默积蓄，在重建中的金融产品市场构建着属于未来的新框架。

我们按照时间线索来看看 2022 年监管机构的重要动作：

2022 年 4 月 26 日，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（以下简称《意见》），《意见》在四个方面鼓励产品创新发展：一是发展权益类资产配置，强调指数型 ETF 产品发展；二是要求稳步推进金融衍生品投资；三是加大中低波动型产品开发创设力度；四是推进养老投资产品、公募 REITs、管理人合理让利型等产品创新发展。除了为投资者提供优质产品、创造长期价值外，还应将中长期投资业绩等以客户为中心的指标纳入考核，倡导投资者与基金经理利益绑定。站在金融生态的角度去看，这个《意见》的发布，不仅对于公募基金产品创设和内生逻辑提出了更高的要求，更是对于如何营造基金公司和基金投资者长期共赢的生态提出了自己的重要意见，一个行业的发展离不开投资者的支持，让投资者实现长期的、稳健的、多元化的收益，才是基金行业行稳致远的关键。

2022 年 7 月 18 日，证监会批准中国金融期货交易所开展中证 1000 股指期货和期权交易。一方面产品为投资者投资小市值公司提供了风控措施，较大程度上缓解来自股票市场流动性压力，有助于平抑市场的剧烈波动，有利于国内资本市场长期健康有序发展，属于顶层制度补完的应有之义。另一方面，期货和期权品类的丰富，为新金融产品的创设提供了充足的基础物料，进而多元化

中国金融市场的产品体系，为投资者提供了更多有价值的选择。2022年9月19日，中证500ETF期权的上市仪式也在上交所举行，期权产品体系进一步丰富。从金融产品的角度去审视这些来自衍生品的变化，底层基础的极大完善必将推动金融产品的创设在2023年迎来新的增长。

2022年11月4日，五部门联合出台关于个人养老金四项政策文件，证监会也于同日发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，明确了个人养老金参与公募基金的制度安排，这一系列举措标志着国内商业化个人养老金正式落地。在挑剔的媒体眼中，每年12000元的上限额度是杯水车薪，但从银行端和投资者的热烈反馈看，以税收减免的方式推动商业化个人养老金的路线获得了来自普通投资者的欢迎。受此影响，公募基金的养老FOF和其他养老类金融产品，将会获得更多的资金流入。这也是中国资本市场步入机构引领的一个新开始，商业化个人养老金等路径起到“聚沙成塔”的效果，汇聚居民长期资金进入资本市场，起到市场压舱石的积极作用，从长期改善资本市场上机构和散户之间的力量对比。以美国的经验为鉴，伴随IRA和401K资产规模的不断壮大，资本市场的面貌也为一之新，具备了更强的长期投资价值。

2022年12月30日，银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称《通知》），旨在厘清各类信托业务边界和服务内涵，引导信托公司以规范方式发挥信托制度优势，巩固治理成果，丰富信托本源业务供给。信托的新“三分类”既是对非标时代的告别，也开启了信托回归受托服务等本源业务上的新篇章，它的出现更是信托对于非标的禁断，大金融产品体系下的规则再度重申，银行、证券、保险、基金、信托和期货等金融子行业，在可见的未来将会各司其职，金融监管的套利将会被彻底根除，而不同金融产品在功能性上的差异化也会愈发明显。

在过去的2022年，金融监管致力于从顶层设计的角度去完善现有的体系，如果说非标年代下的监管聚焦在局部修正，而2022年的监管政策则呈现了非常明显的建构性。金融产品的制度变革是果，金融体系变革才是因，只有了解金融变革的路线图，才能看清未来金融产品的演进路径。2023年3月7日，根据国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案，组建国家金融监督管理总局，则将金融变革的全貌演绎得淋漓尽致，国家金融监督管理总局作为国务院直属机构，统一负责除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为。可以预见的是：1、金融产品在监管侧的规则对齐将会进一步强化；2、金融空转、金融套利的机会越来越少；3、金融产品全面步入净值化时代，产品波动是常态，资产配置的价值愈加凸显；4、金融服务实体的顶层意志不可动摇，金融对于实体的支持力度也会不断强化。

## 3.2022年金融产品分行业点评

### 3.1. 银行理财

在资产新规过渡期的这几年中，保本型理财产品规模不断压降，净值型理财产品占比逐步提升，从资管新规发布时的5%左右提升到了90%以上。但同样应该看到，在全球风险事件明显增多的2022年，理财市场同样受到大幅冲击，理财产品净值出现剧烈波动。理财行业在有着发展空间和机遇的同时，也面临着较大的考验，理财产品的转型依然任重道远。

2022年，由于资产市场波动较多，导致理财产品净值走势整体偏弱，理财市场规模有所降低。银行理财登记托管中心数据显示，2022年非保本理财存续余额27.65万亿元，同比下降4.66%。产品发行的情况也不及2021年，2022年累计新发理财产品2.94万只，同比减少1.82万只，累计募集资金89.62万亿元，同比减少26.7%。

### 3.2. 公募基金

受到境内外多重因素影响，2022 年公募基金新发遇冷，年内新发份额共 14974.08 亿份，同比大幅降低 49.81%。其中主动股票型基金和固收多策略型基金新发分别 2239.51 亿份、1445.16 亿份，同比分别降低 82.61%、74.01%；与之相对应的是，主动纯债型基金和债券指数型基金新发 6373.15 亿份、2790.91 亿份，同比增加 22.98%、131.66%，成为了低迷市场中的亮点。截止 2022 年 12 月 31 日，公募基金管理规模达到 25.75 亿元，同比上升 1.18%，行业规模增速明显放缓。其中，非货币型基金 15.30 亿元，同比降低 4.41%；货币型基金 10.45 亿元，同比增加 10.64%。

值得关注的是 2022 年 4 月 25 日起，同业存单指数基金开始发行第二批，4 月 26 日，招商同业存单指数 7 天持有基金提前结束募集，不到两日募集超 100 亿元，基金市场再度出现了久违的百亿级基金。同业存单指数基金作为被动指数型债券基金，主要跟踪中证同业存单 AAA 指数，收益风险介于短债基金和货币基金之间。产品最大回撤及夏普比率表现优异，流动性好、低风险、0 申赎费用的优势和特点，在货币基金受到监管政策影响导致收益率显著下行的背景下，叠加现金理财的过渡期即将结束、整改压力加大，同业存单指数基金的配置价值进一步凸显。

### 3.3. 保险资管

2022 年，对于保险资管的制度建设，首先偿二代二期工程正式施行，接着《保险资产管理公司管理规定》（以下简称为保险资管新规）出台，规范了保险资管公司的运作，将其从保险公司和保险资金运用的监管规则体系中彻底剥离出来，从此拥有了相对独立、成体系的监管制度，解除了此前存在的诸多发展束缚。除了自身的变革，2022 年外部市场的变化也给保险资管带来了积极的变化。个人养老金制度的正式出台，为资本市场带来了较为可观的长期稳定的增量资金。符合规定的养老保险产品将被纳入个人养老金投资范畴，作为保险资金核心管理人的保险资管有望迎来新发展。

2022 年保险行业原保费收入为 4.70 万亿元，同比增加 4.58%，增速由负转正。2022 年保险资产管理机构注册债权投资计划、股权投资计划和保险私募基金 529 只，合计注册规模 10507.21 亿元，数量和规模分别同比减少 5.37%和 6.78%。

### 3.4. 私募基金

受到多重因素影响，2022 年权益市场表现低迷，商品市场自 2022 年 5 月以后陷入长期的震荡行情，各类策略收益表现不佳，投资者对于将资金投入高风险资产相对谨慎，导致 2022 年私募基金管理人发展速度有所放缓。

从数据侧看，截至 2022 年 12 月底，中国证券投资基金业协会新增私募证券投资基金管理人 560 家，较 2021 年同期增加 1.04%；已登记私募证券投资基金管理人 9023 家，2021 年同期为 9069 家，减少了 0.51%；新增私募证券基金 27887 只，较 2021 年同期 31596 减少了 11.74%；存续已备案私募证券基金 92064 只，较去年同期 76818 增加 19.85%；已清盘私募证券基金 9291 只，较去年同期 8784 增加 5.77%；规模上新增私募证券基金 2399 亿元，较 2021 年同期 7852.41 亿元减少 69.44%；已备案私募证券基金 55622.85 亿元，较 2021 年同期 63090.36 亿元减少了 11.84%。从数据上看，私募证券投资基金管理人数量维持了过去几年小幅增长的态势，管理产品数量继续上升但增速有所回归，而产品规模有所下降，平均每个管理人管理 10.2 只产品，平均管理规模 6.16 亿元，均较上年有所下滑。

### 3.5. 券商资管

2022 年券商私募资管规模持续压降，去通道化回归资产管理初心的效果显著，券商主动管理规模创新高；另一方面，“一参一控一牌”政策正式落地，公募业务牌照放开，鼓励券商资管子公司等一众资管机构参与公募市场竞争，券商申请子公司热情高涨。但是受资本市场波动叠加债市调整的影响，新发产品数量和规模下降，存量大集合产品改造迎瓶颈期，券商资管规模化收入减少，根据中证协披露，2022 年前三季度，140 家证券公司合计实现资产管理业务净收入 201.95 亿元，同比下降 8.05%，占行业营业收入比例为 6.64%。为了突破困境，券商在产品端丰富 FOF、REITs 条线布局，渠道端加强拓展机构资源的抱团合作，人才端引进投研和公募业务团队。

### 3.6. 信托

在 2022 年初全国信托工作会议上，中国银保监会副主席肖远企在年会上明确提出，为推动信托业顺利转型发展，当前要做好“进行科学的信托业务分类、研究推行信托公司分类监管”这两方面工作。其中，信托业务分类改革的落实贯穿了整个 2022 年，新的信托分类不仅是对“资管新规”文件精神 的落实，更是对信托业务转型方向和监管思路的再次确认，对信托公司业务开展新一轮转型具有重要的指导性意义。同时，“稳妥防范化解处置风险，守住不发生系统性风险的底线。”仍是全年监管的重点。信托项目和信托公司的风险化解依旧是重中之重。

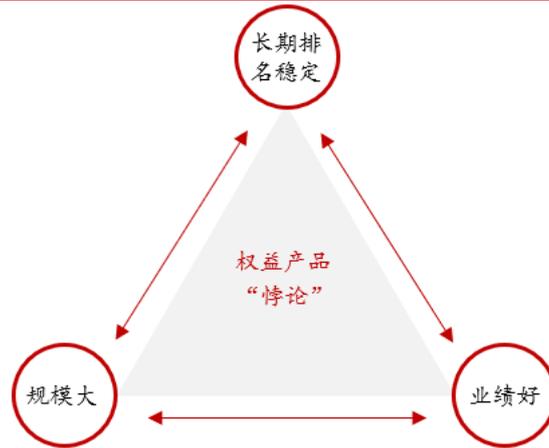
根据中国信托业协会发布的数据，截止 2022 年三季度末，全行业信托资产规模为 21.1 万亿元，小幅增长 2.55%。而信托的财产来源的结构不断优化，整体呈现“一降两升”趋势，即单一资金信托规模和占比大幅下降，集合资金信托规模和占比稳定提升，而管理财产信托规模和占比则大幅上升。信托产品的预期收益率从 2019 年开始持续下降，2022 年依然延续了这一趋势，截止 2022 年末，一年期产品、二年期产品、二年期以上产品的平均预期收益率分别为 6.61%、6.99%、6.1%，分别较 2021 年末下降 48bp、35bp、111bp，是中国金融产品市场无风险利率走低的直接写照。

## 4. 如何走出金融产品的内卷？财富管理是终解

每一次金融市场的变革和金融产品的转型都离不开资金端的支持，而在中国金融产品全面跨入标准化、净值化的当下，财富管理的重要性无以复加。在非标兴盛的年代，财富管理的重要性并不凸显，因为决定产品卖出去的关键是牌照和资本；标品年代下，金融产品销售需要依靠专业的投资和服务。在这个趋势的加持下，财富管理机构之间的差距会显著拉大，具备系统化资产配置能力和专业服务能力的财富管理机构将会有更好的表现。如果不能在财富管理端改善生态以形成有效的资金供应，金融市场乃至金融产品的变革也将会是无源之水。

从金融产品的内生角度去看 2022 年的剧烈震荡，固然有宏观内外部因素的冲击和监管制度先破后立的影响，但不可否认的是，中国资产管理行业的“内卷”加剧也在极大的影响着这个行业的生态，以私募证券投资基金为例，较低的进入门槛导致私募基金管理人数量在过去几年持续增长，新的基金经历和新的策略脱颖而出，私募基金业绩的稳定性却在变差，行业的超额收益也不断下降，权益市场相关产品呈现出非常明显的“悖论特征”，即业绩好、长期排名稳定和规模大这三者无法同时兼顾。从这个角度来看，超额收益的下降意味着金融选品的难度越来越大，在投资端依靠产品优选获得  $\alpha$  愈发困难，而只有做好宏观择时和大类资产配置却可以在  $\beta$  上获得更多机会。推演未来中国金融产品的最终出路，财富管理可能才是金融产品内卷的最终解，尤其是投资者行为的纠偏，在缺乏显著  $\alpha$  的产品环境中，帮助投资者做好预期管理和大类资产配置才是缓解投资者忧虑从而而长期持有的关键。

图 18 权益产品的“悖论”



资料来源：华宝证券研究创新部

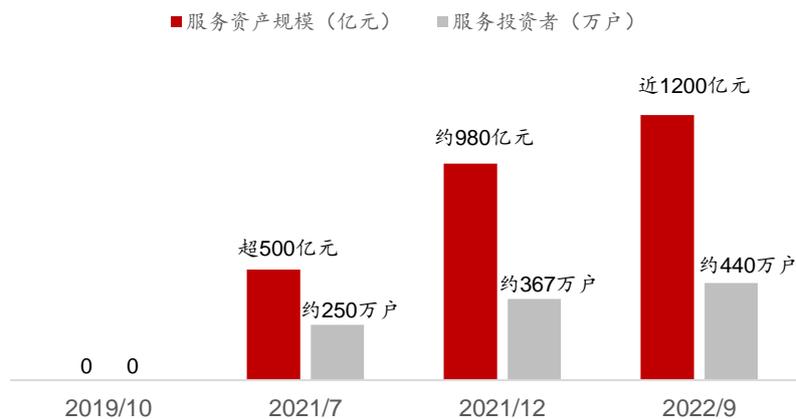
对于已经到来的 2023 年，可喜的新变化正在悄然发生：

### 资产端和资金端将会以更快的速度进行融合

2022 年，越来越多的资产管理人开始研究财富管理的发展路径和模式，而越来越多的理财经理们也渴望获得更多资产管理的视角去帮助投资者遴选产品，长期相互隔阂的两个金融方向开始了相互交流和學習，单纯依靠资产管理亦或是财富管理的自身力量去赢得金融变革的胜利难度愈发增大，相互交融才能相互增益，走出行业内卷的怪现状。

基金投顾业务的兴盛无疑是这个趋势的最佳写照，在兼顾“投”的同时做好“顾”，实现投资者和投资经理的共情，以服务来促进投资者的长期持有，是金融创造价值的關鍵。监管部门于 2021 年 11 月下发《关于规范基金投资建议活动的通知》，对于活跃在互联网平台上的大 V 进行了规范化，2022 年大 V 陆续入职证券公司和基金公司，“银行螺丝钉”入职东方证券，“股市药丸”、“韭菜投资学”等入职华宝证券，“无声”入职银华基金，“Alex 价值发现者”入职华夏财富等。这既是对参与主体合规化的要求，也对大 V 的专业化服务提出了要求，依托金融机构的专业投研能力，基金投顾市场整体的专业能力和服务水平也将会持续提升。

图 19 基金投顾规模上升



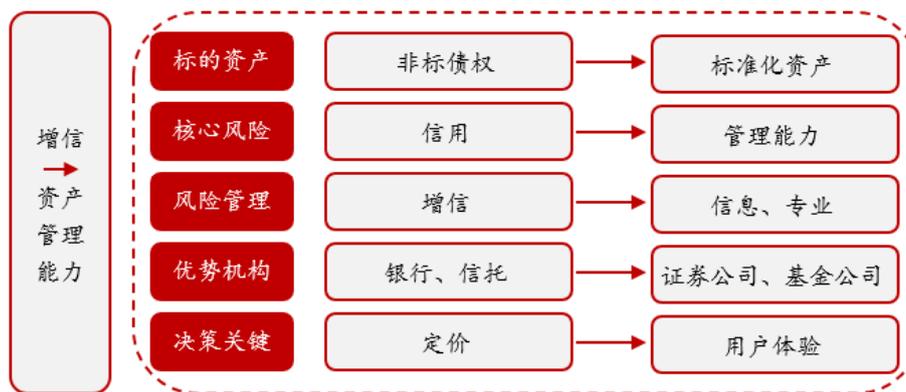
资料来源：证监会，中国社会科学院国家金融与发展实验室《投顾业务的全球实践与中国展望》，华宝证券研究创新部

财富管理市场碎片化，长尾客户的力量被互联网的聚集能力所放大，以家办为载体的独立理财师方兴未艾

资管新规杜绝了期限错配和刚性兑付，但从另一个维度，它也彻底改变了金融产品的生态体系。在非标年代下，投资者购买金融产品关注的是资管机构的信用和产品的增信方式，优势机构是商业银行和信托，资本实力是保障投资安全最大的依凭，而投资者只需要关注产品预期收益率的高与低。但在标品时代中，投资管理能力是金融产品致胜的关键，在相对同质化的标品货架下，决定投资者在哪里买产品的是服务体验。

金融产品的生态体系发生重构，而财富管理的体系也将随之变化。商业银行和信托的优势地位被相对削弱，长期仰赖机构信用的理财经理和投资者群体开始分化。在线下，部分勇于“吃螃蟹”的理财经理开始走出金融机构的体系，成立自己的家族办公室，帮助投资者实现全市场选品，并通过收取顾问费或提取业绩报酬的方式来实现服务的价值；在线上，移动互联网的力量快速改变金融产品的销售生态，互联网的影响力和聚集能力对金融机构无法精准触及的长尾客户进行了有效的服务，如果说传统线下财富管理的模式是关注“人”的作用，那么互联网金融则通过“流程”来扩张了服务投资者的广度和深度，这种有益的尝试为互联网机构在公募基金销售领域带来了极大的成功，根据基金业协会数据显示，从2021年3月到2022年12月数据显示，以蚂蚁和天天基金为带典型代表的独立销售平台，其非货币基金保有量从17135亿元增长到26037亿元，增量规模8902亿元，远超同期银行和非银机构的增量规模，从非货币基金保有量的维度看，独立销售平台的市场占有率从26.63%提升到32.51%，已经在公募基金的资金供给侧形成一股不可小觑的力量。

图 20 金融产品生态体系重构



资料来源：华宝证券研究创新部

### 无风险利率全面下降，金融产品全面迎来标品时代

2022年，中国金融产品净值的下跌和业绩的颠覆只是表象，而无风险利率的中枢在快速下降却是值得我们关注的一个重要现象，部分信托公司发行的非标产品预期收益率已经下降到5%甚至更低的位置。一方面，无风险利率的下降正在改变中国金融产品市场的相对强弱，以年金保险为代表的产品在2022年已经得到更多的关注，另一方面，无风险利率的下降引发了财富管理资金在非标与标之间进行重新分配，资金流动方向的变化也将会为资本市场输送新鲜的血液，为资本市场的健康发展贡献新的力量。

图 21 信托收益率呈下降趋势



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部; 数据截至 2022 年 6 月 30 日

在无风险利率下降的趋势中, 中国金融产品的格局也在进行着微妙的重塑:

(1) 在标品时代下, 公募基金将成为金融产品的主力。首先从供给端需求出发的产品创设在 2023 年将会持续发力, 中低波动产品、让利型产品、养老投资产品等将持续扩容; 其次公募基金的投资范围将会进一步拓宽, 从衍生品到 REITS 再到各种类型的 ETF, 公募基金的产品线将会呈现全天候、全品类的特征; 最后, 伴随着公募基金赛道竞争的加剧, ETF 为代表的被动投资基金将会获得更快的规模增速。

(2) 私募基金也将凭借丰富的策略和灵活的操作, 成为公募基金的有益补充。公募基金受限于政策约束而无法涉足的高频交易、商品投资等领域, 留给了私募基金充分的发挥空间, 高频量化、CTA 和套利策略, 不仅是私募基金在金融产品市场上区别竞争的有力工具, 也是财富管理视角下有价值的配置方向。

(3) 银行理财在监管规则被对齐的大背景下, 投资端的制度红利慢慢褪去, 对银行理财子公司的投资管理能力提出了更高的要求。不同于其他金融产品, 对稳健收益有着极高要求的大众投资者是银行理财的主要客群, 强化大类资产配置能力、做好净值回撤管理将是银行理财子公司杀出红海的关键。

(4) 券商资管从通道变为主动管理, 公募化的趋势愈发明显, 引进优秀人才提升投资管理能力是竞争关键。

(5) 无风险利率快速回落, 保险产品的相对优势开始体现。2022 年, 预定利率 3.5% 的年金保险的吸引力相对提高, 但放眼全球的保险投资, 中国保险市场的预定利率依然受到监管的上限保护, 导致保单的性价比不足; 在全球化的背景下, 预定利率的上限有望被慢慢打开, 保险资管的投资范围也会被逐渐打开, 保险资管的收益空间将会更具想象力。

(6) 信托全面回归本源, 信托的服务性功能会被强化, 非标之于信托行业的地位将会进一步下降。我们预计信托行业的新三分类将在 2023 年落地, 非标信托在中国金融市场的影响力趋于式微, 突出自有投资管理能力的 FOF 和标债池产品会成为信托公司的发力重点。

## 第二部分——各类金融产品跨市场回顾与展望

### 一、2022 年银行理财市场年度报告

#### 1. 银行理财市场政策回顾

历时 3 年多的资管新规过渡期于 2021 年底正式结束，银行理财市场于 2022 年进入全面净值化时代。在资管新规过渡期的这几年中，保本型理财产品规模不断压降，净值型理财产品占比逐步提升，从资管新规发布时的 5% 左右提升到了 90% 以上。但同样应该看到，在全球风险事件明显增多的 2022 年，银行理财市场同样受到大幅冲击，理财产品净值出现剧烈波动。银行理财行业在有着发展空间和机遇的同时，也面临着较大考验，银行理财产品的转型依然任重道远。

#### 1.1. 净值化转型后，政策进一步巩固，银行理财公司健康发展

从 2018 年 4 月起，央行、银保监会等监管部门联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，对资管行业的整改正式开始。资管新规对资管行业发展提出了包括“破刚兑、去通道、去非标”等诸多规范整改要求。经历了三年多的整改，资管新规过渡期于 2021 年 12 月 31 日结束。截至 2021 年底，理财存量整改已经基本完成，具有刚性兑付性质的保本理财也已经清零。

自 2022 年开始，银行理财正式进入净值化时代，各类资管产品重新回到同一起跑线。为了更好地巩固理财公司健康发展，2022 年又相继出台了一系列政策。

2022 年 6 月，财政部发布了《资产管理产品相关会计处理规定》（本小节简称《规定》），对于资管产品的会计处理给出了更加细化的指引，包括对金融资产的分类和计量方式，风险准备金计提以及托管费等费用和管理人报酬的会计处理等方面，并于 2022 年 7 月 1 日起实施。

值得注意的是，《规定》进一步限定了摊余成本计量的范围，《规定》实施后对于不同类型的理财产品估值的规定如下。

##### 1) 现金管理类理财：

对于现金管理类产品，仍能采用“摊余成本+影子定价”进行估值。《规定》允许货币市场基金、现金管理类理财产品等继续按照相关监管规定采用影子定价和偏离度控制确定金融资产的公允价值，不过需要符合 39 号准则的规定。所以在确保现金管理类产品资产净值能够公允地反映投资组合价值的前提下，可采用摊余成本法对持有的投资组合进行会计核算。采用摊余成本法进行核算的，应当采用影子定价的风险控制手段，对摊余成本法计算的资产净值的公允性进行评估。（正偏离度 0.5% 以内/负偏离度-0.25% 以内）。

##### 2) 封闭式理财产品：

《规定》对于封闭式产品使用摊余成本法估值做出进一步规定。资管新规中提及封闭式产品可使用摊余成本进行计量，对摊余成本法的使用并没有严格遵从 SPPI 测试。而此次《规定》进一步补充了对这些方面监管的缺失，要求封闭式产品所持有的金融资产需满足：一是合同现金流量特征通过 SPPI 测试，二是业务模式是以收取合同现金流为目的并持有至到期这两个条件，才能使用摊余成本法计量。而不满足条件的，需分类为公允价值计量且其变动计入其他综合收益或以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，采用市值法估值。

##### 3) 非现金管理类开放式理财产品：

《规定》对于非现金管理类开放式理财产品的计量方法也进行了细化。在 2018 年 7 月 20 日央行发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（简称“720 通知”）中提出过渡期内，封闭期在半年以上的定期开放式产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，且持有资产组合的久期不长于定开产品封闭期的 1.5 倍的产品也能使用摊余成本法估值。而随着资管新规过渡期结束，720 通知的“优惠”也随之结束，《规定》中对于非现金管理类开放式理财产品要求全面采用市值法进行估值。

2022 年 8 月，银保监会发布了《理财公司内部控制管理办法》（本小节简称《办法》），是在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》之下，对公司管理层面监管的细化和补充。《办法》填补了此前对理财公司内控监管的空白，更好地促进同类资管业务监管标准的统一，促进理财公司构建与自身业务规模、特点和风险状况相适应的内控合规管理体系。

《办法》对标海外资管行业的监管标准，并结合国内理财公司特点，进一步细化相关要求，帮助理财公司提升体系建设的完整性和独立性。其中，针对以下几个方面，《办法》提出了细化要求，包括完善理财公司组织架构、建立切实有效的治理结构和运行机制，并明确管理层、建设部门、执行部门和监督评价部门的定位和职责；加强信息披露，建立完整的人员信息登记和公示制度，并在理财公司官方网站或者中国理财网等行业统一渠道进行信息公示；加强交易监测，设立风险预警机制，前瞻性识别和防范风险，并实行集中交易和交易记录制度；完善个人信息保护，建立信息隔离制度，强化信息隔离，防止敏感信息不当传播和使用。

表 12 银行理财监管制度体系（2018-2021）

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就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%。
20191129	银保监会	《商业银行理财子公司净资本管理办法（试	《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

		行))	<p>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。</p> <p>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,确保证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。</p>
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》	<p>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。</p>
20201230	财政部、银保监会	《关于进一步贯彻落实新金融工具相关会计准则的通知》	<p>理财产品从2022年1月1日起执行新金融工具准则。新准则从原来的会计四分类更改为三分类,要求金融资产减值模型从已发生信用损失减值模型变更为预期信用损失模型。</p>
20210511	银保监会	《理财公司理财产品销售管理暂行办法》	<p>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,销售员人员培训不得少于20小时。</p>
20210611	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》	<p>明确了现金管理类理财产品的定义、发行单位,并明确了其投资范围、资产久期、运作管理要求等,总体全面对标货币基金的监管要求,设置过渡期延长至2022年底,过渡期内不可新发可存续,过渡期后不可新发不可存续。</p>
20210910	银保监会	《关于开展养老理财产品试点的通知》	<p>选择“四地四家机构”进行养老理财试点:工银理财、建信理财、招银理财、光大理财分别面向武汉、成都、深圳、青岛四地推出四款养老理财产品。</p>
20210910	人民银行广州分行、深圳市中心支行,银保监会广东监管局、深圳监管局,证监会广东监管局、深圳监管局	《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》	<p>“跨境理财通”分南向通和北向通。明确北向通及南向通的监管要求。单边总额度1500亿元,投资者个人额度为100万元。风险低及相对简单的理财产品优先涵盖。</p>
20211210	银保监会	《理财公司理财产品流动性风险管理办法》	<p>对理财产品流动性管控重点进行了明确与规范。一是建立有效的公司治理和管控机制,二是强调将流动性风险管理贯穿于理财业务运行的全流程,三是加强理财产品认购、赎回管理,维护投资者合法权益。</p>
20220601	财政部	《资产管理产品相关会计处理规定》	<p>资产管理产品对以摊余成本计量的金融资产,以及分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产,以预期信用损失为基础进行减值会计处理,并确认损失准备。资产管理产品当期实现的利息等收入和发生的托管费、销售服务费、投资顾问费等费用,无论款项是否收付,均应当计入当期损益;资产管理产品的管理人收取</p>

			管理人报酬的，资产管理产品应当按照权责发生制原则，在管理人提供相关服务的期间，将当期发生的管理人报酬计入当期损益。
20220822	银保监会	《理财公司内部控制管理办法》	对理财产品流动性管控重点进行了明确与规范。一是建立有效的公司治理和管控机制，二是强调将流动性风险管理贯穿于理财业务运行的全流程，三是加强理财产品认购、赎回管理，维护投资者合法权益。

资料来源：人民银行、财政部、银保监会等政府部门网站，华宝证券研究创新部

## 1.2. 现金管理新规过渡期收官，告别“T+0”时代

资管新规过渡期结束后的第一年，也是现金新规过渡期的最后一年。从 2021 年开始，监管部门印发《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（本小节简称《通知》），对现金管理类理财业务提出整改要求，主要涉及以下两个方面。

一是存续规模压降，《通知》要求银行机构现金管理类产品的规模不得超过全部理财产品的 30%，理财子公司现金管理类产品规模不得超过其风险准备金的 200 倍。因此，《通知》下发后，金融机构开始压降现金管理类产品规模。由于现金管理产品投资期限短且灵活性非常高，能够满足具有短期灵活投资需求的投资者，为了减少由压降现金管理类产品规模所造成的客户流失，银行以及理财公司纷纷寻找可替代的产品。“可替代产品”主要可分为三类：1) 一些低风险高流动性的产品，如持有期限、开放周期较短的开放型产品，比如较有代表性的有短债理财产品，这类产品能够在满足投资者对于收益率需求的同时具备较好的流动性；2) 同业存单类理财产品，其底层资产是流动性较强的同业存单；3) 存款类产品，该产品约 60%-80% 仓位是通过保险资管计划投资银行协议存款、定期存款或大额存单。

二是资产端要符合新规要求，包括投资范围、申赎规则、集中度和资产久期等方面的整改。新规规定了当日认购的现金管理类理财产品份额应当自下一个交易日起享有该产品的分配权益；当日赎回的现金管理类理财产品份额自下一个交易日起不享有该产品的分配权益。因此，现金管理类产品的申赎确认时效均由“T+0”变为“T+1”。此外，《通知》还规定了银行、理财公司对单个投资者在单个销售渠道持有的单只产品单个自然日的赎回金额设定不高于 1 万元的上限。

对比现金管理类理财新规和货币基金整体监管办法，两类产品在投资范围、禁止投资范围、集中度限制、流动性、杠杆率、组合期限、估值、偏离度、申购赎回方面基本趋同。随着现金管理新规过渡期结束，现金管理类理财进一步整改，不得投资于长期限、低评级资产，费前收益率最终与货币基金将逐渐趋同，利差优势基本消失。未来持有期限、开放周期较短的开放型产品以及同业存单类理财产品规模或将持续增长，逐步承接部分现金理财的溢出资金。

## 1.3. 个人养老金制度落地，个人养老业务扬帆起航

随着居民财富日益增加，社会对于个人养老的重视程度不断提升，同时中国养老体制也不断完善。2022 年 4 月 21 日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，提出要推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，个人养老金制度开始正式实施，开启了中国养老第三支柱发展的新时代。然而个人养老金制度处于初始阶段，覆盖面大、业务要求高、关系人民群众切身利益，对参与的商业银行和理财公司业务经营、客户服务、风险管理、社会责任等均有较高要求。一系列相关政策的出台，推动了个人养老金的发展。2022 年 5 月，银保监会发布《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》，明确商业养老金融发展理念，推动更好服务多层次、多支柱养老保险体系建设。11 月，人力资源社会保障部、财政部、银保监会等

五部门联合发布《个人养老金实施办法》，对个人养老金参加流程、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面作出规定。同时，为了进一步规范商业银行和理财公司个人养老金业务，11月18日，银保监会制定了《商业银和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》。

《商业银和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》共六章六十二条，主要内容包括：一是总则。明确了制定目的、个人养老金业务的相关定义、行业平台功能和监管主体。二是商业银行个人养老金业务。明确了个人养老金业务范围等，对个人养老金资金账户、个人养老金产品提出具体要求。三是理财公司个人养老金业务。规定了个人养老金理财产品的类型，以及理财公司等参与该业务的机构应满足的要求。四是信息报送。对商业银行、理财公司向行业平台报送信息和向监管部门报告情况等提出要求。五是监督管理及附则。对商业银行、理财公司及理财产品等实施名单制管理和动态监管。

《商业银和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》确定，截至2022年三季度末，一级资本净额超过1000亿元、主要审慎监管指标符合监管规定的全国性商业银行和具有较强跨区域服务能力的城市商业银行，以及截至2022年三季度末已纳入养老理财产品试点范围的理财公司，可以开办个人养老金业务（包括6家大型银行、12家股份制银行、5家城市商业银行和11家理财公司）。

表 13 首批开办个人养老金业务的机构名单

类别	机构名称
商业银行（23家）	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行 中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、招商银行、兴业银行 平安银行、广发银行、浦发银行、浙商银行、渤海银行、恒丰银行 北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行
理财公司（11家）	工银理财、农银理财、中银理财、建信理财、交银理财、中邮理财 贝莱德建信理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部

从产品端来看，个人养老金融产品可分为个人养老公募基金产品、个人养老理财产品、个人养老保险产品以及养老储蓄。其中养老理财作为商业银行在资管业务中的重要发展方向，也具备较多优势，如具有稳健性、长期性、普惠性。

与养老基金相比，养老理财产品风险相对偏低。养老基金发行主体为基金公司，能够通过投资基金产品间接持有较多权益类资产，且收益波动相对较大。而养老理财产品主要投向固定收益类资产，以中低风险等级为主。因此，相较于养老基金产品，养老理财产品的风险较低。从已发行产品的开放期限来看，养老理财多数为封闭式产品，且产品期限相对较长，仅能在申购期内购买，但养老基金产品多数具有开放期，基本为半年至一年开放，所以购买期限相对灵活。

与养老保险相比，养老理财起投门槛相对较低。养老保险发行主体为保险公司，保险属性更强，因此具有更强的安全性。然而养老保险产品封闭时间较养老理财和养老基金更长，当前养老理财产品的最长封闭期为5年，且有相应的提前赎回机制，但养老保险产品如果提前退出可能需承担一定的本金损失。

与养老储蓄相比，养老储蓄属于存款类产品，虽然风险相较于养老理财更低，但收益也相对较低，且更加稳定。养老理财业绩比较基准一般在5%-8%，而养老储蓄利率最低为3.5%，最高为4%。此外，从目前已发行的产品来看，产品期限有所不同，银行养老理财产品期限以5年和10年居多，养老储蓄期限有5年、10年、15年及20年。

表 14 四类个人养老产品对比

产品	产品策略	收益模式	产品收益率	持有期限
个人养老公募基金产品	以公募 FOF 形式运作，产品投资策略主要包括目标日期策略、目标风险策略等	非保本	截至 2023 年 2 月初，多数产品的收益率超过 2%，最高收益率超 5%	开放式，半年至一年开放
个人养老银行理财产品	主要投向固定收益类资产，投资的权益类资产，主要是符合国家战略和产业政策、供给侧结构性改革需求等领域的权益类资产	非保本，净值化管理	业绩比较基准设定在 5%-8%	封闭式，当前已发行产品最长封闭期限 5 年，设置提前赎回机制和分红机制
个人养老保险产品	一个主账户下设计“稳健型”和“进取型”两种投资组合，前者保障稳健收益的下限，后者承受一定的风险去追求更高收益的可能，适合长期养老规划	保证+浮动	根据已发行试点产品数据，稳健型账户的保证利率维持在 2%~3%，2021 年年化结算利率均在 4%-6% 之间；进取型账户的保证利率在 0.5% 左右。2021 年年化结算利率均在 5%-6.1% 之间。	5 年以上，多数为终身持有
养老存款	存款	保本+保息	利率在 3.5%-4%	5 年/10 年/15 年/20 年

资料来源：证监会、银保监会等政府部门网站、普益标准、Wind，华宝证券研究创新部

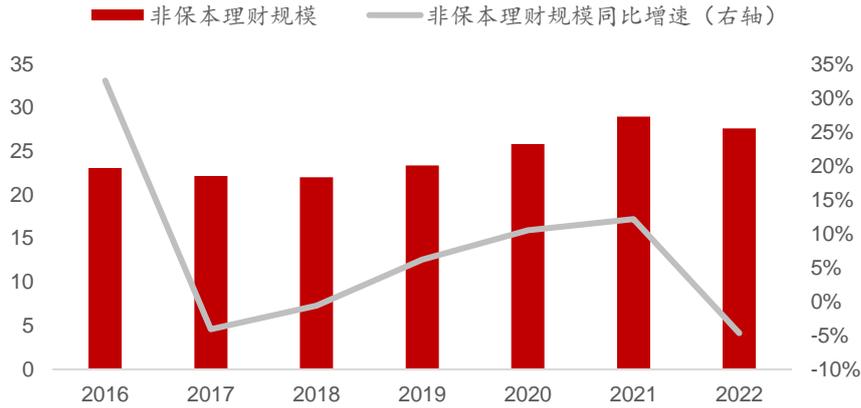
## 2. 银行理财市场产品概况

### 2.1. 全市场理财产品概况

2022 年，由于资产市场波动较多，导致理财产品净值走势整体偏弱，理财市场规模有所降低。银行理财登记托管中心数据显示，2022 年非保本理财存续余额 27.65 万亿元，同比下降 4.66%。产品发行的情况也不及 2021 年，2022 年累计新发理财产品 2.94 万只，同比减少 1.82 万只，累计募集资金 89.62 万亿元，同比减少 26.7%。

2022 年各家银行积极推动理财业务回归本源，理财产品进入全面净值化转型时代。在监管部门的推动下，理财行业监管政策日臻完善，理财业务规范化转型成效显著，银行理财市场呈现稳健向好的发展态势。2022 年理财产品净值化转型成效显著，截至 2022 年底，净值型理财产品存续规模 26.40 万亿元，占比为 95.47%，较去年同期继续增加 2.52 个百分点。

图 22 2022 年非保本理财产品规模（单位：万亿元）



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

### 2.1.1. 产品创设方面已形成理财公司为主、银行机构为辅的格局

分机构类型看，除理财公司存续规模仍保持增长外，其余机构存续规模均出现回落，这是由于资管新规中明确商业银行可以按照自愿原则通过设立理财子公司开展资管业务，将理财业务整合到已开展资管业务的其他附属机构、子公司后，银行自身不再开展理财业务（继续处置存量理财产品除外）。

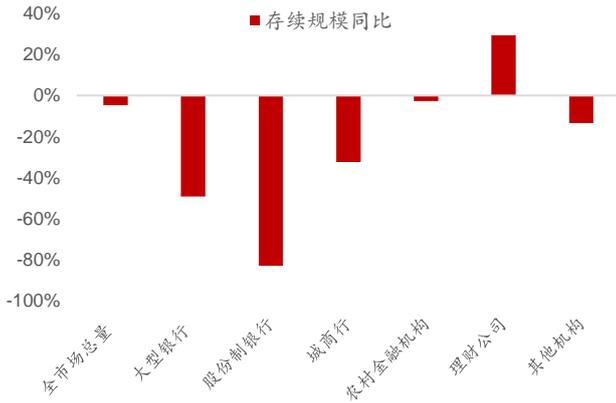
大型银行存续产品规模继续下降，同比降 49.26%，但降幅较前一年有明显收窄。原因在于，6 家国有行理财子公司均在 2019 年开业，大多数产品的迁移早已完成，整体存续产品规模占比较低。当前仍存续的产品可能是一些无法进行迁移、仍未到期的产品，等到产品到期后将清出。

股份制银行存续规模在 2022 年出现明显降低，存续规模同比下降 82.99%。相较于国有行，股份制银行理财子公司开业时间较晚，民生理财、浦银理财、渤银理财和恒丰理财四家理财公司于 2022 年下半年获批开业，股份制银行将多数存量理财产品迁移至理财子公司，使得股份制银行存续产品规模出现大幅回落。

城商行、农商行产品规模进一步降低，同比分别下降 32.34% 和 2.63%。2022 年上银理财、北银理财获批开业，开立理财子公司的城商行进一步增多，截至 2022 年底，已有杭银理财、宁银理财、徽银理财（区域性）、南银理财、苏银理财、青银理财、上银理财、北银理财 8 家。目前开立理财子公司的农商行数量较少，仅有渝农商理财已开业。往后看，未来城商行、农村金融机构的存续规模或将进一步下降。根据 2021 年底的窗口指导，资管新规过渡期结束后，除理财公司外，其他银行机构理财产品规模不再增长，已有的产品在到期后逐步清退。整体来看，开立理财子公司的城、农商行并不多。其中仅有 1 家农村金融机构中设立理财子公司，且 2022 年没有新的农村金融机构理财公司开立，所以产品存续规模同比变化较少。由于开立理财公司的难度不断增加，许多城、农商行或无法达到开立要求。

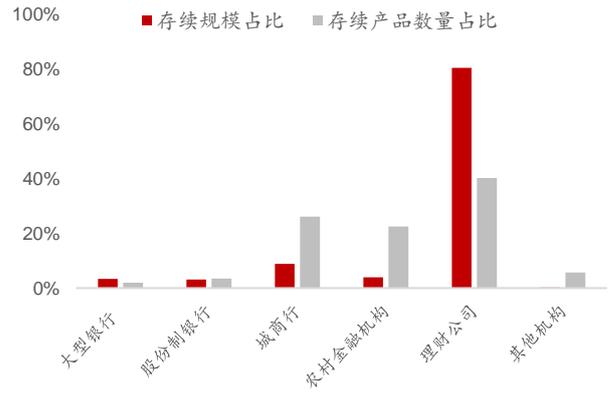
理财公司存续规模继续呈上升趋势，存续规模 22.25 万亿元，占全市场规模的 80.4%，存续规模同比继续增长 29.36%。随着理财市场逐步成熟，理财公司承接了银行的理财产品发行角色，预计未来理财公司产品存续规模将继续提升。

图 23 2022 年理财产品存续规模同比



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 24 2022 年各机构产品数量及存续规模占比



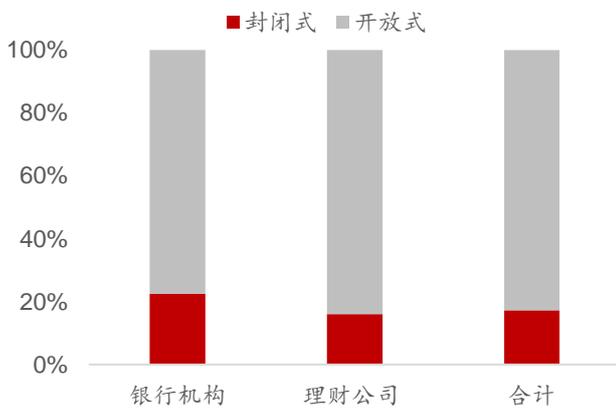
资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

### 2.1.2. 开放式产品为主，产品结构优化调整

2022 年理财市场上仍以开放式理财产品为主，截至 2022 年底，开放式理财产品存续规模为 22.87 万亿元，占全部理财产品存续规模的 82.71%，较去年同期增加 0.71 个百分点。而封闭式理财产品规模较去年有所下降，为 4.78 万亿元，占全部理财产品存续规模的 17.29%。

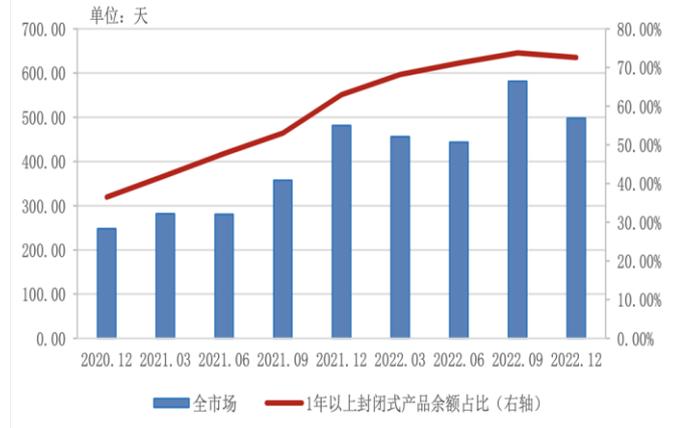
不过新发封闭式产品的结构有所优化调整，期限继续拉长。2022 年，新发封闭式理财产品期限较长，加权平均期限在 339 至 581 天之间，为市场提供了长期稳定的资金来源。2022 年 12 月份全市场新发封闭式产品加权平均期限 498 天，较年初增加 3.53%。其中，1 年以上的封闭式产品存续规模占比有所上升，截至 2022 年底占全部封闭式产品的比例为 72.60%，较去年同期增 9.64 个百分点。

图 25 不同运作模式产品存续规模占比



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 26 全市场新发封闭式产品期限情况

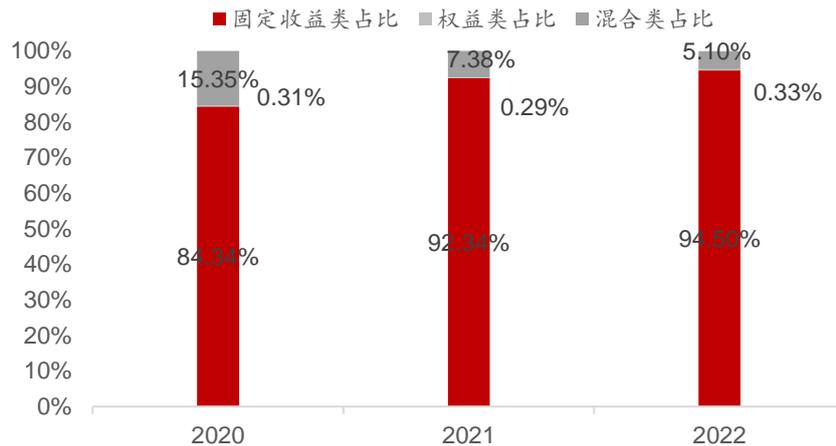


资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

### 2.1.3. 2022 年固定收益类产品占比再提升

根据产品投资性质来看，全市场上主要以固定收益类产品为主，自 2019 年以来，固定收益类产品比例逐年上涨，已超过九成，2022 年占全部理财产品存续规模的比例达 94.50%，较 2021 年提高 2.16%。由于 2022 年资本市场波动较大，四季度前债市表现明显优于股市，所以混合类产品规模进一步下滑，占比为 5.1%，较去年下降 2.28%。权益类产品和商品及衍生品类产品规模较小，规模分别为 0.09 万亿元和 0.02 万亿元，较去年分别增加 0.01 亿元和 182 亿元。

图 27 2022 年各投资性质产品存续情况占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

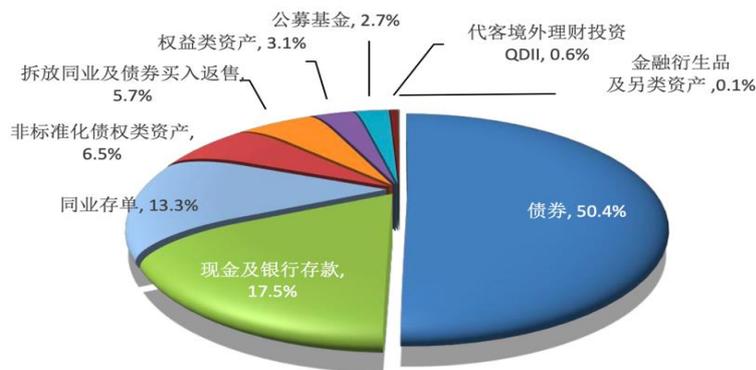
### 2.1.4. 理财产品投向信用债资产占比有所下滑

截至 2022 年底，理财产品投资资产合计 29.96 万亿元，较年初下降 3.94%。

从理财产品资产配置方面看，目前理财产品仍以投资固收类资产为主。投向债券类资产规模为 19.08 万亿元，占总投资资产的 63.68%。其中，截至 2022 年底，理财产品持有信用债 313.68 万亿元，占总投资资产的 45.66%，占比较去年同期减少 2.47%；持有利率债 41.42 万亿元，占总投资资产的 4.74%。投向权益类资产规模为 0.94 万亿元，占比达 3.14%。

非标资产投资规模及占比持续压降。随着理财市场整改不断推进，理财产品对于非标准化债权类资产的配置继续减少。2022 年投资非标准化债权类资产规模为 1.94 万亿元，占比从 2018 年的 17.23%降低至 2022 年的 6.48%。

图 28 2022 年理财产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

## 2.2. 理财子公司产品概况

资管新规后，理财市场出现较大的变革，产品创设与发行的主体由商业银行变为理财公司，部分中小银行已经停止发行新产品，而是通过产品代销的模式继续参与理财业务。

### 2.2.1. 理财子公司建设情况

自 2018 年 12 月《商业银行理财子公司管理办法》发布实施以来，多数银行均开始布局理财子公司。截至 2023 年 2 月 15 日，共有 31 家理财公司获批筹建，其中 30 家获批开业。其中 6 家国有大行、除浙商银行外的其余 11 家股份制银行、8 家城商行、1 家农商行的理财子公司均已开业；获批筹建中外合资理财子公司有汇华理财、贝莱德建信理财、施罗德交银理财、高盛工银理财、法巴农银理财五家，当前除法巴农银理财外均已开业。

不过理财公司设立的速度逐渐趋缓，主要是设立理财公司的门槛提高，对于资本金、理财规模、准入条件、净值化等方面均存在监管要求。而多数中小银行较难达到要求，所以也难以取得筹建理财子公司的资格。越来越多的中小银行选择通过代销参与理财市场。中小银行理财业务的转型与近年来地方银行回归本源的监管思路一脉相承，通过代销参与理财市场一方面可以维护好存量客户，满足客户的投资需求，另一方面可以通过代销赚取中间业务收入，弥补自身产品线缺失的劣势。

表 15 理财公司开业情况

时间	机构数量	机构名称
2019 年	11	工银理财、建信理财、交银理财、农银理财、中银理财、中邮理财、光大理财、兴银理财、招银理财、杭银理财、宁银理财
2020 年	9	平安理财、信银理财、华夏理财、徽银理财、南银理财、苏银理财、青银理财、渝农商理财、汇华理财
2021 年	2	广银理财、贝莱德建信理财
2022 年	8	浦银理财、施罗德交银理财、上银理财、民生理财、高盛工银理财、恒丰理财、渤海理财、北银理财
获批筹建	1	法巴农银理财（2022 年 10 月获批筹建）

资料来源：中国理财网，华宝证券研究创新部，资料截至 2023 年 2 月 15 日

### 2.2.2. 理财产品发行情况

银行理财子公司产品规模不断增长，产品类型逐渐丰富，成为理财市场上产品存续规模最大的机构类型。截至 2022 年底，理财公司共存续产品 13947 只，存续规模 22.24 万亿元，同比增长 29.36%，占全市场的比例达到 80.44%。

### 2.2.3. 产品类型

考虑到理财产品信息披露平台数据仍在优化阶段，暂不具备多维度的细化查询功能，因此，我们选用普益标准数据，对于理财市场发行数量的数据进一步拆分。需要说明的是，官方数据和普益标准数据存在一定误差，后续若无注明，规模及数量数据均来自官方年报，普益标准数据用于补充描述理财市场结构情况。

根据普益标准数据显示，按产品发行数量统计，2022 年不同投资类型的产品发行数量占比分别为：固定收益类 90.55%、混合类 7.02%、权益类 1.2%、商品及金融衍生品类 1.23%。2022 年固定收益类产品仍为主要发行产品类型，且占比较 2021 年增长。根据各机构的产品发行情况来看，建信理财、中银理财、信银理财等几家理财公司发行产品较多，分别为 905 只、696 只和 631 只理财产品。而几家合资理财公司发行产品数量相对较少，仅有汇华理财发行产品数量过百，共发行 117 只。

表 16 2022 年各银行理财子公司不同类型产品数量（单位：只）

银行类型	理财子公司名称	固定收益类	混合类	权益类	商品及金融衍生品类	总计
国有行	工银理财	490	10	10		510
	建信理财	791	114			905
	交银理财	150	3			153
	农银理财	185	57			242
	中银理财	603	54	39		696
	中邮理财	199	7	1		207
股份行	光大理财	207	16	3		226
	广银理财	70	5			75
	恒丰理财	33	1			34
	华夏理财	177	13	1		191
	民生理财	77	6	4		87
	平安理财	251	52			303
	浦银理财	97		1		98
	信银理财	607	20	4		631
	兴银理财	430	4	3	4	441
招银理财	332	41	5	51	429	
城商行	杭银理财	206	10	15		231
	宁银理财	93	9		40	142
	徽银理财	350		1		351
	南银理财	251	9	1		261
	苏银理财	177	56	1		234
	青银理财	517	5	2		524
	上银理财	187	18			205
	北银理财	29	9			38
农商行	渝农商理财	315	8			323
外资控股	汇华理财	111	6			117
	贝莱德建信	2	1			3
	高盛工银理财			1		1
	施罗德交银理财	30	6			36
总计		6967	540	92	95	7694

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

## 2.2.4. 产品期限

产品期限方面，根据普益标准数据，2022 年新发理财子公司理财产品平均期限约在 481 天，主要是封闭式产品数量较多，约占 75%，且整体期限较长，平均期限约在 530 天。整体来看，时间期限在 1-3 年的理财产品发行数量占比最高，为 48%，其次是期限在 6-12 月的产品，为 25%。

不同投资类型的产品期限之间也存在较大差异，固收类产品分布较为均匀，但主要产品期限仍集中在一年以上，占比达 53%。混合类及权益类产品均以 1-3 年期为主，占比均为 58%。混合类及权益类产品一年以上占比达到 80% 以上，主要是由于这两种类型的产品以封闭式为主。

表 17 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品数量占比

产品类型	1 个月以内	1-3 月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	总计
固定收益类	3%	4%	13%	27%	47%	6%	1%	100%

敬请参阅报告结尾处免责声明

混合类	1%	2%	4%	11%	58%	24%	0%	100%
权益类	1%	0%	0%	13%	58%	26%	2%	100%
商品及衍生 品类	0%	14%	0%	0%	14%	0%	71%	100%
总计	2%	4%	12%	25%	48%	8%	1%	100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

## 2.2.5.新发理财产品业绩比较基准

业绩比较基准方面，2021 年理财子公司发行理财产品的平均收益率为 4.28%。固定收益类产品的平均发行业绩比较基准为 4.22%，混合类产品的平均发行业绩比较基准为 5.08%，权益类产品的平均发行业绩比较基准为 5.31%。

表 18 各银行理财子公司不同投资类型、不同发行期限的产品平均业绩比较基准

产品类型	1 个月以内	1-3 个月	3-6 月	6-12 月	1-3 年	3 年以上	未公布	平均
固定收益类	2.85%	3.21%	3.45%	3.94%	4.46%	5.11%	4.34%	4.22%
混合类	2.75%	3.63%	3.58%	4.30%	5.11%	5.39%	5.21%	5.08%
权益类				4.50%	5.12%	6.84%	4.90%	5.31%
总计	2.84%	3.25%	3.45%	3.94%	4.51%	5.21%	4.43%	4.28%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

## 2.3.理财产品销售情况

目前，理财产品的销售主要有三大渠道：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，29 家已开业并在 2022 年有发行产品的理财公司中，已有 23 家理财公司开通了他行销售渠道；三是理财公司直销渠道，根据银行业理财登记托管中心数据显示，已有 13 家理财公司开展了直销业务，其中华夏理财、青银理财、信银理财和招银理财推出了直销 APP，宁银理财直销 APP 也在筹备中。

### 2.3.1.理财产品代销渠道持续扩容

随着理财业务公司制改革的稳步推进，银行机构在市场引导下回归本源、专注主业。特别是对于中小银行，受限于资产管理与投研能力不足，理财业务发展面临更大的竞争压力，越来越多的中小银行选择通过代销业务继续参与理财市场。

《中国银行业理财市场年度报告(2022 年)》显示，2022 年，理财公司发行的理财产品累计代销金额 53.59 万亿元。具体来看，4 家理财公司的理财产品仅由母行代销，25 家理财公司的理财产品除母行代销外，还打通了其他银行的代销渠道（其中渤海理财由于开业时间较晚，于 2022 年下半年开业，并未在 2022 年发行产品）。

从代销产品数量上看，根据普益标准，截至 2023 年 1 月底，共有 25410 款产品被代销，其中由理财公司发行 21988 款，数量占比达 87%。（本文在统计理财公司被代销产品数量时，按照产品

登记编码唯一性进行统计，即同一产品登记编码的理财产品被视为 1 款产品进行计数。统计非母行渠道代销产品总数时，同一产品登记编码的理财产品被多家渠道代销计数为 1 款。）

### 2.3.2. 商业银行代销产品情况

80%已成立理财公司的商业银行以代销本行理财子公司产品为主，20%以代销他行理财产品为主。通过已成立理财公司的商业银行引入理财产品发行的产品代销数量分布看，约五成商业银行代销本行理财产品数占比在 80%以上。

剔除理财公司在 2022 年后开业的商业银行，代销他行理财产品数量占比 TOP5 的银行为江苏银行 65%、兴业银行 51%、杭州银行 41%、广发银行 37%、宁波银行 34%。

表 19 代销他行理财产品数量占比 TOP5 的银行

发行机构	引入代销他行理财产品	代销他行产品数量占比
江苏银行	杭银理财,信银理财,平安理财,中银理财,招银理财,宁银理财,光大理财,华夏理财,兴银理财,浦银理财,青银理财,徽银理财,交银理财,渝农商理财,中邮理财	65%
兴业银行	南银理财,招银理财,中银理财,青银理财,苏银理财,杭银理财,平安理财,光大理财,中邮理财,宁银理财,交银理财,信银理财,恒丰理财	51%
杭州银行	兴银理财,南银理财,渝农商理财,华夏理财,光大理财,浦银理财,信银理财,青银理财,徽银理财,苏银理财	41%
广发银行	中银理财,招银理财,兴银理财,交银理财	37%
宁波银行	中银理财,平安理财,交银理财,兴银理财,信银理财,光大理财,华夏理财,招银理财,建信理财,浦银理财	34%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

从数据上看，国有行中，邮储银行、工商银行、农业银行、建设银行代销本行理财产品数量占比在 90%以上，中国银行、交通银行代销本行理财产品数量占比为 77%和 67%，相对更为开放，代销布局更为积极。股份行中，华夏银行、光大银行、平安银行代销本行理财产品数量占比在 80%以上，渤海银行的理财公司于 2022 年 8 月后开业，理财公司开业时间较短可能是代销本行理财产品产品数占比较小的主要原因。

图 29 银行代销本行理财公司产品数量占比情况

机构性质	机构名称	代销本行理财子产品数量占比	
国有行	邮储银行	98%	
	工商银行	97%	
	农业银行	97%	
	建设银行	96%	
	中国银行	77%	
	交通银行	67%	
	华夏银行	99%	
股份行	光大银行	90%	
	平安银行	85%	
	中信银行	72%	
	招商银行	68%	
	广发银行	63%	
	民生银行	60%	
	兴业银行	49%	
	浦发银行	37%	
	恒丰银行	33%	
	渤海银行	0%	
	城商行	徽商银行	99%
		南京银行	96%
		上海银行	90%
青岛银行		89%	
宁波银行		66%	
杭州银行		59%	
江苏银行		35%	
农商行	重庆农商行	100%	

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 30 银行代销他行理财公司产品占比数量情况（降序）

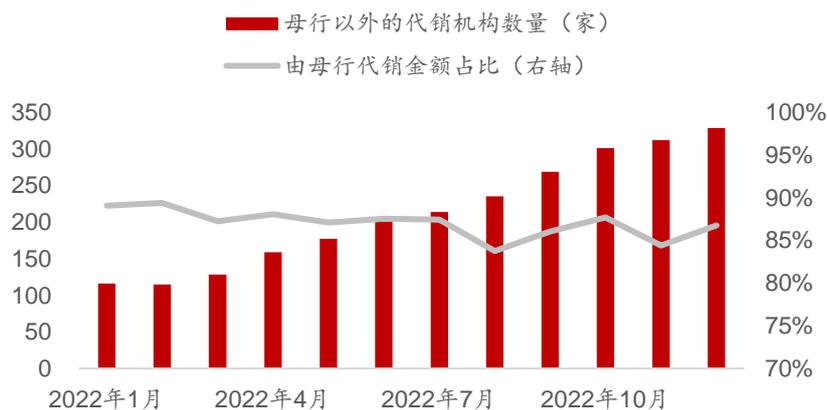
机构名称	代销他行理财子产品数量占比
渤海银行	100%
恒丰银行	67%
江苏银行	65%
浦发银行	63%
兴业银行	51%
杭州银行	41%
民生银行	40%
广发银行	37%
宁波银行	34%
交通银行	33%
招商银行	32%
中信银行	28%
中国银行	23%
平安银行	15%
青岛银行	11%
上海银行	10%
光大银行	10%
南京银行	4%
建设银行	4%
农业银行	3%
工商银行	3%
邮储银行	2%
华夏银行	1%
徽商银行	1%
重庆农商行	0%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

### 2.3.3. 理财公司发力拓展他行代销渠道，母行代销占比有所下降

从代销渠道拓展情况来看，2022 年理财公司合作代销机构数量逐步上升，由母行代销的金额占比整体呈现下降态势。根据《中国银行业理财市场年度报告（2022 年）》显示，2022 年，剔除母行代销的情况，理财公司合作代销机构数量逐步上升，12 月有 328 家机构代销了理财公司发行的理财产品，较 1 月多出 212 家。

图 31 2022 年理财公司代销机构数量和母行代销金额占比情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，华宝证券研究创新部

不同类型理财公司渠道拓展方向上存在差异。国有行理财公司非母行代销产品数量相对较少，更为依赖母行销售渠道。城商行理财公司和股份行理财公司对非母行渠道拓展较为积极，被代销产品数量较多。具体来看，国有行理财公司非母行代销拓展差异较大，交银理财非母行渠道的产品销售数量占比最高，达到 42%，中银理财次之，为 28%，建信理财、中邮理财、农银理财、工银理财的非母行代销数量占比在 10% 以内，工银理财目前仅有 7 款产品被他行渠道代销。股份行中，非母

行代销占比 TOP5 为华夏理财、平安理财、兴银理财、光大理财、招银理财，占比分别为 51%、47%、45%、43%和 39%。整体来看，非母行代销占比 TOP5 的理财公司为杭银理财、渝农商理财、南银理财、华夏理财、平安理财。

表 20 理财公司被代销产品数量和渠道分布情况（按非母行代销数量占比降序排列）

发行机构	被代销产品（款）	被代销产品（款）非母行	被代销产品占比非母行	被代销产品占比仅母行
杭银理财	988	702	71%	29%
渝农商理财	338	229	68%	32%
南银理财	686	417	61%	39%
华夏理财	1101	562	51%	49%
平安理财	1029	483	47%	53%
兴银理财	1626	737	45%	55%
苏银理财	647	289	45%	55%
光大理财	472	204	43%	57%
青银理财	656	283	43%	57%
交银理财	895	375	42%	58%
招银理财	2572	993	39%	61%
宁银理财	526	175	33%	67%
中银理财	2003	570	28%	72%
信银理财	2320	561	24%	76%
恒丰理财	151	36	24%	76%
浦银理财	1054	209	20%	80%
徽银理财	604	107	18%	82%
广银理财	213	18	8%	92%
中邮理财	483	35	7%	93%
建信理财	1260	81	6%	94%
农银理财	511	14	3%	97%
民生理财	490	4	1%	99%
工银理财	1378	7	1%	99%
汇华理财	176	11		100%
施罗德交银理财	36	26		100%
上银理财	755			100%
北银理财	16			100%
贝莱德建信理财	5			100%
高盛工银理财	1			100%

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

代销渠道拓展逐步成熟，理财公司布局下沉市场。具体从拓展代销银行类型看，股份行理财公司偏重拓展股份行和城商行销售渠道，城商行理财公司偏重拓展城商行和农村金融机构销售渠道。我们看到，部分股份行理财子公司在完成大中银行渠道扩展之后，正迅速抢占城商行、农村金融机构等中小银行的下沉市场。目前兴银理财代销机构数一骑绝尘，达到 320 家，其中开拓了 49 家城商行和 244 家农村金融机构。

表 21 理财公司不同类型代销渠道分布数量（不含母行）

发行机构	被代销产品（款）	代销机构（家）	国有行	股份行	城商行	农村金融机构	外资行	民营银行	直销银行
招银理财	993	19	6	7	4			2	
兴银理财	737	320	5	10	49	244	3	7	2
杭银理财	702	99	1	3	33	50	4	6	2

敬请参阅报告结尾处免责声明

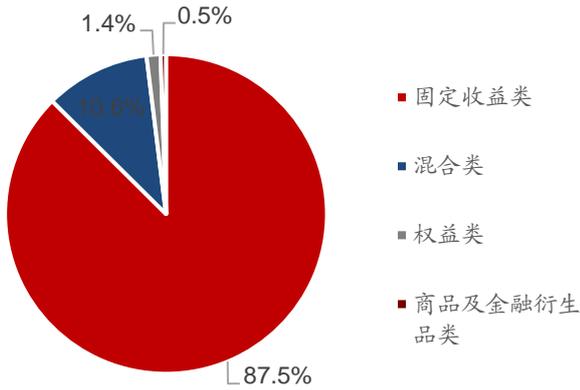
中银理财	570	21	3	9	6			1	2
华夏理财	562	36	3	7	14	4	2	4	2
信银理财	561	28	3	6	9	5	1	2	2
平安理财	483	54	4	5	7	31	2	4	1
南银理财	417	68		2	25	32	1	6	2
交银理财	375	25	3	8	9	2		2	1
苏银理财	289	54	1	2	10	38		2	1
青银理财	283	18		2	8			6	2
渝农商理财	229	30		1	12	12		3	2
浦银理财	209	15	1	3	5	3		2	1
光大理财	204	20	4	7	5			2	2
宁银理财	175	19	1	2	8	2	3	2	1
徽银理财	107	6			3			2	1
建信理财	81	4	1	2	1				
恒丰理财	36	8		2	3	1		1	1
中邮理财	35	7		3	1			1	2
施罗德交银理财	26	1							1
广银理财	18	4	1	1	1				1
农银理财	14	3		3					
汇华理财	11	1	1						
工银理财	7	3		2					1
民生理财	4	1							1

资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

### 2.3.4. 产品层面：固定收益类、中等风险以下是主要代销理财产品

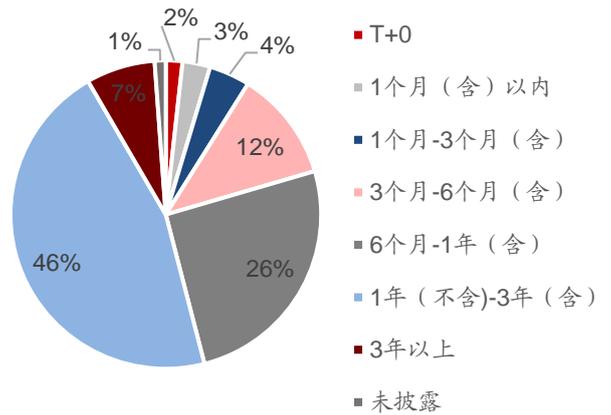
总体来看，理财公司被代销的主要是固定收益类、中等风险以下的银行理财产品。被代销产品的属性特征与理财公司存续产品的属性特征基本相符。截至 2023 年 1 月底，根据普益标准数据统计，由理财公司发行并存续理财产品中，63.7%为二级（中低）风险等级产品，87.5%为固定收益类产品。理财公司被代销的结构分布和产品供给的结构分布基本吻合。产品期限方面，中长期的理财产品被代销占比较高，1-3 年期限产品的代销数量占比较高，为 46%。

图 32 理财公司被代销理财产品的投资类型分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 33 理财公司被代销理财产品的产品期限分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

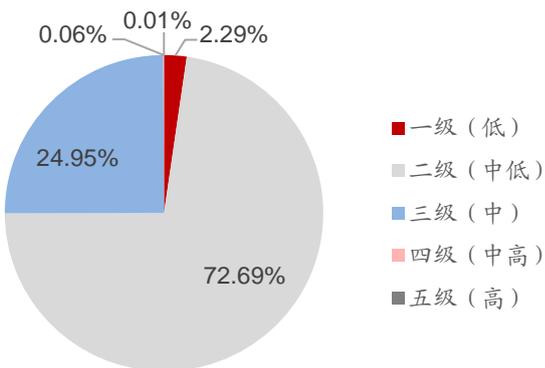
风险等级方面，中等风险以下代销产品数量占比达 98%。

分产品类别来看，理财公司被他行代销的固定收益类产品中，仅有一级（低）、二级（中低）和三级（中）风险三类。四级（中高）和五级（高）风险等级的固定收益类产品目前仅通过母行渠道进行销售。现阶段，被他行代销的固收类产品中风险等级为二级（中低）的产品数量较多，占比达 88.69%。目前代销他行的固收类产品的发行风险等级较低，可能是考虑到理财产品客群的风险偏好，选择投资范围比例相对稳健、投资策略相对保守、净值波动幅度相对可控的产品进行代销，能够在代销过程中更好的把控产品风险。

（注：通过普益标准查验产品信息，四级（中高）和五级（高）风险等级的固定收益类产品均为私募类产品，但通过中国理财网验证，未能查询到四级及五级风险的固收类理财产品信息，由于数据无法相互验证，因此仅观测风险等级为一级、二级、三级的固定收益类理财产品）

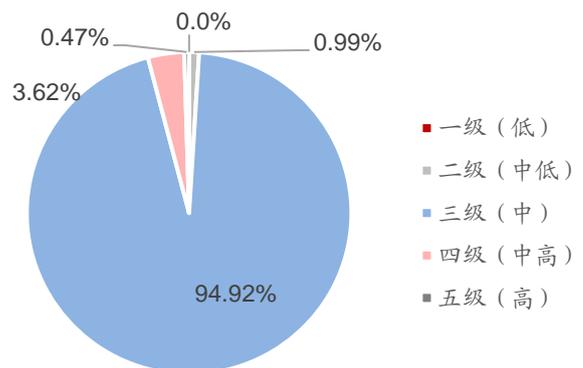
理财公司被他行代销的混合类产品中，仅有二级（中低）和三级（中）风险两类。四级（中高）和五级（高）风险等级的混合类产品目前仅通过母行渠道进行销售。

图 34 理财公司被代销固收类产品的风险等级分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 35 理财公司被代销混合类产品的风险等级分布



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

### 2.3.5. 理财公司试水直销渠道建设

银行理财公司的直销渠道建设仍处于起步阶段。根据《中国银行业理财市场年度报告》显示，从发行机构情况来看，2022 年，共有 16 家理财公司开展了直销业务，全年累计直销金额 0.26 万亿元，直销金额较小。

敬请参阅报告结尾处免责声明

直销渠道建设方式上，多数理财公司已建立微信公众号和网站，但自建 APP 直销渠道的理财公司屈指可数。已开业的 30 家理财公司中：29 家理财公司建立了微信公众号，其中信银理财、青银理财可以直接通过公众号链接进行购买，建信理财、华夏理财、施罗德交银理财则在产品展示信息中附带二维码链接，客户可跳转至银行 APP 购买；17 家理财公司建立了专属网站；目前仅有招银理财、信银理财、华夏理财、青银理财 4 家理财公司自建了 APP。

表 22 理财公司直销渠道建设情况（截至 2023 年 1 月底）

机构名称	微信公众号	官网	APP
工银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
建信理财	有产品介绍，可跳转银行 app 购买	无	无
交银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
中银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
农银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
中邮理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
光大理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
招银理财	有产品介绍，无购买链接	有	有
兴银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
信银理财	有	有	有
平安理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
华夏理财	有产品介绍，可跳转银行 app 购买	有	有
广银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
浦银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
民生理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
渤海理财	有公众号，但无产品介绍及购买链接	无	无
恒丰理财	无	无	无
杭银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
宁银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
徽银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
南银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
苏银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
青银理财	有	有	有
上银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
北银理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
渝农商理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
汇华理财	有产品介绍，无购买链接	有	无
贝莱德建信理财	有产品介绍，无购买链接	无	无
施罗德交银理财	有产品介绍，可跳转银行 app 购买	有	无
高盛工银理财	有产品介绍，无购买链接	有	无

资料来源：各银行官方网站、公众号等，华宝证券研究创新部整理

### 3. 银行理财产品发行特征

中国理财市场经历了一段时期的快速发展，在这个过程中，随着配套监管政策的不断完善，银行理财“保本”的特性消失，面临与基金、信托等各类产品的同台竞争。为了更好的吸引投资者，银行理财开始从快速扩张期转向精细化发展期，多元化、创新性的产品利于提升理财的竞争力，满足各类投资者的需求。

### 3.1.加速布局养老产品

随着我国人口老龄化进程不断加快，居民财富水平逐年提升的背景下，投资者对于个人养老金融的需求也在上升，养老理财产品成为银行理财公司的重大发展机遇。

从 2020 年起，养老主题理财产品就已推出，且数量持续增长。不过当时并未出台对于养老理财的具体政策指导，市场上带有“养老”字样的理财产品鱼龙混杂，部分产品有“养老之名”但并无“养老之实”，养老属性并不突出。同年，监管部门窗口指导要求，银行及其理财子公司发行产品的名称中不得含有“养老”二字，若发行含有“养老”字样的理财产品，须获得监管部门许可，为后续养老理财产品的发展打下基础。

而 2022 年 4 月，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》，以及同年 11 月人力资源和社会保障部、财政部等五部委发布了《个人养老金实施办法》，标志着市场关注已久的个人养老金制度正式落地，开启了“个人养老金新时代”，也为个人养老金融提供了更广阔的市场空间。

截至 2023 年 1 月，目前参与试点的 11 家理财公司中共有 10 家已经发行养老理财产品，仅有信银理财暂未发行养老理财产品。发行产品数量共 52 只，其中建信理财 11 只、工银理财 11 只、光大理财 10 只、招银理财 5 只、中银理财 3 只、兴银理财 3 只、交银理财 3 只、农银理财 2 只、中邮理财 2 只、以及贝莱德建信理财 1 只。2022 年发行养老理财产品实际募集规模为 966 亿元。

总的来看，银行养老理财产品具有更高稳健性、长期性、普惠性。

#### (1) 稳健性：以固定收益类产品为主

银行养老理财产品主要投向固定收益类资产，以中低风险等级为主。目前已发行的 51 只产品中有 39 只为固定收益类产品，占全部养老理财产品的 76.5%，另有混合类产品 12 只。且当前发行的养老理财产品的业绩比较基准相对较高，基本高于 5%。而普通理财产品业绩比较基准超过 5% 的产品数量较少，多数为高风险或是私募产品。

#### (2) 长期性：期限较长与分红设计

产品运作模式方面，大多数产品为封闭式净值型，有 3 只产品为开放式净值型，其中 2 只具有最短持有期（5 年），以及 1 只不设赎回交易产品（可在重大疾病以及管理人认定的其他重大支出事项等特殊情形下对理财产品进行提前赎回）。养老理财的产品期限相对较长，封闭式产品期限最长为 5 年，体现出养老理财产品引导投资者合理规划养老理财投资，树立长期投资、合理回报的投资理念。不过设置了提前赎回机制和分红机制，如遭遇重大疾病以及管理人认定的其他重大支出事项等特殊情形下，可申请提前赎回，此外还具有定期分红。

#### (3) 普惠性：低参与门槛与低综合费率

整体来看，已发行养老理财产品的综合费率较低。从费率结构上看，多数养老理财产品不设置认购费与销售服务费，仅有中邮理财的 2 只产品及贝莱德建信理财的 1 只产品设有销售服务费，分别为 0.01% 和 0.125%。固定管理费方面也基本较低，其中农银、交银的产品管理费率为 0%，兴银理财的产品管理费率由 0.1% 下调至 0%，中银理财由 0.5% 下调至 0%。而中邮、建信、招银、光大、工银的产品固定管理费仅收取 0.1%，贝莱德建信理财的产品固定管理费略高，为 0.125%。同时，养老理财一般申购起点较低，多为 1 元或 1 分起购。当前发行的产品中，中邮理财和中银理财的产品为 1 分起购，其余均为 1 元起购。整体投资门槛较低，强调作为养老理财产品的普惠金融属性。

### 3.2. 现金管理类替代产品

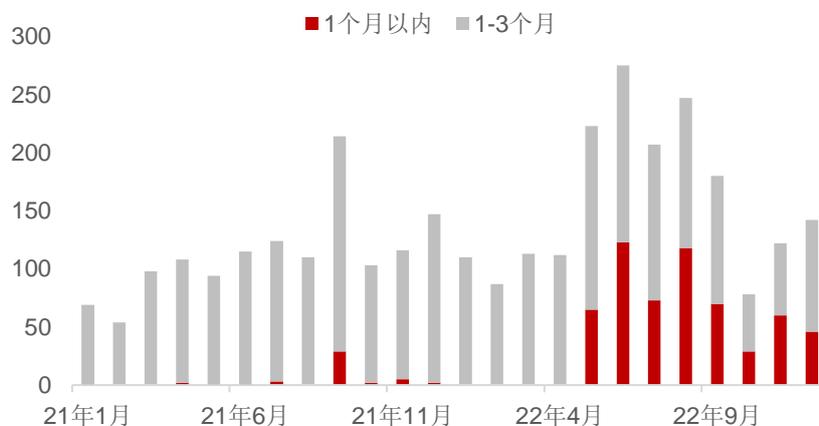
2022 年是现金理财整改的最后一年，现金管理类产品规模出现明显下降，截至 2022 年末现金管理类产品存续规模为 8.76 万亿元，较年初下降 5.75%，现金管理类产品规模或将继续在调整中下降。同时，随着整改的推进，现金管理类产品与货币基金的监管要求基本拉平，两类产品的收益率水平也在逐步靠近，现金管理类理财产品的吸引力或将下降。银行和理财公司不断探索多类型产品，以分流目前配置现金管理类产品的客户，防止客户流失。

现金管理类产品作为满足投资者短期灵活投资需求的产品，具有安全性和灵活性。所以短期内银行及理财公司推出用于替代部分现金管理类的产品可分为三类，一是具有低风险且高流动性的理财产品，如持有期限较短的开放式产品、开放周期较短的周期性开放式产品等，根据普益标准数据来看，从 2022 年 5 月开始，期限为 1 个月以内及 1-3 个月的短期限产品新发数量明显提升（产品期限根据产品运作周期计算，产品运作周期在 31 天（含）以内的计入 1 个月以内，产品运作周期在 31 天至 92 天（含）计入 1-3 个月）。这类产品能够匹配投资者对于流动性的要求。

二是推出同业存单指数理财产品。同业存单资管指数产品也是近几年市场关注度较高的产品，其中同业存单指数理财产品快速扩容，2022 年共发行 21 只同业存单指数理财产品，主要投向于主体评级较高的同业存单。同时，2022 年发行的同业存单指数理财产品中每日开放产品占比达 75%，投资者每个工作日均可申购，具备“高流动、费率低、到账快”的特点，能较好地满足投资者对流动性的需求。

三是加大存款类产品的发行。理财子公司自 2020 年开始发行一类通过购买保险资管计划间接投资三年期协议存款、定期存款或者大额存单等存款类资产的产品。该产品波动率低、收益稳定，即使是 2022 年“破净潮”时期，表现也明显优于大多数产品，收益率普遍稳定在 3%-4% 之间。因此受到投资者的关注，同时也成为能够承接现金管理类产品整改后外溢资金的替代产品。值得注意的是，《理财公司理财产品流动性风险管理办法》规定单只开放式公募理财产品和每个交易日开放的私募理财产品直接投资于流动性受限资产的市值在开放日不得超过该产品资产净值的 15%，但该产品通过保险资管购买流动性受限资产的比例明显高于规定限额，容易造成流动性风险。通常存款类理财产品期限较短，但底层资产却是三年期协议存款、定期存款或大额存单等期限较久的资产，存在严重期限错配的情况。当市场出现理财产品大面积赎回的情况，底层资产容易出现难以处置的情况，或引发系统性流动性风险。

图 36 短期限银行理财产品发行数量明显提升（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

表 23 2022 年发行同业存单指数理财产品一览

发行机构	产品名称	投资策略	期限类型	风险等级	
中银理财	中银理财-稳富高信用等级同业存单指数 7 天持有期理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）	
招银理财	招银理财招睿活钱管家(同业存单及存款)1 号固定收益类理财计划	固定收益类	T+0	二级（中低）	
农银理财	"农银安心·天天利"同业存单及存款增强人民币理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）	
	"农银匠心·天天利"同业存单及存款增强人民币理财产品				
	"农银进取·灵动"30 天同业存单及存款增强人民币理财产品				
	"农银安心·灵动"60 天同业存单及存款增强人民币理财产品 (乡村振兴惠农)				
交银理财	交银理财稳享日开(同业存单及存款)理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）	
华夏理财	华夏理财纯债日开 1 号(同业存单及存款)H	固定收益类	T+0	一级（低）	
工银理财	工银理财·天天鑫添益同业存单及存款固定收益类开放式法人理财产品	固定收益类	T+0	二级（中低）	
	工银理财·天天鑫添益同业存单及存款固定收益类开放式理财产品			一级（低）	
	工银理财·天天鑫核心优选同业存单及存款固定收益类开放式理财产品				
	工银理财·如意人生天天鑫核心优选同业存单及存款固定收益类开放式理财产品				
	工银理财·天天鑫核心优选同业存单及存款固定收益类开放式法人理财产品				
	工银理财·天天鑫稳悦私银尊享同业存单及存款固定收益类开放式理财产品				
	工银理财·天天鑫添益私银尊享同业存单及存款固定收益类开放式理财产品				
	工银理财·核心优选同业存单及存款固定收益类封闭式理财产品系列				6-12 个月、 1-3 年
	工银理财·核心优选私银尊享同业存单及存款固定收益类封闭式理财产品系列				1-3 年

资料来源：中国理财网，普益标准，华宝证券研究创新部

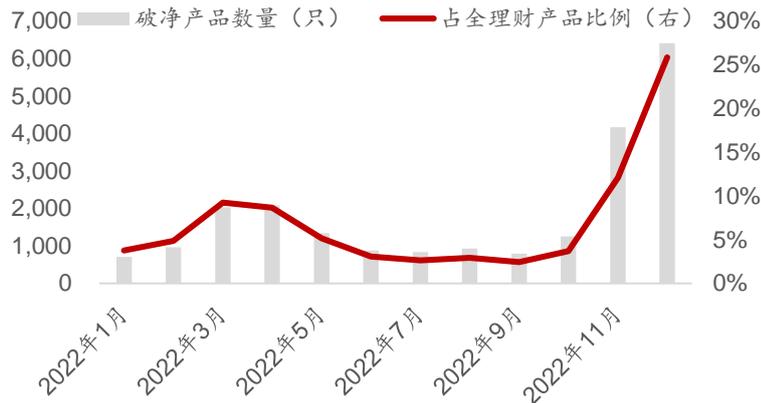
## 4. 银行理财市场痛点分析

### 4.1. 银行理财净值波动增加，出现两轮“破净潮”

2022 年，资管新规过渡期正式收官，理财产品估值方法从“摊余成本法”向“市值法”切换。再加上，全球宏观环境复杂多变，既有俄乌冲突、经济制裁这样的“黑天鹅”事件，也有新冠疫情等“灰犀牛”事件，理财产品净值波动显著扩大，在 3 月和 11 月理财市场分别经历了两轮较大的理财产品“破净潮”。

2022 年 3 月，受到权益市场大幅震荡影响，大面积理财产品净值出现大幅波动，引发第一轮“破净潮”，直到 5 月份，随着权益市场逐步修复，理财“破净”情况出现缓和迹象。但同年 11 月，由于债市震荡，理财市场再次面临“破净潮”。其影响明显大于前一轮，所波及的产品数量也大幅增加，到 12 月已有超过 6000 只理财产品出现“破净”情况。

图 37 2022 年理财产品破净情况

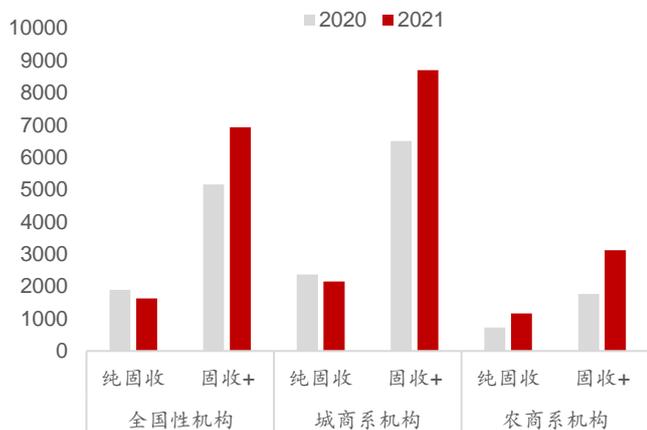


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

这两轮“破净潮”发生的背景大不相同。第一轮“破净潮”中破净的理财产品约有九成都是“固收+”或混合类产品，主要因为以下几个原因引起。

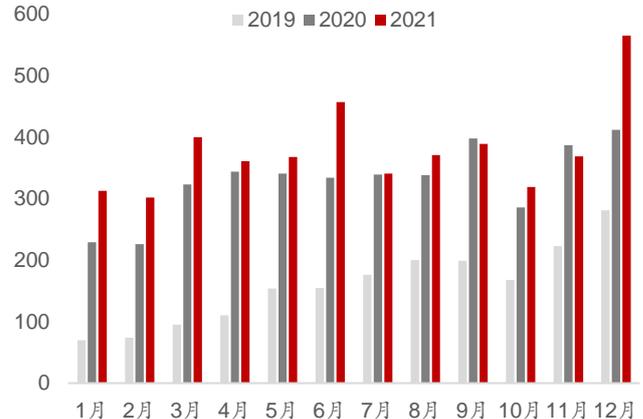
1) 固收+产品发行数量逐年增多。从 2019 年开始到 2021 年，A 股经历了 3 年的牛市。在资管新规趋严，加上利率较低背景下，纯固收产品收益呈下行趋势。为了增加收益率，银行纷纷开始把目光转向“固收+”产品，以便在提升收益率的同时，满足资产稳定的需求，固收+理财产品迎来了黄金发展时期。从存续情况来看，各机构类型在这两年中存续的“固收+”理财产品数量均高于纯固收理财产品。此外，2021 年纯固收类产品存续数量有所下滑，但得益于“固收+”理财产品存续产品数量显著增多（尤其是 2021 年下半年），固收类理财产品存续数量仍保持了增长。当前市场上已经发行的“固收+”产品主要以投资权益类资产和衍生品资产为主，其中投资权益类资产的产品主要采取直接投向股票或是通过权益型基金间接投资两种投资策略。对于投资衍生品资产的产品，2021 年下半年理财公司纷纷发行固收+“雪球”结构的挂钩指数产品。

图 38 2021 年各类机构纯固收和固收+存续情况（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

图 39 2019-2021 年，新发固收+产品数量逐年上涨（只）



资料来源：普益标准，华宝证券研究创新部

2) 2022 年上半年权益市场出现明显震荡。2022 年年初开始至 4 月 26 日，权益市场出现大幅回撤，上证指数跌幅达 20.5%。

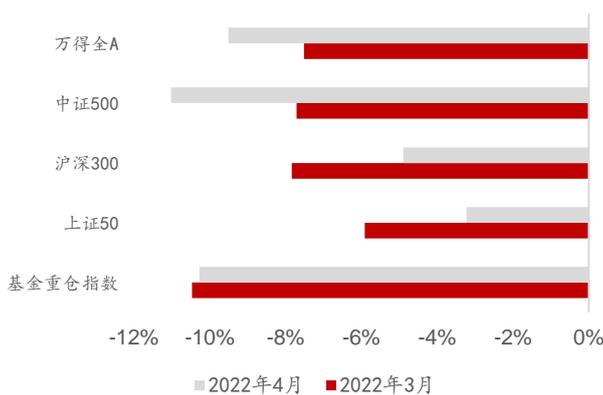
在年初开始疫情不断、A 股市场估值较高、市场对于一季度业绩增速放缓的担忧以及对未来的信心偏弱等几方因素的作用下，A 股从 2022 年开年开始回调，叠加前期基金抱团现象明显，成长板块显著承压，而此轮市场的大幅快速下行导致投资者出现担忧情绪，造成基金大面积赎回，进一步引发“下跌-赎回-被动卖出-下跌”的恶性循环。

同时，国内外事件冲击不断，对经济的压制作作用持续增强。从 2 月开始，地缘冲突加剧，引发全球股市明显震荡。此外，由于俄乌冲突下能源供给走弱推升欧美国家的通胀，也严重影响了外需，对于国内出口有明显压制作作用，一定程度上影响国内经济修复进程。3 月份，俄乌冲突的影响逐渐扩大至 A 股市场。再加上国内经济受到疫情和地产两大因素压制，存在较大下行压力，A 股下跌幅度不断增大。

除此之外，接连不断的制裁，加剧了全球避险情绪，加上中国对俄乌冲突所持的中立态度被海外国家无端质疑，进一步加大了中资产的波动。从 3 月 7 日到 15 日，A 股大幅下跌，其中上证 50、沪深 300 和中证 500 等宽基指数跌幅均较高，分别达 9.1%、8.5%和 10.4%。同时，此前外资持有较多的消费板块也出现明显下跌，这几日跌幅达 8%。

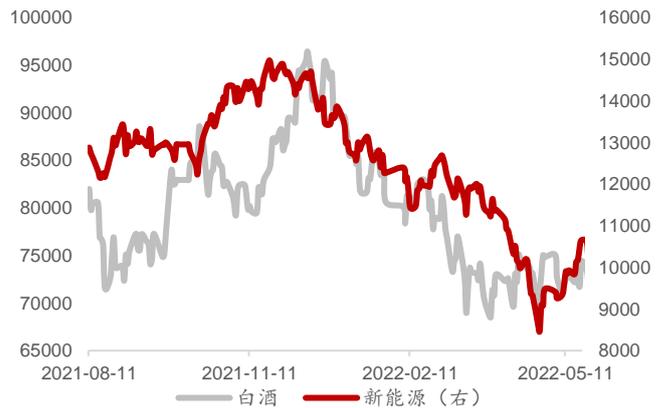
权益市场的震荡也造成了理财市场的大幅波动。再加上理财产品发行时经常存在“追高”、“追热”的行为，如多数投资于权益类基金的“固收+”产品存在持有基金抱团股的情况、多数直接投资股票的“固收+”理财产品主要投资了以新能源为代表的成长板块，所以对于这些“固收+”理财产品来说，这几轮下跌也使得前期收益全部跌空，出现了破净现象。对于投资衍生品资产的产品来说，3 月 A 股跌趋势下跌引发敲入的风险相对偏小。不过进入 4 月后，各指数进一步下跌，包括多数雪球产品挂钩的中证 500 和中证 1000 指数，使得多数产品跌破敲入点位，触发了大量雪球结构产品的密集敲入，平仓行为进一步加剧了相应宽基指数的下跌，推动这些挂钩指数或是配置雪球产品的“固收+”理财出现破净现象。

图 40 基金重仓指数跌幅较大



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 41 白酒、新能源板块跌幅较大



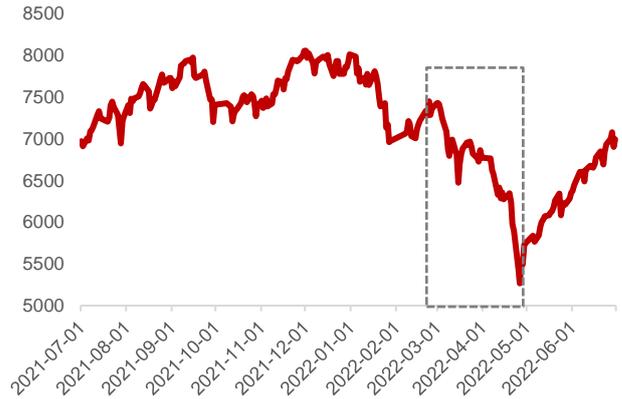
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 42 中证 500 指数走势 (2021.07 - 2022.06)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 43 中证 1000 指数走势 (2021.07 - 2022.06)

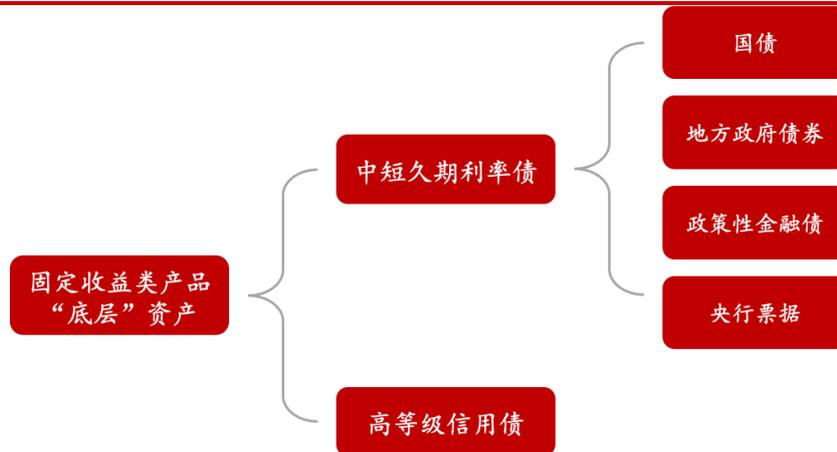


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

理财市场上发生如此大面积的理财产品破净事件, 也造成了理财投资者的担忧。市场发行和存续最多的固定收益类产品的风险等级以 PR2 或者是 PR3 为主, 风险相对偏低, 相应的投资者对波动的承受力和可容忍度也偏低。所以 2022 年 11 月的第二轮“破净潮”影响更广、波及范围更大, 也出现了空前且持续的理财“赎回潮”。其发生原因主要为:

1) 固定收益类产品数量多, 且大部分仓位投向债市。目前市场上超过九成都是固定收益类产品, 而根据固定收益类产品的投资策略来看, 大多数以信用债持有至到期策略为主, 并附带一定仓位的利率债及收益增强策略投资。

图 44 固定收益类产品“底层”资产



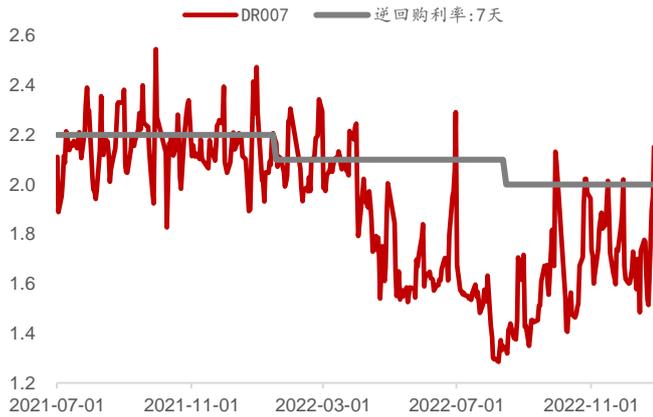
资料来源: 华宝证券研究创新部

2) 债券市场震荡, 引发理财产品净值波动增大。此前经济下行压力较大, 央行一直维持宽松的货币政策, 向市场投放较多流动性。但信用传导链条受阻, 流动性向实体经济的流入有限, 金融市场流动性十分充裕, 而充裕的流动性在 A 股市场开年即表现不佳的情况下, 主要被债市吸收, 市场资金利率水平因此持续显著低于政策利率。但随着海外紧缩预期升温以及国内经济修复预期的增强, 叠加股债性价比达到历史高峰, 10 月中旬开始, 央行对流动性的边际收紧成为触发资金利率向政策利率靠拢的导火索, 债市也启动了持续多日的下跌。

虽然 11 月债券市场大幅震荡后, 央行采取了流动性投放的维护措施, 稳定了利率债走势, 从下跌开始转向震荡。但信用债作为前期流动性红利的核心收益主体, 并未因为利率债的止跌而同步止跌, 而是继续下行, 修正超涨的部分。在此过程中, 理财“赎回潮”和信用债下跌形成了一定的负反馈, 带动信用利差持续走高。固定收益类产品的持仓中信用债的配置比例较高, 所以信用债的波动进一步扩大了理财“破净”的面积。

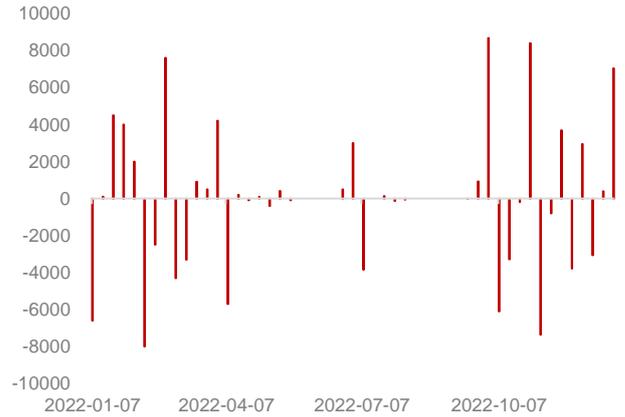
敬请参阅报告结尾处免责声明

图 45 市场资金利率与政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 46 央行货币净投放量 (亿元)



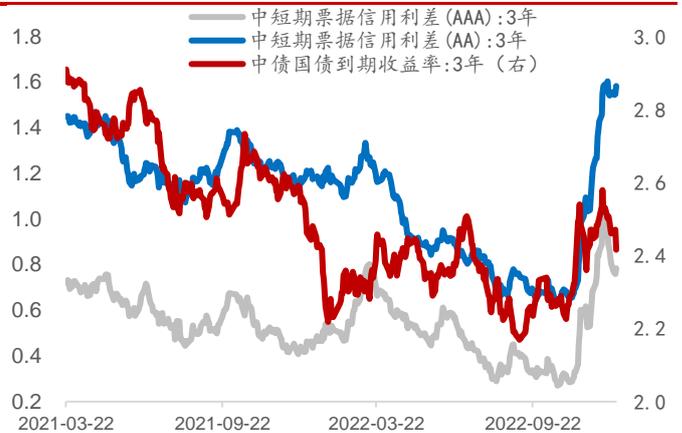
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 47 10 年期中债国债到期收益率出现明显上行 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 48 信用利差大幅走阔 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 4.2. 理财市场的痛点分析

总的来看, 理财市场在全面净值化的第一年就遭受到了全球市场波动所带来的冲击, 理财产品经历了一整年的波动。同时, 2022 年也面临现金管理新规过渡期的结束, 理财公司也在整改的过程中不断寻找能够承接现金管理产品规模压降后溢出资金的产品, 发行了不少如短债类理财产品以及同业存单指数理财产品, 但当前仍处于探索阶段, 尚未找到合适的替代产品。

### 4.2.1. 理财产品销售端

当前理财市场呈现出以理财公司为主、银行机构为辅的格局。自理财公司成立以来, 逐步吸纳银行机构的理财存量, 成为理财市场的主力军。理财公司不光在产品创设方面不断提升能力, 同时也在积极拓展代销渠道。前期率先打开代销市场局面的理财公司具备一定的先发合作优势, 后进入合作的理财机构也开始提升在产品策略、投资主题、净值表现等硬实力方面的竞争力, 协助银行渠道提供更为全面丰富的银行理财产品货架。

不过需要关注银行理财销售业务中存在的几大痛点难题。

一是缺乏专业销售人员。在过去很长一段时间, 理财市场上以预期收益型产品为主, 因其具有相对稳定的收益曲线以及隐性的保本承诺, 销售难度整体较低。再加上客户销售时的核心买点就是

敬请参阅报告结尾处免责声明

客户最关心的收益率，因此大部分理财销售对于产品本身的了解不够充分。在净值化转型后，理财产品的风险和收益与产品所投资资产、采用的投资策略以及所处的宏观和市场环境等多种因素挂钩，导致理财产品净值波动增加。与此同时，由于客户对不确定性的天然规避，使得他们在选择产品的时候会更加谨慎。所以对于销售人员的能力要求较高，需要对产品有充分的了解，并将产品特征全面清晰地传达给客户。

**二是缺乏产品代销遴选的科学评价体系。**目前不同银行机构都在监管的要求下逐步开展代销售前准入的制度化建设。但在产品代销业务实际开展过程中，代销机构的市场部门发现在引入代销产品时，不同理财机构在产品要素表述有所不同，包括对资产范围的定义、投资策略的描述等方面，代销机构往往需要将不同产品的同一要素信息进行规范收集整理，再进行下一步的比对。所以如何通过理财产品的基本要素和对市场未来的分析判断选择符合客户需求的理财产品，如何更好做好客户投资适当性管理，提升资产配置匹配度，都是摆在各家银行面前急需解决的难题。

**三是对于代销产品的风险管理把控有限。**2022 年一季度资产价格的大幅波动引发理财产品净值的回撤，当时多家银行发布“致投资者的一封信”作为对产品净值回撤的解释和对投资者情绪的安抚。然而事后的弥补往往无法缓解投资者的焦虑和赎回，如何将代销产品风险管理把控“事前化”，做好风险识别和风险管理，增加投资者信任度和满意度也是代销业务面临的一大难题。

**四是缺乏售后管理和评价能力。**引入代销后，产品的售后管理缺乏定性和定量相结合的评价体系。相对而言，在代销评价时，对于定性环节的评价各家银行相对熟悉，但是相对缺乏基于收益表现、净值波动、回撤大小、风险调整后的收益数据等净值表现指标，和策略稳定性、风险收益特征、交易拥挤度等风险控制指标的定量评价方法及能力，多数银行并不具备一套完整、有效的售后评价管理工具。

#### 4.2.2. 理财产品创设

随着开业理财子公司数量不断增加，扩容速度持续加快，理财公司承接了银行机构产品创设与发行的角色。不过由于理财公司的专业能力有限，在产品创设时仍存在以下问题：

**1) 产品同质化。**目前理财市场上虽然产品数量十分充足，但创新产品较少。存在同类产品多期发行的情况，而产品投资策略、投资方向、期限结构等方面相似性较高，缺乏创新性。虽然当前已发行部分热点题材理财产品，如 ESG、FOF、绿色、养老、专精特新等主题，但整体来看，主题产品数量仍然较少。

**2) 产品投资策略设计以及发行时间选取的能力有限。**因为理财公司的专业能力较为缺乏，通常难以即时捕捉到宏观及市场环境等方面的变化，同时对于资产上涨或下跌反应较为钝化。理财公司发现机会并发行相关产品时，通常相关资产已上涨至较高水平，所以理财市场上容易出现“追高”、“追热”行为。例如从 2019 年开始，权益类资产经历了较长一段时间上涨，“固收+”产品数量也呈现出逐年上涨的趋势，到了 2021 年新发的“固收+”产品数量达到了 2019 年的两倍多，并有越来越多是投向权益类资产。值得注意的是，2021 年全市场已经出现明显的公募抱团现象，且多数板块的股价和估值都已经涨到历史较高位置，但仍有很多新发行理财投资于权益市场，无疑是在“追高”、“追热”。无独有偶，2022 年的宽松环境下，债券市场整体表现较好，理财市场又把目光转到纯固收产品上。当债券也涨到较高位置，且股债性价比也到达极值的时候，仍选择大量发行纯固收产品。而“追高”、“追热”行为极易容易引发市场波动风险，产生较大损失，如 2022 年发生的两轮“破净潮”。

#### 4.2.3. 银行管理机制

目前，国内的金融机构开展财富管理业务主要有产品驱动、流量变现和资金账户三种模式。资金账户模式作为商业银行的代表模式，需通过与投资者建立基础账户后，围绕投资者的需求为进行金融产品配置。不过当前该模式仍存在部分问题，首先是专业人员配置数量有限、效率整体偏低；其次是“以客户为中心”的服务体系尚未完善。

为解决该问题，需要健全银行内部机制，包括多条线的分工与配合。合适的组织架构和体制机制是推动银行开展财富管理业务的关键。过去 2 年多数银行机构纷纷开展组织架构调整，包括招商银行、平安银行、中信银行等，且已有部分银行逐步找到合适的组织架构。但仍有部分银行按照业务条线划分各部室，导致财富管理链条上的前、中、后台在业务职能及考核机制上，均存在一定程度的割裂。

## 5. 银行理财市场发展展望

2022 年是理财市场全面净值化的第一年，理财市场面临了重大考验。从宏观环境方面看，2022 年中国经济面临“需求收缩、供给不足、预期转弱”的三重压力，叠加疫情反复、房地产政策调控、产业政策调整、地缘局势危机、中美摩擦等诸多影响因素，使得资产价格的波动性不断加剧。从年初开始股市出现的大幅波动，到年末债市的剧烈震荡均引发了理财产品净值回撤。在整改过渡期结束之后，银行理财产品的净值需直接面对市场波动所带来的压力，对资产价格的波动较为敏感。这也暴露了理财市场上存在的问题，包括产品设计不够完善，银行及理财公司对于产品售前销售、售后管理的能力较为缺乏，进行投资者教育的经验不足等。

2023 年，虽然国内经济走入修复阶段，但仍存在较多风险事件，如宏观经济增速不及预期、海外通胀高企下加息超预期、地缘风险超预期等。而为了避免再次出现 2022 年的“破净”事件，银行理财市场需要在以下几个方面提升能力。

**一方面是产品售前，银行理财机构需要提升自身专业性。**

**一是产品创设需提升专业度。**在理财产品净值走势与大类资产走势密切挂钩的当下，为了预防银行理财市场再次出现剧烈震荡，理财机构需寻找问题的根源，从产品创设方面入手。首先是提升产品创设的专业性，包括加强理财公司投研能力的建设，提升对于宏观、市场与行业的研判，完善大类资产配置与策略框架，提升产品的精细化程度。同时需要避免产品创设时投资的资产或是投资策略的过度聚集，需要根据资产本身的价值以及发展潜力，更好地掌握产品发行的时间和节奏。其次是要提升产品创设的效率，虽然银行理财的额度管理为产品创设提供灵活的空间，但银行僵化的和以风控为核心的管理思维惯性使得理财产品发行审批时间较长，导致产品创设相对滞后。所以需要进一步提升理财产品发行审批效率，增强产品创设实效性。

**二是做好投资者适当性管理。**2022 年所经历的两轮“破净潮”中，多数出现“破净”现象的产品为固定收益类产品。而当前市场上固定收益类产品的风险等级在 2 至 3 级，也就意味着投资者对于风险的厌恶程度偏高。而资产波动率是动态变化的，所以产品等级和实际所投资的资产等级在某些时间可能出现错位。对于部分风险偏好较低的投资者来说，考虑到权益类资产可能波动风险较大，尤其是在权益市场已经经历过较长时间的增长后，市场波动概率提升，权益类资产以及配置权益类资产的理财产品的风险都随之增加，所以 2021 年被市场热议的“固收+”产品可能与他们的诉求并不匹配。同理，虽然固定收益类资产相对稳定，但当债券市场上涨到较为危险的时候，风险也会相应增大。所以对于一些本身风险偏好较低的投资者，并不适合在这种场景下给他们推荐这些产品。因此投资者适当性的匹配是一个动态的过程，一方面，资产的风险会在合理的范围内上下波动，另一方面，投资者的风险偏好也会随着投资经历而调整，因此对于银行来说，需在每一个时点，做好风险的现状识别和未来预判，做好投资者的状态评估，并最终做好合适时间的合适产品匹配。

**三是完善产品代销遴选制度。**包括全面提升代销产品筛选专业性、产品销售适配性和产品评价标准反馈机制。由于过去银行理财机构以销售自家产品为主，无需过多的销售标准设计。不过在理财新格局下，理财公司发行产品，银行机构销售产品，权责拆分后信息同步不及以往，银行机构需要新的监管要求下，做好代销业务的标准化建设。综合考虑主客观因素，采取定性+定量的方式，包括对于未来市场走势的判断，选择符合未来资产配置方向的理财产品，筛选产品策略、业绩表现等等要素，多维度对产品进行考察。

**四是建立代销产品风险管理制度。**当前在产品代销业务实际开展过程中，代销机构的市场部门发现在引入代销产品时，存在不同理财机构对于同一产品等给予不同风险评级的情况，而当前银行理财市场上并未有标准的代销产品评级体系，需要银行及理财公司完善对于代销理财产品的风险评级标准，包括产品风险评级标准制定、更新及重检，从而使代销风险评级匹配客户适当性管理要求。

**另一方面是产品售后，包括售后管理及风险预警等方面能力的提升。**

银行理财市场的销售模式发生了较大转变，整改过渡之前，银行理财产品不需要直接面对市场波动带来的压力，收益率稳定上涨，所以银行及理财公司只需要把产品卖给客户，后续的组合管理及投资者教育等服务需求较弱。但整改过渡之后，各类资产的价格波动都会体现在净值上，净值管理能力面临检验：一方面，多数理财产品风险偏低，对净值回撤较为敏感；另一方面，银行理财应对净值波动下客户的大幅赎回经验还不足，导致其行为一定程度加剧了市场的波动。而解决的方法是提升银行及理财公司的售后管理和风险预警等方面的能力。

**首先是产品售后管理方面，不能单单改善产品售前方面的专业性，也需要关注产品售后的表现。**具体包括 1) 对于产品表现实时跟踪：银行及理财公司需要通过跟踪代销产品的净值走势变化与业绩表现，结合宏观环境、大类资产表现等外部影响因素，定期追踪理财产品投资经理的投资观点和投资操作匹配度，如遇风险需及时预警；2) 对产品进行售后评价：通过产品业绩归因、绩效考核等方式对于已代销理财产品进行定期评价，并定期更新优选核心代销产品池。同时定期调研客户投资体验反馈，并根据反馈结果，解决并改进产品售前遴选及产品创设方面的问题。

**其次是需要建立全面的风险预警机制，将风险进行分类，分为可规避风险和不可规避风险。**对于可规避风险，通过跟踪相关数据，如金融数据、经济数据等，关注全球宏观背景，监测风险事件发生概率，如有发生风险的迹象，提前对于投资者进行风险警示。对于不可规避风险，如系统性风险，或是黑天鹅事件等，应当在风险发生时及时对于投资者解释风险事件发生原因并进行投资者教育，使投资者对净值波动的理解加深。

**最后是投资者教育方面，需要帮助投资者提升对于净值波动的认识。**2022 年理财市场的“破净潮”发生后，也引发了“赎回潮”，形成进一步的负反馈。很大一部分原因是仍有很多投资者还没有从投资理财能够获取稳定收益的思维模式转变，所以当理财产品净值出现较大波动时，他们会存在担忧心理。这时候需要银行及理财公司对于投资者进行投资者教育，帮助他们了解波动的原因。但由于银行及理财公司缺乏相关经验，且更关注短期投资者大幅抛售银行理财产品给银行及理财公司带来的风险，所以银行及理财公司发布“致投资者的一封信”作为对产品净值回撤的解释和对投资者情绪的安抚，并寻找更多的方法来平滑产品净值波动，如推出较多以摊余成本法估值的封闭式产品，并将客户注意力吸引到锁定票息、净值在持有期内相对平稳这些方面。

不过从长期来看，仅靠单一方式安抚投资者并不能解决理财投资者对于理财产品发生波动的担忧心理，被动被客户需求牵着走并不能改善投资者的行为。如果未来再次出现理财净值大幅波动的情况，理财市场或将再度面临“赎回潮”。所以银行及理财公司应该从根本上解决问题，进行投资者教育，通过定期培训、发布相关文章等方式，帮助投资者理解市场波动以及风险，并清晰认识风险和收益的关系。

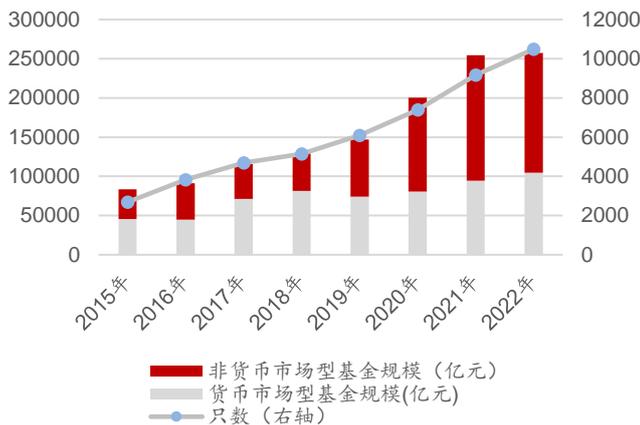
## 二、2022 年公募基金年度报告

### 1. 市场规模：存量小幅上升，新发市场遇冷

#### 1.1.2022 年公募基金市场规模：规模小幅上升，行业集中度保持稳定

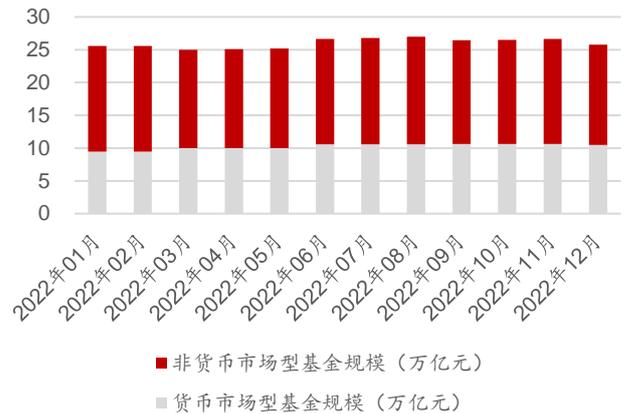
截至 2022 年 12 月 31 日，公募基金管理规模达到 25.75 万亿元，同比上升 1.18%，行业规模增速明显放缓。其中，非货币型基金 15.30 万亿元，同比降低 4.41%；货币型基金 10.45 万亿元，同比增加 10.64%。分季度看，2022 年一季度，俄乌冲突、美联储加息、国内疫情卷土重来等多重因素制约权益市场风险偏好，3 月末公募基金管理规模降至年内低点 24.99 万亿；二季度，伴随着国内疫情过峰、稳增长政策密集落地，上证指数触底回升，公募基金管理规模进入上升区间；三季度疫情散发、高温限电、地产断供风波发酵等因素再度制约权益市场风险偏好，上证指数再度探底，公募基金管理规模小幅回落；四季度，防疫政策持续优化、地产刺激政策接连落地，权益市场估值修复，但 11 月债市大幅波动引发银行理财、债券基金大规模赎回潮，四季度公募基金总规模降至 25.75 万亿元，相较三季度末下降 3.38%。

图 49 公募基金管理只数及规模（2015-2022）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 50 2022 年公募基金存量规模



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

我们依据 Wind 二级分类按照如下规则对公募基金重新进行划分：

- (1) 主动股票型：普通股票型基金、偏股混合型基金；
- (2) 主动纯债型基金：中长期纯债型基金、短期纯债型基金；
- (3) 固收多策略型基金：一级债基、二级债基、偏债混合型基金、可转债型基金；
- (4) 平衡型和灵活配置型基金：混合型基金中平衡型和灵活配置型；
- (5) 股票指数型：股票被动指数型、股票指数增强型；
- (6) 债券指数型：债券被动指数型、债券指数增强型；

从公募基金存量规模结构来看，2022 年年末，非货币型产品占比 59.40%，货币型基金占比由 2021 年年末的 37.13% 小幅上升至 2022 年年末的 40.60%。主动管理型产品中，由于 2022 年权益市场的深度回调，普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡及灵活配置型基金占比相较 2021 年均有所回落；固收多策略型基金整体占比小幅降低，其中混合型一级债券基金占比有所上升。2022 年，虽然四季度债市大幅波动引发了债券基金大规模赎回潮，但中长期纯债基金和短期纯债基金占比相

敬请参阅报告结尾处免责声明

较 2021 年均有所上升。被动型产品中，债券指数型、股票指数型基金占比同比小幅增加。2022 年，其他类型基金中，公募 FOF 规模同比降低 13.29% 至 1927 亿元，公募 Reits 规模同比大增 114.93% 至 770.88 亿元，但由于行业尚处于起步期，2022 年年末公募 Reits 规模占比仅 0.30%。

表 24 公募基金管理规模 (2020-2022)

	2020 年规模 (亿元)	2020 年占比 (%)	2021 年规模 (亿元)	2021 年占比 (%)	2022 年规模 (亿元)	2022 年占比 (%)
<b>主动股票型基金</b>	<b>35347.09</b>	<b>17.63</b>	<b>43463.58</b>	<b>17.08</b>	<b>35075.04</b>	<b>13.62</b>
普通股票型基金	6982.71	3.48	8507.54	3.34	6692.76	2.60
偏股混合型基金	28364.37	14.14	34956.05	13.73	28382.28	11.02
<b>主动纯债型基金</b>	<b>39592.61</b>	<b>19.74</b>	<b>51681.11</b>	<b>20.30</b>	<b>54701.90</b>	<b>21.24</b>
中长期纯债型基金	36967.36	18.43	46650.03	18.33	48356.71	18.78
短期纯债型基金	2625.25	1.31	5031.07	1.98	6345.18	2.46
<b>固收多策略型基金</b>	<b>11142.96</b>	<b>5.56</b>	<b>21623.80</b>	<b>8.50</b>	<b>21569.31</b>	<b>8.38</b>
混合债券型一级基金	1083.91	0.54	2138.15	0.84	6189.64	2.40
混合债券型二级基金	5211.83	2.60	10693.52	4.20	9397.27	3.65
偏债混合型基金	4847.21	2.42	8792.12	3.45	5608.79	2.18
可转债型基金	—	—	—	—	373.61	0.15
<b>平衡型和灵活配置型基金</b>	<b>15246.85</b>	<b>7.60</b>	<b>18143.21</b>	<b>7.13</b>	<b>13843.72</b>	<b>5.38</b>
平衡混合型基金	1226.39	0.61	555.77	0.22	437.83	0.17
灵活配置型基金	14020.46	6.99	17587.43	6.91	13405.88	5.21
<b>债券指数型基金</b>	<b>4120.64</b>	<b>2.05</b>	<b>4325.01</b>	<b>1.70</b>	<b>5941.28</b>	<b>2.31</b>
债券被动指数型	4119.74	2.05	4320.41	1.70	5926.13	2.30
债券指数增强型	0.90	0.00	4.61	0.00	15.15	0.01
<b>股票指数型基金</b>	<b>11578.37</b>	<b>5.77</b>	<b>15007.23</b>	<b>5.90</b>	<b>15812.55</b>	<b>6.14</b>
股票被动指数型	10442.00	5.21	13368.07	5.25	14076.16	5.47
股票指数增强型	1136.37	0.57	1639.16	0.64	1736.39	0.67
<b>货币市场型基金</b>	<b>80535.76</b>	<b>40.16</b>	<b>94496.79</b>	<b>37.13</b>	<b>104548.95</b>	<b>40.60</b>
<b>另类投资基金</b>	<b>838.98</b>	<b>0.42</b>	<b>776.03</b>	<b>0.30</b>	<b>374.10</b>	<b>0.15</b>
QDII 基金	1199.53	0.60	2403.58	0.94	2936.66	1.14
FOF 基金	910.54	0.45	2222.41	0.87	1927.00	0.75
REITS	—	—	358.67	0.14	770.88	0.30
其他	32.69	0.02	32.46	0.01	30.44	0.01
<b>全部基金</b>	<b>200546.01</b>	<b>100.00</b>	<b>254533.88</b>	<b>100.00</b>	<b>257531.82</b>	<b>100.00</b>

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从行业集中度上看，2022 年公募基金管理规模集中度较高且保持稳定。从基金公司全部管理规模来看，2022 年，195 家公募基金公司 CR10、CR20 分别为 38.53%、61.67%，前 20 大基金公司合计管理超过行业 60% 的资产；2021 年行业 CR10、CR20 分别为 39.08%、62.36%，2022 年集中度相较 2021 年小幅下降但整体维持稳定。2021-2022 年，易方达、广发基金、华夏基金、天弘基金、南方基金维持行业管理规模 TOP5。从基金公司非货币型基金管理规模来看，易方达依然以 9760.42 亿元稳居榜首，华夏基金（7068.13 亿元）、广发基金（6740.90 亿元）、富国基金（5840.68 亿元）、招商基金（5626.98 亿元）分别位列 2-5 名。2022 年，基金公司非货币型基金管理规模 CR10、CR20 分别为 38.82%、59.20%，集中度相较于 2021 年小幅下降但整体保持稳定。

图 51 2022 年公募基金管理规模 TOP15

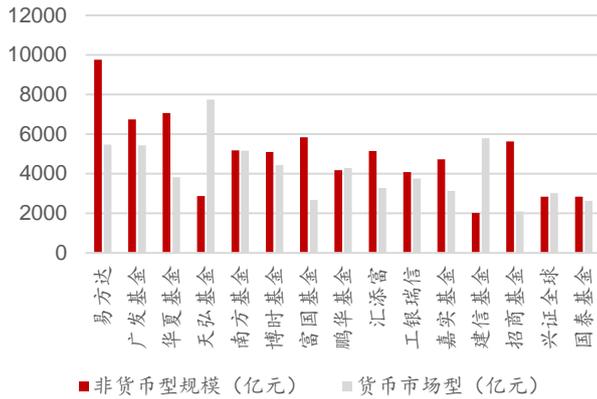
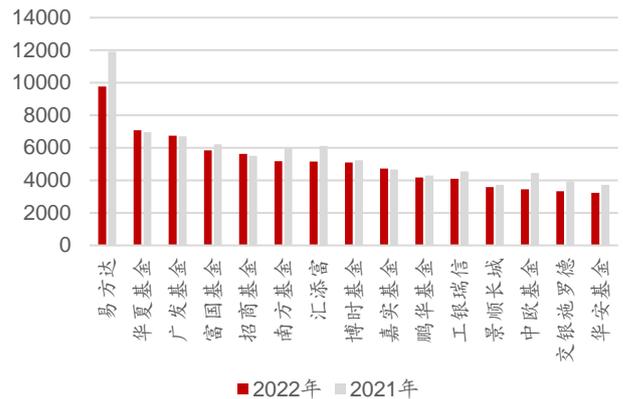


图 52 2022 年公募基金非货币基金管理规模 TOP15



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

分产品线看, 由于权益市场的深度回调, 2022 年主动权益 (普通股票型+偏股混合型) 前 10 位基金公司的管理规模相较 2021 年均不同程度降低, 易方达、中欧基金、广发基金管理规模仍位列前三。2022 年主动权益 TOP10 的基金公司 与 2021 年一致, 广发基金、交银施罗德基金位次小幅上升。纯债基金方面, 除南方基金外, 纯债基金 (中长期纯债基金+短期纯债基金) 规模前 10 名的基金公司管理规模均有所增加, 其中嘉实基金 (+434.22 亿元)、广发基金 (+429.67 亿元)、招商基金 (+427.45 亿元) 规模上升较大。博时基金、招商基金、中银基金纯债基金管理规模稳居行业前三位。2022 年, 海内外宏观环境不确定加大, 权益市场波动剧烈, 短债基金作为投资者避险类现金管理工具再次迎来黄金发展时期。截止 2022 年年末, 建信基金 (408.72 亿元)、财通资管 (360.03 亿元)、嘉实基金 (358.18 亿元)、汇添富 (326.68 亿元)、博时基金 (313.15 亿元) 短债基金管理规模最高。固收多策略型基金方面, 2022 年, 权益市场的深度回调、债市遭遇两轮大规模赎回潮, 固收多策略型基金 (偏债混合型+混合债券型一级基金+混合债券型二级基金+可转债基金) 整体规模收缩, 前 10 名基金公司相对 2021 年规模均有所降低, 其中, 易方达、南方基金、工银瑞信规模降低幅度较大。

表 25 2021-2022 年基金公司主动权益前十名管理规模 (单位: 亿元)

基金公司	2022 年 普通股票型	2022 年 偏股混合型	2022 年 主动权益规模	2021 年 普通股票型	2021 年 偏股混合型	2021 年 主动权益规模
易方达	655.16	2020.64	2675.80	824.24	2305.93	3130.17
中欧基金	376.49	1778.20	2154.70	477.96	2298.70	2776.66
广发基金	427.73	1461.67	1889.39	593.87	1663.90	2257.77
汇添富	272.17	1579.51	1851.68	361.21	2241.34	2602.55
富国基金	156.67	1624.41	1781.09	203.95	2119.93	2323.89
景顺长城	215.10	1456.65	1671.75	326.23	1897.15	2223.37
嘉实基金	555.91	1052.85	1608.76	651.91	1379.86	2031.77

工银瑞信	653.54	635.26	1288.80	917.51	940.31	1857.81
交银施罗德	76.13	1177.43	1253.57	61.75	1344.52	1406.27
华夏基金	301.93	929.89	1231.82	433.90	1243.53	1677.43

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 26 2021-2022 年基金公司纯债基金前十名管理规模 (单位: 亿元)

基金公司	2022 年 中长期纯债型基金	2022 年 短期纯债型基金	2022 年 纯债型基金	2021 年 中长期纯债型基金	2021 年 短期纯债型基金	2021 年 纯债型基金
博时基金	2386.06	313.15	2699.21	2210.05	422.8	2632.85
招商基金	2001.97	209.78	2211.75	1535.57	248.72	1784.3
中银基金	1874.42	8.94	1883.37	1828.42	4.98	1833.4
工银瑞信	1483.21	186.96	1670.17	1199.01	106.19	1305.2
嘉实基金	1297.26	358.18	1655.44	1004.31	216.92	1221.23
永赢基金	1499.37	110.74	1610.11	1281.17	94.2	1375.37
富国基金	1400.49	98.52	1499.02	1344.65	37.48	1382.14
广发基金	1174.92	283.67	1458.59	919.05	109.88	1028.92
鹏华基金	1311.98	104.72	1416.7	1146.18	90.05	1236.23
南方基金	1217.47	152.79	1370.26	1427.29	115.92	1543.21

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 27 2021-2022 年基金公司固收多策略基金前十名管理规模 (单位: 亿元)

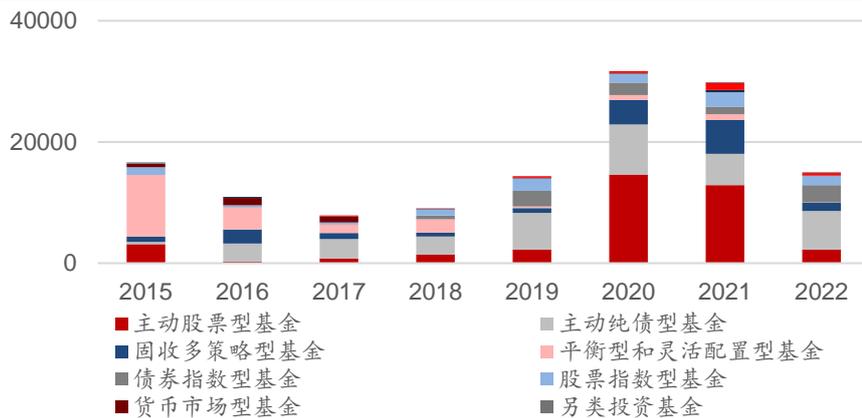
基金公司	2022 年 偏债混 合型	2022 年 一级债 基	2022 年 二级债基	2022 年 可转债 基金	2022 年固 收+基金	2021 年 偏债混合型	2021 年 一级债基	2021 年 二级债基	2021 年 固收+基金
易方达	535.05	470.08	1500.36	—	2505.49	1039.78	412.09	2739.52	4191.39
招商基金	465.15	495.10	503.56	—	1463.81	731.13	503.63	384.16	1618.92
广发基金	305.43	116.97	586.09	23.29	1031.78	605.66	74.27	373.36	1053.29
富国基金	147.44	358.11	435.82	28.91	970.28	230.52	468.21	265.58	964.31
天弘基金	123.09	192.30	638.56	—	953.95	157.61	153.51	651.94	963.06
鹏华基金	245.87	283.30	312.13	64.48	905.78	382.39	242.66	409.68	1034.73
南方基金	400.40	65.34	256.62	27.71	750.08	648.75	141.71	325.77	1116.23
汇添富	157.07	300.45	180.00	66.66	704.18	270.03	314.16	266.74	850.93
景顺长城	63.14	26.35	604.14	—	693.63	103.85	11.82	566.79	682.46
工银瑞信	104.95	123.11	402.52	6.63	637.20	192.71	129.62	552.30	874.63

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 1.2.2022 年公募基金新发份额：新发遇冷，固收类基金占半壁江山

2022 年，海内外宏观形势错综复杂，俄乌冲突、中美关系反复、美联储加息等因素从外部制约权益市场的风险偏好；国内方面，疫情多点散发、地产下行，A 股深度回调，年内两度探底 2900 点。经济低迷、权益市场下跌扰动投资者的信心，2022 年公募基金新发遇冷，年内新发份额共 14974.08 亿份，同比大幅降低 49.81%。分类型看，2022 年主动股票型基金和固收多策略型基金新发分别 2239.51 亿份、1445.16 亿份，同比分别降低 82.61%、74.01%；主动纯债型基金和债券指数型基金新发 6373.15 亿份、2790.91 亿份，同比增加 22.98%、131.66%。2022 年 FOF 基金新发 426.96 亿份，同比降低 64.27%。

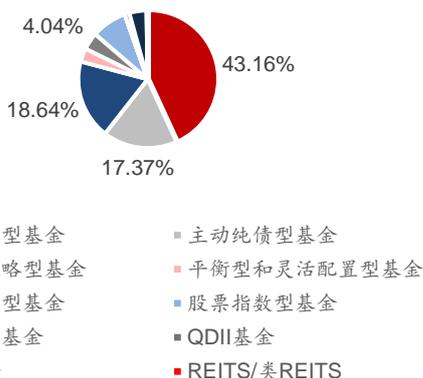
图 53 2015-2022 年公募基金新发份额（亿份）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

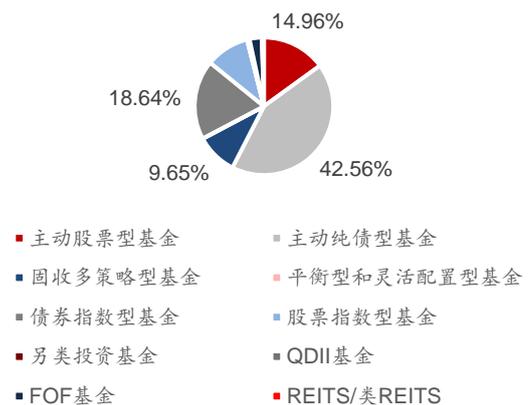
从公募基金新发产品结构来看，2022 年新成立的公募基金以固收型为主，主动纯债型和债券指数型新增规模占比分别由 2021 年的 17.37%、4.04% 上升至 2022 年的 42.56%、18.64%，两者合计 61.20%，占新发基金的半壁江山；主动股票型基金和固收多策略基金新发份额占比则由 2021 年的 43.16%、18.64% 锐减至 2022 年的 14.96%、9.65%。

图 54 2021 年新发公募基金结构



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 55 2022 年新发公募基金结构



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2022 年，相对股票市场，债市表现较好，中长期纯债基金和短期纯债基金分别新发 5695.40 亿份、677.75 亿份，震荡市下短债基金作为偏好中低风险资产投资者的“避险资产”，规模同比大增 236.77%；中长期纯债基金规模相较 2021 年同比增加 14.34%。受益于政策红利及产品创新，2022 年债券指数型基金快速扩容，以同业存单基金和债券 ETF 表现最为亮眼。2022 年，债券同业存单基

金新发 2142.96 亿份，规模同比增加 1306.23%，其中七只同业存单基金首发规模均超过 100 亿元。2022 年，共有 5 只债券被动指数型 ETF 发行，规模合计 243.04 亿元。

表 28 2022 年发行规模最大的五只同业存单基金及债权 ETF

	基金代码	基金简称	基金成立日	发行总规模 (亿元)	基金经理
同业存单基金	015826.OF	广发同业存单指数 7 天持有	2022/6/2	100.02	温秀娟,周卓熙
	015645.OF	平安同业存单指数 7 天持有	2022/5/18	100.02	段玮婧,李可颖
	015825.OF	国泰同业存单指数 7 天持有	2022/5/30	100.02	陶然
	015861.OF	嘉实同业存单指数 7 天持有	2022/6/9	100.02	常逍遥,赵国英
	015875.OF	汇添富同业存单指数 7 天持有	2022/6/10	100.01	温开强
债券 ETF	159649.OF	华安中债 1-5 年国开行债券 ETF	2022/8/8	80.00	苏卿云,林唐宇
	511520.OF	富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF	2022/8/19	78.49	朱征星
	159650.OF	博时中债 0-3 年国开行债券 ETF	2022/8/26	73.70	万志文,吕瑞君
	159651.OF	平安中债-0-3 年国开行债券 ETF	2022/9/1	6.83	刘洁倩,王仁增
	511580.OF	招商中证政策性金融债 3-5 年 ETF	2022/9/15	4.03	王闯

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 2. 行业政策：顶层设计落地，塑造良性生态

### 2.1. 顶层设计落地，公募基金迎来战略发展期

#### 行业高质量发展意见落地，公募基金迎来战略发展期

近年来，伴随着居民财富逐渐向金融资产迁移、资本市场改革不断深化，公募基金作为推动实体经济发展、服务财富管理、助力共同富裕的重要工具，迎来了黄金发展时期。2022 年 4 月 26 日，公募基金行业迎来重磅文件——《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（本小节简称《意见》），《意见》全文十六条，从积极培育专业资产管理机构、全面强化专业能力建设、着力打造行业良好发展生态和不断提升监管转型效能四方面规范发展，这也是监管机构首次公开发文支持公募基金行业高质量发展，对基金行业意义深远。5 月 20 日，证监会在对基金业先行纲领性文件《证券投资基金管理公司办法》修改的基础上，公布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》（本小节简称《办法》）。《办法》共八章七十八条，从“准入-内控-经营-治理-退出-监管”六个方面，全业务链条规范基金公司业务发展。《办法》沿袭了《意见》总体思想，是对《意见》具体措施的补充，两份文件一脉相承，互为补充，共同助力公募基金行业高质量发展。根据上述两份文件精神，我们认为，未来公募基金行业将有以下发展趋势：

**(1) 鼓励行业差异化发展，培育行业一流资管机构。**《办法》规定“子公司可以从事资产管理相关业务”，《办法》修订说明中提到“支持设立专业子公司专门从事公募 REITs、私募股权投资基金管理、基金投资顾问、养老金融服务等业务”。基金发行同质化是当前行业发展痛点之一，行业马太效应显著的情况下，差异化发展不仅为中小型基金公司提供了弯道超车的机会，也有利于基金公司拓宽资金来源、增强资产创设能力，将业务延伸至一级市场，助力基金公司集团化运营，促进形成综合性大型财富管理机构与特色化专业资产管理机构协同发展、良性竞争的行业生态。此外，《办法》允许公募管理人将运营外包，委托机构代为办理公募基金的份额登记、核算、估值等运营业务，有助于中小型基金公司降本增效，提升自身投研实力。

**(2) 适度松绑准入限制，形成行业优胜劣汰氛围。**《意见》提出“壮大公募基金管理人队伍，支持证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资产管理机构依法申请公募基金牌照”，《办法》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。证券公司与基金公司战略层面的股权绑定由来已久，我国公募基金公司 140 家，券商系基金公司 55 家，占比 39%。在“一参一控”限制下，券商申请公募牌照进程缓慢。自 2013 年东证资管获得首张牌照起，仅 14 家券商获准开展公募基金管理业务。“一参一控一牌”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管理业务，未来将有更多券商资管申请公募牌照，进军公募基金红海领域竞争。《意见》中提出，“引导经营失败的基金管理公司主动申请注销公募基金管理资格或者通过并购重组等方式实现市场化退出，推动构建优胜劣汰、进退有序的行业生态”，《办法》中也新增了基金公司退出章节，由此可见监管层鼓励行业形成“有进有出、优胜劣汰”的良性竞争氛围。未来基金公司牌照价值也会随着持牌机构数量的增加而下降，从而引导机构专注自身专业投研能力的提升。

**(3) 鼓励产品及业务创新，丰富基金公司产品线。**《意见》提出“大力推进权益类基金发展、加快推动 ETF 产品创新发展、稳步推进金融衍生品投资、支持个人零售型债券产品发展、研究完善 FOF、MOM 等产品规则、加大中低波动型产品开发创设力度、开发适配个人养老金长期投资的基金产品、积极推动公募 REITs、养老投资产品、管理人合理让利型产品等创新产品发展”，由此可见未来监管大力支持的权益型公募基金、流动性优势明显的 ETF 产品、组合投资 FOF/MOM、引导中长期资金入市的养老投资产品、服务实体经济的公募 REITs 等产品是未来基金公司重点发展方向。

表 29 《意见》与《办法》对比

	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》
基金公司准入	——	注册资本≥1 亿元人民币，取得基金从业资格的人员原则上不少于 30 人
主要股东	——	将基金公司股东分为三类： (1) 主要股东，指持有基金管理公司 25% 以上股权的股东；(2) 持有基金管理公司 5% 以上股权的非主要股东；(3) 持有基金管理公司 5% 以下股权的非主要股东。股东资质要求更加细化
一参一控	适度放宽同一主体下公募牌照数量限制，支持证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资产管理机构依法申请公募基金牌照	同一主体或者受同一主体控制的不同主体参股基金管理公司的数量不得超过 2 家，其中控制基金管理公司的数量不得超过 1 家。下列情形不计入参股、控制基金管理公司的数量：基金管理公司设立从事公募基金管理业务的子公司
内部控制和业务规范	研究进一步优化基金管理公司交易模式，公募基金后台运营业务外包由试点转常规，支持中小基金管理公司降本增效，聚力提升投研能力	(1) 切实保护基金份额持有人的长远利益、遵循基金份额持有人利益优先原则；(2) 建立全面内部控制机制、风险管理制度、合规负责人制度；(3) 建立公募基金财务核算与基金资产估值制度和流程；(4) 加强基金销售管理，建立和完善投资者适当性管理制度；(5) 应当保持良好的财务状况；(6) 建立健全人力资源管理制度，科学的薪酬管理制度和考核机制，建立基金从业人员和基金份额持有人利益绑定机制；(7) 建立与公司发展和业务操作相匹配的信息技术系统；(8) 应当建立资料档案管理制度，保存期不少于 20 年；(9) 可以委托资质良好的基金服务机构，代为办理公募基金的份额登记、核算、估值、投资顾问、资产评估、不动产项目运营管理等业务
基金公司治理	把好股权准入关，压实基金管理公司股权管理的主体责任，防范资本无序扩张，严厉打击股权代持、变相套取牌照、倒卖牌照等违规行为督促基金管理人建立健全覆盖经营管理层和基金经理等核心员工的长期考核机制，将合规风控水平、三年以上长期	(1) 保持公司股权结构稳定，股权相关方应当书面承诺在一定期限内不转让持有的基金管理公司股权 (2) 董事会对经理层的考核，应当关注基金长期投资业绩，不得以短期的基金管理规模、盈利增长等作为主要考核标准

	投资业绩、投资者实际盈利等纳入绩效考核范畴，弱化规模排名、短期业绩、收入利润等指标的考核比重	(3) 建立健全独立董事制度 (4) 基金管理公司与其子公司、各子公司之间应当严格划分业务边界，建立有效的隔离制度，不得存在利益输送、损害投资人合法权益或者显失公平等情形
业务范围	大力推进权益类基金发展，加快推动 ETF 产品创新发展，不断提高权益类基金占比，稳步推进金融衍生品投资。稳妥发展固收类产品，支持个人零售型债券产品发展，研究完善 FOF、MOM 等产品规则，加大中低波动型产品开发创设力度，开发适配个人养老金长期投资的基金产品，有效对接不同风险偏好资金需求，健全完善公募基金风险收益曲线与产品谱系。	基金管理公司应当主要从事公募基金管理业务。经中国证监会批准或者认可，基金管理公司可以从事私募资产管理业务和其他相关业务
子公司	支持公募主业突出、合规运营稳健、专业能力适配的基金管理公司设立子公司，专门从事公募 REITs、股权投资、基金投资顾问、养老金融服务等业务，提升综合财富管理能力	(1) 经中国证监会批准或者认可，子公司可以从事资产管理相关业务，中国证监会另有规定的除外 (2) 分公司或者中国证监会规定的其他形式的分支机构，可以从事基金管理公司授权的业务
退出	引导经营失败的基金管理公司主动申请注销公募基金管理资格或者通过并购重组等方式实现市场化退出，推动构建优胜劣汰、进退有序的行业生态	中国证监会或者其派出机构决定对公募基金管理人启动风险处置程序的，可以区分情形，对其采取风险监控、责令停业整顿、指定其他机构托管、接管、取消公募基金管理业务资格或者撤销等措施。
法律责任	——	公募基金管理人、基金管理公司子公司和前述机构的股东、股东的实际控制人等相关主体，以及基金托管人，基金服务机构（相关人员）承担法律责任的情况

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 基金业协会发布基金公司绩效考核与薪酬管理指引，健全公募行业长效激励约束机制

此外，为进一步支持公募基金行业高质量发展，2022年6月10日，基金业协会发布《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》（下文简称《指引》），《指引》主要对薪酬结构、薪酬支付、绩效考核、薪酬内控管理四个方面进行规定，与《意见》中“强化长效激励约束机制”形成呼应。《指引》规范及细化了基金公司的绩效考核与薪酬管理制度，明确基金从业人员绩效薪酬递延制度，将基金公司管理人和持有人的利益绑定，有利于基金行业的长远健康发展。公募基金当前处于战略发展期，我们预计，未来将有更多细则落地，共同助力公募基金高质量发展。

## 2.2. “固收+”监管收紧，首批混合估值法债基上市

### “固收+”产品迎来监管窗口指导，权益资产投资比例不得超过 30%

2022年，固收类基金监管和创新并存。近年来规模迅速扩张的“固收+”基金在2022年迎来强监管：6月，证监会提醒基金公司，将“固收+”产品基金投资范围中的可转债算入权益资产范围，即加强了投资端含权部分的监管。8月，监管层对于固收+基金的窗口指导中明确加强了“固收+”基金的宣传口径约束：权益资产投资比例超过30%的基金，不能以“固收+”基金的名义进行新产品申报和宣传，即“固收+”产品权益类资产比例上限为30%。9月，基金业协会要求混合基金和二级债基（除同业存单基金）的基金经理原则上应具备1年以上的含权产品投资管理经验或权益资产的研究经验。“固收+”基金的火爆与“理财替代”密不可分，但部分基金为了增厚收益采用了较高的权益中枢，偏离了投资者稳健回报的理财初衷。监管层将可转债纳入权益资产范围、规定权益资产上限，有利于厘清“固收+”产品定义，防止概念被市场滥用，以便投资者在进行理财时更为精准地匹配到符合自身需求的基金。

### 债市赎回潮催生产品创新，混合估值法债基横空出世

2022年，固收类基金同样迎来多项创新，混合估值法债基尤其受到市场关注。2022年6月1日，证监会官网显示，超过20家基金公司集中申报定开债基。2023年2月初，鹏华基金、易方达基金、南方基金、招商基金、富国基金旗下的五只混合估值法债基正式发行，获得了市场的广泛关注。上述五只混合估值法债基均为契约式封闭式基金，封闭期分布在18-30个月之间。基金管理人根据估值方法的不同，对所投资资产分单元管理：一是持有到期型单元，以收取合同现金流量为目的采取买入并持有至到期的投资管理策略，采用摊余成本法估值；二是交易型单元，可根据投资管理人对市场的判断采用灵活的投资管理策略，采用市值法估值。两类债券资产严格隔离，管理人在购买债券资产时应当根据投资目的分别标记为市价法估值债券品种和摊余成本法估值债券品种，并分别计入上述两个单元进行运营管理。

表 30 首批五只混合估值法债基基本情况

基金代码	基金简称	封闭期	基金经理	估值方法
017798.OF	易方达恒固 18 个月 A	18 个月	纪玲云	投资标的包括持有至到期类资产和交易性资产，根据资产估值方法的不同，对所投资的资产实行分单元管理： 1. 一是持有到期型单元，投资于以收取合同现金流量为目的并持有至到期的债券资产，采用摊余成本法估值 2. 二是交易型单元，采用市值法进行估值，该单元的债券资产以公允价值计量且其变动计入当期损益
017800.OF	招商恒鑫 30 个月	30 个月	李家辉	
017807.OF	南方恒泽 18 个月 A	18 个月	陶钰, 黄河	
017803.OF	富国汇诚 18 个月 A	18 个月	张洋	
017790.OF	鹏华永瑞一年 A	1 年	刘方正	

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2022年3月“股债双杀”行情以及四季度债券市场大幅调整导致银行理财大面积破净，“债市下跌—产品净值大幅回撤—投资者恐慌性赎回—产品卖出债券资产—债市进一步下跌—投资者继续赎回”，债市在投资者大幅赎回的正反馈机制下进一步下跌，而零售客户在面对产品净值大幅回撤时更容易出现非理性赎回行为。当债市出现异常波动时，采用摊余成本法估值的基金净值曲线表现更加平稳，有利于减少投资者的非理性赎回。

混合估值法债基兼具两种估值方法的优势，其中摊余成本法估值部分保证了产品整体相对于纯市值法估值的债基业绩表现更加稳健，市值法估值部分则可以运用更加灵活的投资策略增厚产品收益。混合估值法债基的横空出世，是公募基金行业纲领性政策《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》中“健全完善公募基金风险收益曲线与产品谱系、加大中低波动型产品开发创设力度、支持个人零售型债券产品发展”相关表述在固收领域的具体延伸。混合估值法债基有利于熨平基金产品净值波动，同时丰富基金公司中低波动产品线。估值方式的优势有利于吸引个人投资者资金，为行业引入活水；也为中小基金公司提供了拓宽资金来源、扩大管理规模的弯道超车的机会。

### 2.3. 养老金第三支柱开闸，公募 FOF 蓄势待发

2022年4月21日，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》（本小节简称《意见》），旨在推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，健全多层次、多支柱养老保险体系，我国养老第三支柱顶层制度正式落地。《意见》确立后，各监管机构密集发布细则，旨在补齐个人养老金制度拼图。当前我国已建立起基本养老保险、企业补充养老保险和个人商业养老保险相结合的三支柱养老保险体系，但我国养老保险制度以国家和企业的保险制度为主，个人商业养老保险（第三支柱）发展相对滞后。伴随着我国人口老龄化问题日益严重，养老制度的重心急需由国家向个人转移。《意见》及配套细则的落地标志着个人养老金制度正式启航，我国养老保障体系迈入了一个新阶段。

表 31 个人养老金相关制度

时间	监管机构	监管文件
2022.4	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》
2022.4	证监会	《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》
2022.6	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》
2022.9	银保监会	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》
2022.11	人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会	《个人养老金实施办法》
2022.11	财政部、税务总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》
2022.11	银保监会	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》
2022.11	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》
2022.11	人力资源社会保障部办公厅、财政部办公厅、国家税务总局办公厅	《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》

资料来源：国务院，财政部，税务总局，银保监会，证监会，华宝证券研究创新部

根据《个人养老金实施办法》，个人养老金实施个人账户制，投资者可通过购买储蓄存款、理财产品、商业养老保险、公募基金等金融产品进行投资。公募基金作为大资管行业的“模范生”，投研能力受到投资者的广泛认可，将直接受益于个人养老金制度的开闸。

早在 2018 年 3 月，证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，规定公募基金公司可以发行 FOF 形式运作的养老目标基金。根据投资策略的不同，养老目标基金又可分为目标日期策略基金和目标风险策略基金。经过 5 年的探索，公募基金在养老投资领域积累了宝贵的经验。2022 年 6 月，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，明确了基金管理人及基金销售机构开展个人养老金投资基金业务、基金销售准入门槛等基本要求。2022 年 11 月，《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》落地，相对于此前的征求意见稿，正式文件拓宽了养老目标基金准入范围，将“优先纳入最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金”改为“最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或者上一季度末规模不低于 2 亿元的养老目标基”。11 月 11 日，易方达、华夏、交银施罗德、富国等 20 余家基金公司陆续发布公告，对旗下部分养老目标基金增设个人养老金专属 Y 份额，并进行管理费和托管费五折的费率优惠，进一步增加了养老目标基金对于长期资金的吸引力。我们认为，未来公募基金将凭借其优秀的投研及资产配置能力成为养老金投资中的重要组成力量，同时也将推动我国个人养老投资市场持续扩容。

### 3. 业绩表现：市场波动加剧，业绩分化依旧

#### 3.1. 2022 年固收类基金业绩回顾

2022 年，纯债市场先扬后抑。四季度前，资产荒行情演绎，资金利率在低位震荡，债市走出牛市节奏，而 11 月理财赎回潮引起正反馈，债市快速回调，宽幅走熊。信用方面，房企延续违约潮，暴雷事件频出，打破基民对债基稳健的认识；可转债市场上，由于正股端和债券端存在一定的跷跷板效应，可转债演绎震荡行情虽然估值有所下行，但依旧处在高位；股票资产端，行情异常艰难，导致固收+基金本应增厚的部分成为了明显拖累项。2022 年，是固收类基金走过不平凡的一年，是基民直面理财净值化的考验之年。

### 3.1.1. 纯债型基金业绩回顾

#### (1) 绝对收益表现：短期债基的持有体验优于中长期债基

2022年，中长期纯债型基金年化收益率中位数为2.42%，短期纯债型基金的年化收益率中位数为2.26%，均优于中债-总全价(总值)指数的表现。从绝对收益情况看，中长期纯债型基金和短期纯债型基金的滚动持有3个月正收益概率中位数分别为82.97%和87.91%，短期债基为投资者带来的绝对收益持有体验更优。从不同时间区间看，上半年纯债基金的业绩表现明显优于下半年。

表 32 2022 年纯债型基金业绩表现

类别	样本量	时间段	年化收益率中位数 (%)	年化波动率中位数 (%)	最大回撤中位数 (%)	sharp 比率中位数	calmar 比率中位数	滚动持有 3 个月正收益概率中位数 (%)
中长期纯债型基金	1390	2022 年	2.42	0.89	-1.14	1.02	1.90	82.97
		2022H1	3.31	0.65	-0.32	2.91	10.20	100.00
		2022H2	1.62	1.04	-1.13	0.12	1.53	53.03
短期纯债型基金	222	2022 年	2.26	0.42	-0.53	1.69	4.16	87.91
		2022H1	3.19	0.30	-0.07	5.70	48.02	100.00
		2022H2	1.46	0.48	-0.50	-0.09	2.95	69.70
中债-总全价(总值)指数	/	2022 年	0.18	1.42	-1.61	-1.28	0.11	57.38

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### (2) 不同券种分类表现：利率债型产品回撤较小

根据持仓债券的类型，我们将纯债基金进一步划分为信用债型、利率债型和均衡配置型基金。2022年，中长期债基以均衡配置为主的产品居多，利率债型、均衡配置型和信用债型的年化收益率中位数依次下降，分别为2.65%、2.41%和2.21%，滚动持有3个月正收益概率中位数分别为85.16%、81.87%和81.32%。短期债基以信用债配置为主的产品居多，均衡配置型、信用债型和利率债型的年化收益率中位数依次下降，分别为2.27%、2.24%和2.14%，滚动持有3个月正收益概率中位数分别为84.34%、88.46%和87.91%。从最大回撤看，利率债型债基整体的回撤控制能力相对突出。

表 33 不同券种分类纯债型基金业绩表现

类别	券种分类	样本量	年化收益率中位数 (%)	年化波动率中位数 (%)	最大回撤中位数 (%)	sharp 比率中位数	calmar 比率中位数	滚动持有 3 个月正收益概率中位数 (%)	滚动持有 6 个月正收益概率中位数 (%)
中长期纯债型基金	信用债型	313	2.21	0.87	-1.75	0.81	1.28	81.32	94.21
	利率债型	385	2.65	0.88	-0.76	1.13	2.63	85.16	100
	均衡配置型	692	2.41	0.90	-1.23	1.03	1.90	81.87	100
短期纯债型基金	信用债型	134	2.24	0.37	-0.52	1.97	4.27	88.46	100
	利率债型	30	2.14	0.60	-0.51	1.05	4.16	87.91	100
	均衡配置型	58	2.27	0.51	-0.56	1.55	3.75	84.34	100

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### (3) 不同久期模式表现：久期偏短型产品收益风险比高

根据久期长度和久期变异性，可将纯债基金进一步划分为不同久期模式的产品。2022年，在中长期纯债基金内，“久期偏短+久期灵活”的产品收益风险比较高，卡玛比率为2.36；在短期纯债基金

敬请参阅报告结尾处免责声明

金内，“久期偏短+久期稳定”的产品收益风险比较高，卡玛比率为 5.89，说明无论久期调整是否灵活，样本内短久期产品的投资性价比表现更占优。单从收益看，则是久期偏长型基金的整体年化收益率更高，但由于承受的回撤较大，因此收益风险比不及久期偏短型产品。

表 34 不同久期模式纯债型基金业绩表现

类别	久期长度	久期灵活度	样本量	年化收益率中位数 (%)	年化波动率中位数 (%)	最大回撤中位数 (%)	sharp 比率中位数	calmar 比率中位数	滚动持有 3 个月正收益概率中位数 (%)
中长期纯债型基金	久期偏短	久期灵活	254	2.30	0.78	-0.95	1.04	2.36	83.52
		久期稳定	208	2.27	0.79	-1.13	0.99	2.01	82.42
	久期偏长	久期灵活	195	2.42	1.04	-1.42	0.89	1.72	81.87
		久期稳定	284	2.49	0.99	-1.45	0.97	1.63	81.32
短期纯债型基金	久期偏短	久期灵活	34	2.12	0.32	-0.37	2.00	5.65	90.93
		久期稳定	86	2.23	0.35	-0.34	2.09	5.89	92.03
	久期偏长	久期灵活	41	2.20	0.51	-0.91	1.23	2.44	82.97
		久期稳定	61	2.46	0.53	-0.81	1.49	2.98	84.62

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### (4) 不同策略模式表现：票息策略占优

根据净值归因模型，将纯债型基金按照策略分为“操作型”、“票息策略型”和“票息策略打底+适当波段操作型”产品，对“票息策略打底+适当波段操作型”产品，进一步判断基金更偏波段操作还是票息策略。2022 年，“票息策略型”产品明显领涨，回撤控制情况相对优异，在中长期债基和短期债基分类下的卡玛比率中位数分别为 2.60、5.59；“票息策略打底+适当波段操作型”产品内，同样是偏票息策略型的产品获得了较好业绩，在中长期债基和短期债基分类下的卡玛比率中位数分别为 2.06 和 4.63。

表 35 不同策略模式纯债型基金业绩表现

类别	券种分类	样本量	年化收益率中位数 (%)	年化波动率中位数 (%)	最大回撤中位数 (%)	sharp 比率中位数	calmar 比率中位数	滚动持有 3 个月正收益概率中位数 (%)	
中长期纯债型基金	波段操作型	30	1.96	1.01	-1.94	0.52	1.02	81.32	
	票息策略型	27	2.49	0.83	-0.94	1.27	2.60	83.52	
	票息策略打底+适当波段操作	偏波段操作型	184	2.21	0.88	-1.21	0.81	1.91	81.32
		偏票息策略型	383	2.34	0.83	-1.18	1.07	2.06	81.87
短期纯债型基金	波段操作型	9	2.53	0.57	-0.99	1.61	2.83	84.62	
	票息策略型	9	2.59	0.35	-0.40	3.23	5.59	94.51	
	票息策略打底+适当波段操作	偏波段操作型	51	2.11	0.47	-0.78	1.40	3.16	83.52
		偏票息策略型	116	2.33	0.39	-0.51	1.97	4.63	89.56

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.1.2. 可转债型基金业绩回顾

可转债基金跌幅较大，风格偏债的产品业绩表现较好。2022 年，可转债型基金的年化收益率中位数为-15.75%，多数产品未能超越中证转债指数；最大回撤中位数为-20.57%，风险控制表现不佳；但风险收益比中位数优于中证转债指数，说明大部分可转债基金仍具备一定的性价比。从风格特征看，偏债型的可转债基金业绩表现最优，偏股型的可转债基金表现最差。

表 36 可转债型基金业绩表现

类别	年化收益率中位数 (%)	年化波动率中位数 (%)	最大回撤中位数 (%)	sharp 比率中位数	calmar 比率中位数	滚动持有 3 个月正收益概率中位数 (%)
可转债型基金	-15.75	14.97	-20.57	-1.14	-0.80	38.25
可转债型基金-偏股型	-21.67	18.54	-24.87	-1.25	-0.91	37.98
可转债型基金-偏债型	-0.98	4.76	-5.04	-0.80	-0.34	45.90
可转债型基金-平衡型	-12.73	14.21	-18.39	-1.08	-0.75	38.80
中证转债指数	-10.10	9.97	-12.17	-1.16	-0.83	38.40

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 3.1.3. 固收+基金业绩回顾

2022 年 8 月, 监管对固收+基金的权益投资范围作出了明确规范: 固收+基金的权益仓位不得超过 30%, 同时提出固收+基金经理原则上应具备 1 年以上的含权产品投资管理经验或权益资产的研究经验。华宝分类中, 固收+基金包括以股票增强为主的可投股票型和低权益仓位混合型基金、以及以转债增强为主的可投转债型基金。

#### (1) 整体表现: 固收“+”变固收“-”

2022 年, 多数固收+基金未能实现正收益, 随着权益中枢提高, 年化收益率中位数依次下降。相比 2021 年和 2020 年, 所有类型的固收+基金年化收益率中位数或是由正转负, 或是明显下跌, 说明固收+基金并没在 2022 年很好地达到收益增厚效果。具体来看, 固收+(≤5%转债增强)的收益表现最优, 中位数为 1.60%; 固收+(≤5%股票增强)的最大回撤表现最优, 中位数为-1.81%。

表 37 按照权益中枢分类的固收+基金业绩表现

类别	2022 年中位数						2021 年中位数		2020 年中位数	
	年化收益率 (%)	年化波动率 (%)	最大回撤中位数 (%)	夏普比率	卡玛比率	滚动持有 3 个月正收益概率 (%)	年化收益率 (%)	最大回撤 (%)	年化收益率 (%)	最大回撤 (%)
固收+(≤5%股票增强)	0.99	1.23	-1.81	-57.26	59.14	63.93	4.09	-1.51	2.93	-3.02
固收+(≤5%转债增强)	1.60	1.18	-1.98	7.64	96.18	80.33	5.20	-0.66	1.69	-1.94
固收+(10%股票增强)	-1.95	3.04	-3.97	-122.54	-55.65	42.08	5.54	-2.11	3.63	-2.42
固收+(10%转债增强)	-0.88	3.01	-4.38	-74.21	-22.69	50.00	7.51	-2.60	4.38	-3.51
固收+(20%股票增强)	-3.33	4.52	-5.64	-107.34	-60.03	39.34	6.52	-3.28	5.60	-3.67
固收+(20%转债增强)	-4.17	5.22	-6.92	-113.18	-60.81	41.26	7.79	-5.15	8.08	-3.98
固收+(>25%股票增强)	-4.90	6.72	-8.07	-97.05	-58.77	38.25	6.86	-4.09	7.09	-4.71
固收+(>25%转债增强)	-4.56	5.79	-7.27	-104.60	-62.69	41.53	11.71	-3.34	14.17	-7.91

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

#### (2) 从业年限: 新生代基金经理所管产品性价比高

依据任职时间最长的基金经理的从业年限对基金经理打标: (a) 从业年限>5 年, “老将”基金经理; (b) 从业年限≤3 年, “新人”基金经理; (c) 从业年限>3 年且≤5 年的, “中生代”基金经理。从结果上来看, 2022 年, 新人基金经理获得了更高的收益, 风险控制能力也更突出, 因此产品的风险调整后收益是三类基金经理中最高的。相较而言, 老将表现欠佳, 产品的风险性价比处于末位。

表 38 不同从业年限的固收+基金经理的产品业绩表现

类别	年化收益率 中位数 (%)	年化波动率 中位数 (%)	最大回撤 中位数 (%)	sharp 比率 中位数	calmar 比 率 中位数	滚动持有 3 个月正 收益概率中位数 (%)
老将	-2.52	4.12	-5.00	-101.94	-52.63	40.44
中生代	-2.74	4.03	-4.96	-101.06	-49.29	40.98
新人	-1.83	3.88	-4.45	-83.08	-34.57	41.53

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### (3) 配置模式: 稳定模式表现占优

2022 年, 配置模式为“久期较长、久期稳定”+“行业集中、行业少切换”的固收+产品业绩表现是最优的, 收益率中位数是 -0.81%, 在所有配置模式分类中取得了最高的收益。具体来看, 对于久期配置模式相同的产品, “行业集中+行业少切换”的股票端配置模式收益表现占优, 行业分散的配置模式则展现出更好的风险控制能力; 对于行业配置模式相同的产品, 久期稳定的基金获得了突出的风险收益性价比。

表 39 不同久期配置模式和行业配置模式的固收+基金业绩表现

久期配置模式	行业配置模式	年化收 益率 中位数 (%)	年化波 动率 中位数 (%)	最大回 撤 中位数 (%)	sharp 比率 中位数	calmar 比率 中位数	滚动持有 3 个月正收益 概率中位数 (%)
久期偏短, 久 期灵活	行业分散, 行业多切换	-3.52	4.40	-5.75	-125.02	-68.73	38.25
	行业分散, 行业少切换	-2.83	4.25	-5.04	-104.22	-59.95	39.89
	行业集中, 行业多切换	-2.83	4.20	-6.06	-102.08	-52.99	40.44
	行业集中, 行业少切换	-2.84	4.37	-5.09	-101.06	-35.52	38.80
久期偏短, 久 期稳定	行业分散, 行业多切换	-3.21	4.23	-6.09	-108.34	-57.16	38.80
	行业分散, 行业少切换	-1.69	4.12	-4.38	-94.73	-50.27	39.34
	行业集中, 行业多切换	-1.89	3.94	-4.41	-87.49	-35.04	46.45
	行业集中, 行业少切换	-1.68	4.64	-5.10	-72.75	-30.55	40.98
久期偏长, 久 期灵活	行业分散, 行业多切换	-3.15	4.35	-5.76	-109.71	-58.06	39.89
	行业分散, 行业少切换	-3.25	4.53	-4.99	-120.17	-66.31	39.34
	行业集中, 行业多切换	-2.58	4.14	-5.15	-99.35	-52.07	41.26
	行业集中, 行业少切换	-2.03	4.50	-5.40	-92.87	-43.40	40.44
久期偏长, 久 期稳定	行业分散, 行业多切换	-3.40	4.37	-5.23	-124.62	-68.65	39.89
	行业分散, 行业少切换	-2.71	4.36	-4.72	-105.06	-60.56	39.89
	行业集中, 行业多切换	-4.00	4.50	-6.34	-110.49	-58.44	40.44
	行业集中, 行业少切换	-0.81	5.00	-5.83	-49.08	-12.20	42.08

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### (4) 风格选择: 价值、大盘为全年最佳风格

2022 年, 风格为“价值+大盘”的固收+产品业绩表现遥遥领先, 年化收益率中位数为 -9.67%, 最大回撤中位数为 -3.65%。成长风格的固收+基金在 4 月末开启的反弹快牛行情中涨幅较大, 但在其他熊市和震荡市阶段的表现欠佳, 且全年的回撤表现均属于末位。大盘风格的固收+基金在年初和年尾两段行情中优于小盘风格产品, 在年中则略有不及。另外, 价值/成长均衡的固收+基金中, 大盘/小盘均衡的基金在下跌市场中也展现出了一定的抗风险能力。

表 40 不同风格的固收+基金业绩表现

价值/成长	大盘/小盘	年化收益率中位数 (%)				最大回撤中位数 (%)			
		1.1-4.26 熊	4.27-6.30 快牛	7.1-10.30 熊	11.1-12.31 震荡上行	1.1-4.26 熊	4.27-6.30 快牛	7.1-10.30 熊	11.1-12.31 震荡上行
价值	切换	-11.16	22.28	-7.51	1.07	-4.45	-0.60	-3.13	-1.61
	均衡	-10.82	21.75	-6.73	2.37	-4.07	-0.53	-3.25	-1.66
	大盘	-9.67	20.44	-7.82	2.80	-3.65	-0.55	-3.02	-1.62
	小盘	-11.44	21.55	-5.60	1.19	-4.42	-0.59	-3.08	-1.78
切换	切换	-13.44	24.04	-5.91	-4.74	-4.86	-0.62	-3.37	-2.52
	均衡	-14.19	24.61	-9.45	2.02	-5.09	-0.61	-3.42	-1.83
	大盘	-13.33	26.46	-8.92	1.32	-4.78	-0.74	-3.73	-1.74
	小盘	-14.59	27.49	-5.42	-3.56	-5.58	-0.74	-3.34	-2.20
均衡	切换	-13.33	24.19	-8.35	-4.33	-4.91	-0.55	-3.62	-2.50
	均衡	-12.51	25.17	-7.63	-4.72	-4.39	-0.63	-3.36	-2.19
	大盘	-13.37	23.81	-9.13	-0.22	-4.76	-0.62	-3.61	-1.72
	小盘	-14.43	26.82	-6.26	-4.57	-5.31	-0.71	-3.50	-2.39
成长	切换	-19.17	33.61	-7.14	-4.69	-6.71	-0.76	-4.27	-2.81
	均衡	-18.75	31.69	-8.07	-3.07	-6.49	-0.77	-4.75	-2.92
	大盘	-17.93	41.10	-8.75	-7.68	-6.31	-0.74	-4.21	-3.26
	小盘	-14.97	34.35	-4.40	-7.57	-5.46	-0.72	-3.46	-3.01

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 3.2.2022 年主动权益类基金业绩表现回顾

### 3.2.1.主动权益基金超额收益情况: 整体不佳, 分化依旧

2022 年国内权益市场围绕在地缘冲突、疫情防控、消费疲软、地产低迷等字眼下, 整体表现不佳, 沪深 300 下跌-21.63%, 创业板指下跌-29.37%, 万得全 A 下跌-18.66%。纳入统计的 3127 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 48.55%, 中位数-18.44%, 最小值-49.88%。仓位高于 80%的偏股型产品中, 超越沪深 300 和万得全 A 的产品占比为 49.34%和 34.29%, 因创业板指相对跌幅较大, 业绩超越创业板指的比例为 82.23%。

表 41 主动权益基金 2022 年业绩表现

基金类型	数量 (只)	2022 年收益情况			2022 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%)	469	-20.75	31.50	-48.50	55.44%	84.86%	39.45%
平衡混合型基金 (仓位>50%)	13	-12.77	-2.39	-24.03	84.62%	100%	76.92%
偏股混合型基金 (仓位>50%)	1542	-21.71	35.50	-49.88	49.29%	84.24%	34.57%
灵活配置型基金 (仓位>50%)	1103	-20.87	48.55	-47.36	54.31%	82.86%	39.62%

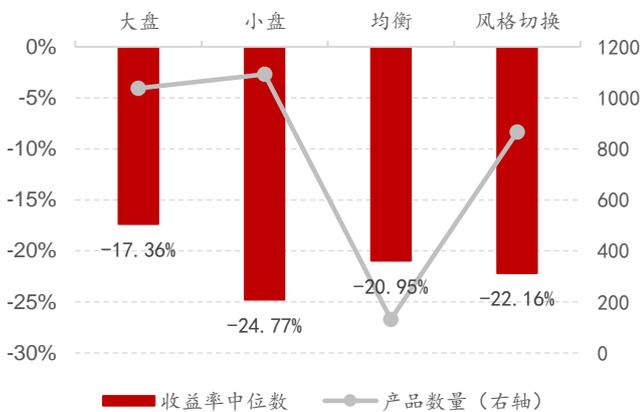
仓位高于 80% 的偏股权益基金	2566	-21.73	48.55	-49.88	49.34%	82.23%	34.29%
仓位高于 50% 的偏股权益基金	3127	-18.44	48.55	-49.88	52.13%	83.91%	37.26%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 2.2.2 不同风格主动权益基金表现：价值风格占优

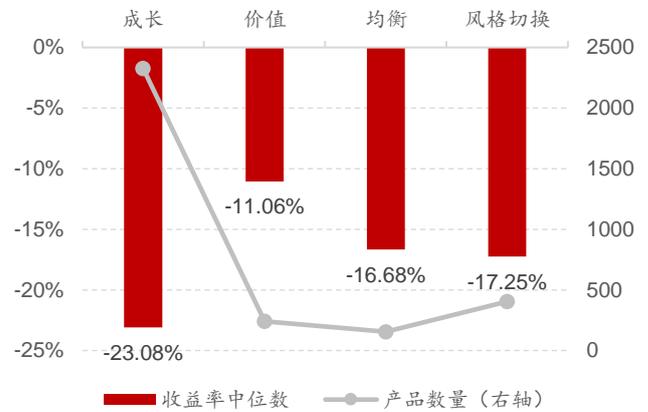
2022 年市场整体上延续 2021 年的风格特征，价值优于成长，小盘略优于大盘。将高仓位主动权益类基金（2021 年四个季度平均仓位高于 70%）按照其投资风格进行划分，在大/小盘维度上形成大盘、小盘、均衡、风格切换产品；在价值/成长维度上形成价值、成长、均衡、风格切换产品。2022 各类市值风格业绩差异不大，大盘风格跌幅稍小，价值风格表现远好于数量占比最高的成长风格。2022 年价值风格产品收益中位数为-11.06%，同期成长风格产品收益中位数为-23.08%。具体数据如下所示：

图 56 2022 年不同风格基金收益和数量（大小盘维度）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 57 2022 年不同风格基金收益和数量（价值成长维度）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2.2. 行业主题基金：成长板块回撤较大

2022 年行业呈现快速轮动迹象，如一季度的能源、周期行业，二季度的新能源、半导体、军工成长股，三季度的中小市值，四季度的消费和港股等，但各季度表现突出的方向大多持续性不强。2022 年行业主题基金大多收跌，消费、周期主题基金收益跌幅较少，但超额收益相对落后；高端制造、TMT、新能源主题基金年内跌幅和回撤较大。

表 42 主动行业主题基金 2022 年数量、规模、业绩和投资者结构

行业主题	数量 (只)	规模 (亿元)	2022 年 收益率 75 分位数 (%)	2022 年 收益率 中位数 (%)	2022 年 收益率 25 分位数 (%)	2022 年超 额收益中 位数 (%)	2022 年 最大回撤 中位数 (%)	2022 年 机构投资者 占比 (%)
高端制造	224	3385.16	-19.70	-25.75	-30.55	3.44	-33.58	16.06
军工	13	513.65	-18.72	-21.80	-24.35	3.94	-37.74	28.99
新能源	175	3174.83	-20.01	-25.24	-29.62	2.86	-33.95	13.39
医药	135	2509.15	-14.35	-19.75	-24.68	3.98	-28.72	14.72
TMT	83	1202.66	-24.85	-28.93	-34.44	1.93	-36.87	15.48
周期	41	883.85	-1.08	-16.13	-25.69	-2.01	-26.32	16.76
消费	117	2168.93	-10.71	-14.26	-19.89	0.18	-27.75	14.72

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2.3. 绩优主动管理基金：低估价值、行业轮动策略占优

复盘部分绩优基金经理的运作思路和持仓变化，部分基金经理通过观察宏观变化，顺应产业发展趋势，把握底部反转机会。万家基金黄海采用弱市思维策略，在全球经济先涨后滞的预期中，其主要布局的能源和地产分别对应商品涨价和拉动经济。在弱复苏的过程中，低估值、高分红、低负债、高现金流的板块成为资金增配方向，2022 年上游资源品、稳增长产业链、化工等传统行业的涨幅靠前，调入或重仓以上板块，具备低估价值、困境反转特征的基金经理在 2022 年表现居前。

表 43 2022 年绩优基金经理主要配置情况

基金名称	基金经理	2022 年收益率 (%)	主要配置
万家择时多策略	黄海	48.55	地产、煤炭，动力煤、焦煤阶段仓位调整
金元顺安元启	缪玮彬	35.60	微盘价值风格
英大国企改革	张媛、汤戈	31.50	低估价值和行业轮动，煤炭/石化切换至消费
易方达瑞享	武阳	21.72	行业轮动，新能源/消费切换至航空、酒店
万家颐和	章恒	20.44	困境反转和行业轮动，重仓地产、煤炭、电力
华商甄选回报	周海栋	20.09	行业轮动，重仓煤炭、有色、航空、计算机
广发多策略	林英睿	13.31	困境反转策略，重仓航空、地产、银行
中银证券价值精选	白冰洋	13.08	偏左侧、逆向的价值风格，重仓煤炭、地产、医药

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.3. 2022 年权益宽基指数增强型基金业绩表现回顾

2022 年指增基金中，我们主要关注构成市场主力的宽基类指增基金。2022 年收益率最高的指增基金是中证 1000 指增和中证 800 指增，收益率分别为-13.14%和-15.53%，且中证 1000 指增连续两年排名宽基中第一。从超额收益的情况来看，155 只指增基金中 134 只的超额收益为正，占比达到 86.5%，所有中证 100、中证 800 和中证 1000 指增产品超额全部大于 0。中证 1000 指增 2022 年的超额收益均值最高，达到 8.44%，上证 50 指增超额收益均值为-0.32%，整体表现最弱。跟踪误差方面，2022 年全部指增基金的年化跟踪误差均值为 4.49%，中证 100 指增产品的跟踪误差最小，上证 50 指增产品的跟踪误差最大。

表 44 2022 年指数增强产品业绩表现

分类	只数	超额收益大于 0 的只数	2022 年年化跟踪误差均值	2022 年收益率均值	2022 年超额收益率均值	2022 年超额最大回撤均值	2022 年超额波动率均值
全部指增基金	155	134	4.49%	-19.14%	2.91%	-4.37%	-1.11%
上证 50 指增	3	2	5.30%	-19.84%	-0.32%	-5.63%	-0.41%
中证 100 指增	3	3	1.80%	-19.22%	2.85%	-1.23%	-1.48%
沪深 300 指增	49	42	3.84%	-19.19%	2.44%	-3.62%	-0.93%
中证 500 指增	48	42	4.58%	-17.37%	2.95%	-4.88%	-1.11%
中证 800 指增	2	2	4.53%	-15.53%	5.78%	-3.49%	-0.54%
中证 1000 指增	6	6	4.55%	-13.14%	8.44%	-2.94%	-1.25%
创业板指增	6	5	4.72%	-26.77%	2.60%	-4.80%	-1.97%

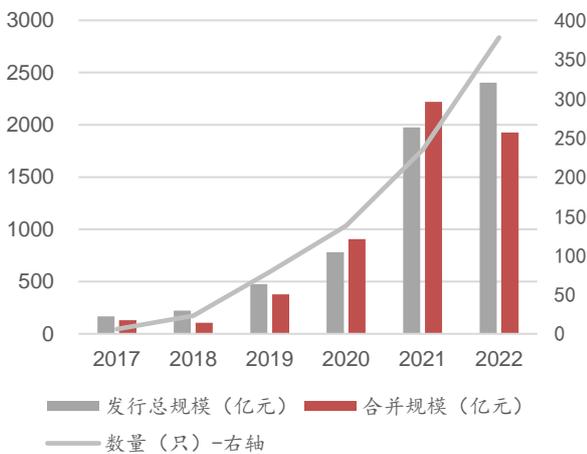
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.4.2022 年 FOF 基金业绩表现回顾

截至 2022 年底，市场上共有 378 只 FOF 产品（仅统计 A 份额，包含了 14 只 FOF-LOF 产品），规模合计 1926.98 亿元，较 2021 年数量同比增加 61.54%，规模却同比减少 13.20%，这也是在经历了 2019、2020、2021 年规模同比翻倍增长后的首次下跌，规模由高速增长转为负增长。从发行总规模来看，2022 年出现了 19.82% 的跌幅，发行规模大幅缩水，这与 2022 年股市债市双双下行导致的 FOF 产品业绩不理想有较大的关系。

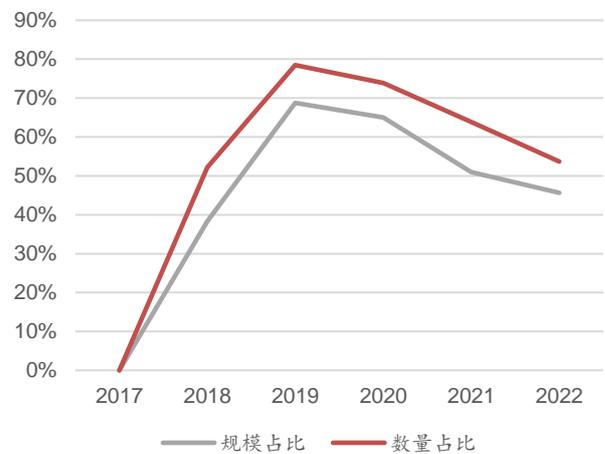
细分来看，就数量而言，自 2018 年首只养老 FOF 成立以来，养老 FOF 的数量一直显著高于普通 FOF，2022 年养老 FOF 数量占比为 53.70%，但占比整体呈现先升后降的态势；就规模而言，2019-2020 年是养老 FOF 蓬勃发展的年份，因此其规模占比均超过 60%，但近年来逐年下滑，2022 年养老 FOF 的规模占比仅为 45.62%。随着个人养老金制度的出台，养老 FOF 未来的发展空间广阔，规模和数量有望得到进一步提升。

图 58 2017-2022 年 FOF 市场规模概况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 59 2017-2022 年养老 FOF 的数量及规模占比情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### 3.4.1. 养老 FOF 和普通 FOF 分类表现

谈及 FOF 产品的分类，养老 FOF 和普通 FOF 是最为大家熟知的 FOF 分类。2022 年作为个人养老金制度发展的元年，养老 FOF 无疑备受瞩目，专属于个人养老金投资范畴的 Y 份额养老 FOF 在一定程度上也助力了 FOF 市场进一步发展。

纳入我们统计的 378 只 FOF 产品中包含了 203 只养老 FOF 和 175 只普通 FOF，就数量来看，养老 FOF 占优。就业绩表现来看，2022 年 FOF 产品平均录得 10.59% 的负收益，其中养老 FOF 的表现略优于普通 FOF，最大回撤的控制能力也较优，这与养老 FOF 旨在追求养老资产的长期稳健增值、合理控制波动风险的目标密不可分。与 2021 年相比，整体来看，2021 年权益市场震荡上行，FOF 产品平均收益 5.14%，其中普通 FOF 表现较养老 FOF 更优，与 2022 年情况正好相反，一定程度上是因为普通 FOF 的策略较为灵活，在市场环境向好的背景下，更具收益弹性。

由于养老 FOF 旨在鼓励投资者长期持有，除了对其短期业绩进行分析，长期业绩的分析也是必不可少的。此前监管提出，对养老 FOF 产品，基金评价机构应当坚持长期评价原则（业绩评价期限不得短于五年），考虑到养老 FOF 于 2018 年才刚开始起步，尚未有成立满五年的产品，因此选在三年的时间维度来进行分析较为合理。截至 2022 年 12 月 31 日，养老 FOF 平均收益 15.38%，略逊于普通 FOF 的 15.83%，但从中位数角度来看，养老 FOF 的区间收益率中位数（15.01%）显著高于普通 FOF（14.50%），在一定程度上说明，养老 FOF 产品两极分化相对较严重。

敬请参阅报告结尾处免责声明

表 45 养老 FOF 和普通 FOF 业绩表现

			养老 FOF	普通 FOF	FOF	万得 FOF 基金指数
2022	区间收益率	均值	-9.69 %	-12.17 %	-10.59 %	-10.82%
		中位数	-10.16%	-12.65%	-10.47%	
	最大回撤	均值	-10.20%	-10.25%	-10.22%	-12.93%
		中位数	-9.50%	-6.45%	-8.33%	
2021	区间收益率	均值	4.78%	5.32%	4.92%	5.14%
		中位数	4.71%	5.09%	4.86%	
	最大回撤	均值	-6.18%	-5.43%	-5.91%	-8.49%
		中位数	-5.04%	-3.24%	-4.63%	
近三年	区间收益率	均值	15.38%	15.83%	15.47%	15.14%
		中位数	15.01%	14.50%	14.97%	
	最大回撤	均值	-11.57%	-11.27%	-11.43%	-14.21%
		中位数	-10.67%	-6.89%	-8.89%	

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：近三年的时间区间为 2022.01.01-2022.12.31

### 3.4.2. 权益中枢分类表现

养老 FOF 和普通 FOF 是 FOF 产品最为常见的分类，而这两者内部还存在不同的分类方法，这样的分类方法对于进一步比较同类产品的业绩表现较为困难。养老 FOF 和普通 FOF 在权益中枢上并没有根本性的差别，因此我们通过权益中枢来对 FOF 进行分类。

FOF 的权益中枢数据披露有两个来源，第一是招募说明书，第二是根据中报和年报披露的信息进行穿透。考虑到招募说明书规定的业绩比较基准中的权益比例较为固定，难以反映该 FOF 产品真实的持仓情况，因此我们选择根据中报和年报披露的信息进行穿透来获取权益中枢，具体而言，通过披露的全部持股和全部持基的全部持仓数据进行穿透。考虑到基金的建仓期一般不会超过 3 个月，因此我们将成立于 2022 年 3 月 31 日之前的 FOF 产品纳入统计范畴，根据权益中枢将这些产品分为三类：低风险 FOF（权益中枢 0-30%）、中风险 FOF（权益中枢 30%-60%）和高风险 FOF（权益中枢大于 60%）。此外，我们还选取了普遍使用的万得偏债混合型 FOF 指数、万得平衡混合型 FOF 指数和万得偏股混合型基金指数来分别和低风险、中风险、高风险三类 FOF 产品进行对比。

据统计，共计 270 只 FOF 产品成立于 2022 年 3 月 31 日前，包含了 102 只低风险 FOF、89 只中风险 FOF 和 79 只高风险 FOF，平均权益中枢分别为 18.67%、47.79%和 74.79%，可见目前 FOF 产品仍是以低风险为主。就业绩表现而言，在权益市场震荡的 2022 年，权益中枢越高，其收益表现越不理想，最大回撤也较难控制。除了中风险 FOF 的平均收益率略低于万得平衡混合型 FOF 指数，整体来看，较万得的相关指数，均表现较好，这一定程度上与万得并没有根据产品的实际权益中枢进行指数成分股的调整有关。拉长时间维度来看，经历过震荡上行和震荡下行的市场，高风险 FOF 近三年的平均收益率达 18.80%，明显优于低风险 FOF 和中风险 FOF，但低风险 FOF 的风险控制能力较为突出。

表 46 分权益中枢 FOF 的业绩表现

		低风险 FOF	中风险 FOF	高风险 FOF	万得偏债混合型 FOF 指数	万得平衡混合型 FOF 指数	万得偏股混合型基金指数	
2022	平均权益中枢	18.67%	47.79%	74.79%	-	-	-	
	区间收益率	均值	-4.26%	-11.57%	-17.21%	-4.92%	-11.35%	-21.03%
		中位数	-4.07%	-11.69%	-18.10%			
	最大回撤	均值	-5.41%	-14.10%	-20.48%	-6.02%	-12.79%	-26.21%
		中位数	-5.23%	-14.11%	-20.97%			
	2021	区间收益率	均值	4.50%	4.66%	5.89%	4.60%	5.44%
中位数			4.28%	5.12%	5.87%			
最大回撤		均值	-2.52%	-7.27%	-8.48%	-4.96%	-8.40%	-16.39%
		中位数	-1.89%	-8.17%	-8.58%			
近三年	区间收益率	均值	12.46%	15.73%	18.80%	13.19%	13.06%	32.58%
		中位数	11.84%	15.42%	19.58%			
	最大回撤	均值	-5.87%	-16.12%	-23.36%	-6.47%	-13.71%	-30.19%
		中位数	-5.47%	-16.04%	-23.76%			

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 近三年的时间区间为 2022.01.01-2022.12.31; 权益中枢是利用 2022 年中报披露的数据进行穿透所得

### 3.5. 2022 年其他类型基金业绩表现回顾

#### 3.5.1. 港股通基金: 整体走势 V 型反弹, 港股捱过最长寒冬

港股通基金包含业绩比较基准中含有港股指数、且过去 3 年(当成立时间不满足 3 年时采用成立以来) 港股投资市值占权益资产市值比例均值 $\geq 50\%$  的普通股股票型基金, 以及混合型基金中业绩比较基准含有港股指数、且过去 3 年(当成立时间不满足 3 年时采用成立以来) 港股投资市值占权益资产市值比例均值 $\geq 50\%$  的主动管理混合型基金。根据以上标准进行筛选, 港股通基金总计 78 只, 其中股票型基金 22 只、混合型基金 56 只。

港股通基金 2022 年整体收益呈现前低后高的走势, 2022 年收益中位数为-16.67%, 表现最好的港股通基金 2022 年度收益为 5.25%, 其余港股通基金 2022 年度收益全部为负; 最大回撤方面, 全部港股通基金 2022 年最大回撤中位数为-34.41%, 回撤控制最好的单只基金其 2022 年最大回撤为-18.96%。

分投资类型看, 2022 年年度收益方面, 港股通股票型基金与港股通混合型基金中位数分别为-17.04%和-16.52%, 两类产品整体相差不大; 在风险控制及风险调整后收益方面, 两类基金整体上依然表现相近。

表 47 港股通基金 2022 年业绩统计

全部港股通基金					分类型港股通基金					
	区间收益 (%)	夏普比率	卡玛比率	最大回撤 (%)		区间收益 (%)	夏普比率	卡玛比率	最大回撤 (%)	
平均值	-16.65	-0.09	-0.46	-34.49	股票型	最小值	-29.82	-0.26	-0.90	-41.52
最小值	-31.87	-0.26	-0.90	-53.09		中位数	-17.04	-0.09	-0.50	-33.95
25%分位数	-23.08	-0.12	-0.58	-39.25		最大值	-1.88	-0.02	-0.08	-23.81
50%分位数	-16.67	-0.09	-0.50	-34.41	混合型	最小值	-31.87	-0.17	-0.75	-53.09
75%分位	-11.89	-0.06	-0.36	-30.04		中位数	-16.52	-0.09	-0.49	-34.88

敬请参阅报告结尾处免责声明

数									
最大值	5.25	0.04	0.19	-18.96	最大值	5.25	0.04	0.19	-18.96

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 3.5.2.QDII 基金: 另类宏观策略基金表现突出

2022 年 QDII 权益型基金总计 178 只 (包含 QDII 股票型基金和 QDII 混合型基金, 其中截至 2022 年四季度, QDII 混合型基金股票仓位平均值为 83.70%), 年度收益和最大回撤中位数分别为 -13.50%和-29.37%, QDII 债券型基金总计 25 只, 年度收益和最大回撤中位数分别为 1.58%和-6.61%。

表 48 QDII 基金 2022 年业绩统计

	QDII 基金-权益型				QDII 基金-债券型				
	区间收益 (%)	夏普比率	卡玛比率	最大回撤 (%)	区间收益 (%)	夏普比率	卡玛比率	最大回撤 (%)	
平均值	-12.11	-0.15	-0.41	-29.44	平均值	-0.97	-0.03	0.38	-10.45
最小值	-38.48	-11.63	-16.54	-53.35	最小值	-40.13	-0.23	-1.00	-48.03
25%分位值	-20.79	-0.14	-0.72	-37.85	25%分位值	-6.58	-0.12	-0.41	-12.92
50%分位值	-13.50	-0.07	-0.46	-29.37	50%分位值	1.58	-0.02	0.20	-6.61
75%分位值	-6.05	-0.03	-0.25	-22.84	75%分位值	4.55	0.05	1.31	-4.56
最大值	68.40	0.44	14.53	0.00	最大值	15.67	0.19	2.79	-2.55

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

QDII 另类投资基金方面, 总计 19 只, 2022 年 QDII 另类宏观策略基金整体收益率领先, QDII 另类-REITs 基金整体表现最差。

表 49 QDII 另类投资基金分类 2022 年业绩统计

QDII 基金分类	样本数	2022 年收益: 均值 (%)	2022 年收益: 最小值 (%)	2022 年收益: 25 分位数 (%)	2022 年收益: 50 分位数 (%)	2022 年收益: 75 分位数 (%)	2022 年收益: 最大值 (%)
另类-REITs	5	-17.67	-22.18	-21.17	-17.83	-17.67	-9.49
另类-宏观策略	11	19.95	-1.43	7.20	20.45	32.80	34.97
另类-其他	3	-2.34	-7.90	-6.08	-4.25	0.44	5.13

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

全部 QDII 分地区来看, 涉及投资英国地区的基金产品 2022 年收益相对领先, 涉及投资美国地区的产品则表现相对不佳。

表 50 QDII 基金 2022 年全球主要地区投资概况统计

投资区域	样本数	2022 年收益: 均值 (%)	2022 年收益: MAX(%)	2022 年收益: MIN(%)
全球	20	-10.82	39.52	-31.64
中国香港	83	-13.55	22.53	-34.63
美国	39	-14.13	68.40	-38.48
英国	2	4.13	9.61	-1.35
日本	1	-9.54	-9.54	-9.54
法国	1	-5.14	-5.14	-5.14

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 4.产品创新：丰富产品谱系，工具属性突出

2022年公募基金行业在产品和政策方面延续创新并不断丰富产品线，养老目标基金 Y 份额、第二批同业存单指数基金、保障性租赁住房 REITs、混合估值法债券基金、中证 1000ETF 及碳中和 ETF 等创新产品的问世和扩容，为市场投资者提供了更为丰富的选择。

### 4.1.养老目标基金 Y 份额出台：养老第三支柱顶层设计逐步完善

2022年11月4日，五部门出台关于个人养老金四项政策文件，证监会也于同日发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，明确了个人养老金参与公募基金的制度安排，这一系列举措也标志着国内个人养老金正式落地。在这之后的一周内，公募机构陆续公告为旗下的养老基金成立个人养老金专属 Y 份额，公募产品正式开启养老投资时代。这在一定程度上体现出公募基金参与养老金投资运营管理政策，配合养老金市场化、长期化投资政策，坚持以投资者利益为核心，切实提高公募基金行业服务居民财富管理需求、服务实体经济与国家战略的能力，同时也反映出公募基金行业对个人养老金业务的重视。

表 51 2022 年国内个人养老金重要政策

时间	颁布机构	政策文件	内容要点
2022.02.25	银保监会	《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	养老理财产品试点范围由“四地四机构”扩展为“十地十机构”
2022.04.21	国务院办公厅	《关于推动个人养老金发展的意见》	发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金
2022.06.24	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》	明确个人养老金参加公募基金的制度安排
2022.07.29	人民银行、银保监会	《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》	启动特定养老储蓄试点，进一步丰富养老金融产品供给
2022.09.29	银保监会	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》	保险公司应向人民群众提供长期保值增值、条款简明易懂的商业养老保险
2022.11.04	银保监会	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》	明确了商业银行和理财公司参与个人养老金业务的具体规定和监管要求
2022.11.04	财政部、税务总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	自 2022 年 1 月 1 日期，对个人养老金实施递延纳税优惠政策
2022.11.04	人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会	《个人养老金实施办法》	加强个人养老金业务管理，规范个人养老金运作流程
2022.11.04	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》	规范个人养老金投资公开募集证券投资基金业务

资料来源：国务院办公厅，银保监会，人民银行，证监会，华宝证券研究创新部

新增的 Y 类基金份额针对个人养老金投资基金业务单独设立，单独设置基金代码并计算份额净值，投资者需通过个人养老金资金账户申购 Y 类基金份额，不同基金份额类别之间不能相互转换。截至 2022 年 12 月 31 日，41 家公募基金管理人陆续为 133 只养老 FOF 产品成立 Y 类份额，合计

规模达到 831.77 亿元。此外，Y 类份额实行管理费、托管费的费率优惠，大多养老 FOF 的 Y 类份额相对于普通份额产品综合费率减半。

正式稿件中规定了个人养老金可以投资的基金产品应当满足以下条件：1) 最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或者上一季度末规模不低于 2 亿元的养老目标基金；2) 投资风格稳定、投资策略清晰、长期业绩良好、运作合规文件，适合个人养老金长期投资的股票基金、混合基金、债券基金、基金中基金和中国证监会规定的其他基金。因此，长远展望，2022 年养老 FOF 产品 Y 类份额的成立仅仅只是一个开始，后续有望看到更多公募基金管理人及其产品增设 Y 类份额，同时随着个人养老金政策的不断深化，各类公募产品将不断纳入个人养老金基金体系，为投资者提供更加全面的养老投资产品和服务。

## 4.2. 第二批同业存单指数基金获批：市场寒冬中逆市扩容

2022 年 4 月 25 日起，第二批同业存单指数基金开始陆续发行，包括招商基金、华夏基金、中金基金、兴银基金、平安基金、淳厚基金等 6 家基金公司。4 月 26 日，招商同业存单指数 7 天持有基金提前结束募集，不到两日募集超 100 亿元，成为 2022 年以来罕有的爆款产品，基金市场再度出现了久违的百亿级基金。

同业存单指数基金作为被动指数型债券基金，主要跟踪中证同业存单 AAA 指数，收益风险介于短债基金和货币基金之间。产品最大回撤及夏普比率表现优异，流动性好（设置 7 天锁定期，到期后可以继续持有，也可随时赎回）、低风险、0 申赎费用的优势和特点，使得同业存单指数基金逐步成为投资者闲钱理财的重要选择之一。

同业存单指数基金第一批产品于 2021 年 12 月 3 日发行，6 只产品发行规模合计约 152.39 亿元，平均发行规模约 25.4 亿元。第二批产品于 2022 年 4 月 25 日陆续发行，发行规模合计约 413.73 亿元，平均发行规模约 68.95 亿元，是第一批产品平均发行规模的 2.71 倍，市场认可度提高。

2022 年内外外部负面因素较多，国内权益市场大幅震荡，大量公募基金和理财产品净值出现大幅回撤，市场投资者风险偏好有所下行，导致低净值波动产品被重点关注。而同业存单是短端债券的重要品种之一，在 2022 年利率曲线整体陡峭化的形势下，短端债券品种表现较好，故同业存单交易量同样保持在相对高位，2022 年月平均成交额已达 4.65 万亿元，市场热度较高。此外，受到监管政策对重要货币基金在杠杆率和久期方面的限制，货币基金收益率显著下行或成现实，同时现金理财的过渡期即将结束、整改压力加大，故同业存单指数基金的配置价值进一步凸显。

## 4.3. 保障性住房 REITs 正式获批：进一步丰富公募 REITs 产品类型

2022 年 8 月 16 日，国内首批 3 只保障性租赁住房 REITs 正式发售，3 只产品认购倍数均超百倍，参与认购资金累计超 1200 亿元。此次 3 支保障性租赁住房 REITs 总计募集 37.97 亿元，从而使公募 REITs 整体扩容 5.88%。

表 52 保障性租赁住房 REITs 募集规模

基金代码	基金名称	份额 (亿份)	认购价格 (元/份)	总募集规模 (亿元)
508058.SH	中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	5	2.600	13.04
180501.SZ	红土创新深圳人才安居 REIT	5	2.484	12.47
508068.SH	华夏北京保障房 REIT	5	2.510	12.59

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

市场整体对于保障性租赁住房 REITs 的投资热情较为高涨。3 只保障性租赁住房 REITs 分别为中金厦门安居 REITs、红土创新安居 REITs、华夏北京保障房 REITs，该 3 只 REITs 基金网下认购规模分别为 394.57 亿元、362.70 亿元、462.62 亿元。投资者对项目基础资产的认可使得保障性租赁住房 REITs 受到市场追捧。一方面，保障性租赁住房 REITs 享受了相应的政策红利，政策红利的释放和叠加，为保障性租赁住房 REITs 创造了一定的投资盈利空间；另一方面，绝大部分保障性租赁住房 REITs 项目集中在一二线城市，底层资产普遍优良，具有较好的投资价值。

保障性租赁住房 REITs 以资本市场为平台，一方面将普通投资者与基础设施领域的优质资产进行有效串联，成为串联居住需求与投资需求的纽带；另一方面，此项举措也能践行金融服务实体、金融惠及民生的理念，进一步拓宽保障性租赁住房建设资金来源，助推房地产行业供给侧改革，打通保障性租赁住房企业的高效退出渠道，形成存量资产与新增投资的良性循环。

#### 4.4.混合估值法债券基金问世：产品创新不改风险收益并存规律

2022 年 11 月，因市场宏观经济和流动性预期的整体改变，国内债市出现较明显震荡，在风险收益特征上，各类型债基四季度收益率大幅下行，诸多产品不断刷新自身最大回撤。正是各类基金的大幅赎回，导致了混合估值类公募基金产品的加速问世。

2022 年 6 月，28 家公募基金管理人集体上报混合估值法债券型基金，在第一次反馈中意见中，共计 5 只产品入围了首批混合估值基金名单。2023 年 2 月，首批 5 只混合估值封闭式债基正式发行，混合估值法这一创新举措也在债市赎回潮之后成为市场的关注焦点。

混合估值法债券型基金，具体是指将基金资产划分为两类，一部分资产采用市值法估值，另一部分资产则采用摊余成本法估值。混合估值法一方面能克服摊余成本法产品封闭期较长、流动性不佳的缺点，还能在一定程度上平抑资管产品净值化转型所带来的净值回撤和波动较大的现象。混合估值法下，部分资产在摊余成本法下运行，保证产品净值相对平稳；部分资产采用市值法估值，以期通过资本利得进行收益增厚。总体来看，混合估值法产品攻守兼备。

首批上市的 5 只混合估值法债基均为封闭式基金，存续期限为 12-30 个月不等。配置比例方面，5 只产品规定投资于摊余成本法估值的债券资产比例的下限均为 50%，同时规定投资市值法估值的资产比例不低于 20%。

表 53 2022 年首轮上市 5 只混合估值法债基资产配置比例

基金名称	基金类型	估值方法	投资于摊余成本法估值债券的比例下限	投资于市值法估值债券的比例下限
鹏华永瑞一年封闭式债券	封闭式基金	混合（摊余成本+市值）	50%	20%
易方达恒固 18 个月封闭式债券	封闭式基金	混合（摊余成本+市值）	50%	20%
富国汇城 18 个月封闭式债券	封闭式基金	混合（摊余成本+市值）	50%	20%
南方恒泽 18 个月封闭式债券	封闭式基金	混合（摊余成本+市值）	50%	20%
招商恒鑫 30 个月封闭债	封闭式基金	混合（摊余成本+市值）	50%	20%

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

尽管在此之前理财子已推出较多“混合估值”的理财产品，但鉴于此前产品净值化转型尚未完成且债市长期呈现牛市状态，该部分产品并无显著优势。在 2022 年底赎回风波上演后，理财子也重新将混合估值的理财产品作为重要宣传点，以期获得市场投资者认可，混合估值债基产品也将逐步成为部分公募债券型基金平抑净值波动、降低投资者赎回的创新路径。

混合估值法相较摊余成本法和市值法虽然存在一定的优势，但仍然需要注意混合估值债基产品封闭期较长的问题。后续在充分满足投资者低波动需求的基础上，更多潜在的混合债基发行和创新

机会或许将被市场挖掘，未来上线混合估值债基 ETF 也将有可能实现，同时封闭期问题得到有效解决后混合估值产品或将吸引更多投资者。

#### 4.5.ETF 创新品种再度扩容：中证 1000ETF 及碳中和 ETF 亮相

2022 年 7 月 18 日，证监会批准中国金融期货交易所开展中证 1000 股指期货和期权交易。此次产品标的选择了市值更为下沉的中证 1000 指数，在一定程度上体现了国内金融监管部门对中小市值公司在流动性管理和风险管理方面的重视。

此举措具备两方面的意义：一方面，通常而言，市值较小的公司容易在风险来临时面临更严峻的流动性风险，若有工具能进行合理对冲，将在较大程度上缓解来自股票市场上的流动性压力，从而避免市场价格的剧烈波动，有利于国内资本市场的健康有序发展。另一方面，该产品丰富了投资者的投资渠道，在目前中证 500 超额收益策略已经被充分挖掘的情况下，以中证 1000 指数为标的的对冲产品无疑可能成为另一个蓝海赛道，进而为指数带来可观的资金流入。中证 1000ETF 也正是在这样的背景下应运而生。自 2021 年末以来，四大基金公司易方达、广发、富国、汇添富相继提交中证 1000ETF 申报材料，并于中证 1000 衍生品合约上市当日 2022 年 7 月 22 日集中发行，单只基金募集限额 80 亿，其中富国中证 1000ETF 于当日提前结束募集。

表 54 2022 年首发 4 只中证 1000ETF 基本概况

代码	基金名称	发行规模 (亿元)	成立日	上市交易日	基金经理	管理费率 (%)	托管费率 (%)
560010.OF	广发中证 1000ETF	79.97	2022-07-28	2022-08-04	罗国庆	0.50	0.10
159629.OF	富国中证 1000ETF	79.50	2022-07-27	2022-08-03	金泽宇	0.50	0.10
159633.OF	易方达中证 1000ETF	79.25	2022-07-28	2022-08-04	刘树荣	0.50	0.10
560110.OF	汇添富中证 1000ETF	36.35	2022-07-29	2022-08-08	乐无穹	0.15	0.05

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

碳中和 ETF 也是 2022 年基金市场的关注焦点。2022 年 7 月 4 日，首批 8 只中证上海环交所碳中和 ETF 开始认购，认购天数 3-5 天，合计发行份额超 160 亿元。8 只碳中和 ETF 均以“中证上海环交所碳中和指数”为跟踪标的，主体涉及易方达基金、广发基金、富国基金、南方基金、招商基金、汇添富基金、工银瑞信基金、大成基金。

表 55 2022 年首批碳中和 ETF 基本概况

基金名称	基金公司	发行规模 (亿元)	基金成立日
易方达中证上海环交所碳中和 ETF	易方达基金	42.73	2022-07-11
富国中证上海环交所碳中和 ETF	富国基金	29.40	2022-07-11
南方中证上海环交所碳中和 ETF	南方基金	32.65	2022-07-11
广发中证上海环交所碳中和 ETF	广发基金	21.58	2022-07-11
大成中证上海环交所碳中和 ETF	大成基金	5.52	2022-07-13
工银瑞信中证上海环交所碳中和 ETF	工银瑞信基金	9.54	2022-07-13
汇添富中证上海环交所碳中和 ETF	汇添富基金	10.97	2022-07-13
招商中证上海环交所碳中和 ETF	招商基金	11.79	2022-07-14

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在碳中和时代背景下，居民资产配置转移导致资本市场不断快速发展，国内 ESG 与可持续投资或将得到快速推动。碳中和 ETF 不仅是基金产品，更是资本市场优化资源配置、推动资本和实体经济高水平循环发展的重要载体，是公募基金行业服务国家战略、推动创新驱动发展和经济转型升级的全新举措，对于推动国内绿色金融创新与发展、实现经济和环境的可持续发展具有重要意义。

## 5.发展展望：深度竞合多元发展，迈入高质量发展新阶段

### 5.1.监管政策相继出台，推动公募基金高质量发展

2022年4月，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（以下简称《意见》），《意见》围绕积极培育专业资产管理机构、全面强化专业能力建设、着力打造行业良好发展生态、不断提升监管转型效能四个方面提出16条意见，为公募基金行业新发展趋势指明了方向。在公募基金公司贯彻高质量发展的过程中，基金公司的经营理念以及产品运作与广大投资者直接相关，未来基金公司除了扎实主动管理，稳步发展被动投资产品，为投资者提供优质产品、创造长期价值外，还应将中长期投资业绩等以客户为中心的指标纳入考核，倡导投资者与基金经理利益绑定。

#### 5.1.1.鼓励多元产品创新，稳步发展被动投资

《意见》等行业政策整体呈现出鼓励基金公司产品创新化发展，破解基金产品同质化问题，改善投资者投资体验的导向。当前公募基金行业面临着产品同质化的挑战，这也使得在资管业务中其同类产品的发行存在严重的局限性，产品开发不足导致公募基金产品结构无法良好地适应大资管时代的市场竞争形势，因此加强产品开发也成为重要内容。在实际的产品开发中需要立足于公募基金普惠金融工具的特点来进行资管业务创新，保证其所提供的投资产品符合社会大众的实际情况及实际需求，通过构建起多元化的投资产品结构来满足投资者的多样化需求。

《意见》在四个方面鼓励产品创新发展：一是发展权益类资产配置，强调指数型ETF产品发展；二是要求稳步推进金融衍生品投资；三是加大中低波动型产品开发创设力度；四是推进养老投资产品、公募REITs、管理人合理让利型等产品创新发展。在《意见》发布前后，公募基金在ETF、养老投资产品中形成一定创新。

为了契合广大养老账户投资的需求，2022年11月，部分养老FOF基金发布增加Y类份额的公告，Y类份额是单独为个人养老金账户投资设立的专属份额，并给予销售服务费、管理费、托管费等费用优惠（相对减半）。随着个人养老金政策的深入，各类公募产品将不断纳入个人养老金基金体系，为投资者提供更加全面的养老投资产品和服务，在此期间可能伴随着不同形式的产品创新。

2022年国内被动投资规模逆市抬升，以ETF为代表的被动投资基金迅猛发展的背后是国内被动指数基金的创新对广大投资者需求的良好匹配，以及机构管理人产品创新能力、研究实力、投资组合管理能力以及金融科技水平的提升。2022年10月共9只指数增强型ETF获批，跟踪指数包括中证1000、创业板和科创板50，在2021年11月首批5只指数增强型ETF发布后，目前市场上指增ETF已涵盖大部分宽基指数，产品体系逐渐多样化。

表 56 指数增强型 ETF 一览

基金代码	证券简称	跟踪指数	获批日期
561300.OF	国泰沪深300增强策略ETF	沪深300	2021-11-9
561550.OF	华泰柏瑞中证500增强策略ETF	中证500	
561990.OF	招商沪深300增强策略ETF	沪深300	
159610.OF	景顺长城中证500增强策略ETF	中证500	
560100.OF	南方中证500增强策略ETF	中证500	
159680.OF	招商中证1000增强策略ETF	中证1000	2022-10-28
561590.OF	华泰柏瑞中证1000增强策略ETF	中证1000	
159675.OF	嘉实创业板增强策略ETF	创业板指	
159677.OF	银华中证1000增强策略ETF	中证1000	
588370.OF	南方上证科创板50成份增强策略ETF	科创50	

588460.OF	鹏华上证科创板 50 成份增强策略 ETF	科创 50
561000.OF	华安沪深 300 增强策略 ETF	沪深 300
588320.OF	广发中证科创创业 50 增强策略 ETF	科创 50
159679.OF	国泰中证 1000 增强策略 ETF	中证 1000

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

展望未来，以下举措可促进被动投资高质量发展，促进国内被动投资再上新台阶：一是加快建设适应高质量发展需求的指数体系，如专精特新、高端制造、数字经济等战略部署的指数体系；二是加快培育以长期价值投资为主的指数投资生态，研究开放双边买卖、ETF 转让等功能，方便更多投资者参与指数化投资；三是加快提升本土指数的国际影响力、竞争力，完善全球市场指数体系，积极扩大境外产品授权规模，与境外交易所、资管机构共同探索指数国际合作新模式，引导境外资金配置中国优质资产。

### 5.1.2. 对外创造长期价值，对内实现利益一致

公募基金公司的本职是“服务投资者财富管理”，为投资者实现长期稳健收益是公募基金公司高质量发展的核心。为了达成这一目标，基金公司除了深耕投研能力和科技能力建设，提升价值创造能力，还应将中长期投资业绩、投资者盈利、销售保有规模等以客户为中心的指标纳入绩效考核范畴，弱化规模排名、短期业绩、收入利润等短期考核指标比重。

《意见》提出要求基金公司中长期投资业绩与投资者实际盈利纳入考核指标，倡导投资者与基金经理利益绑定。同时，相关配套政策要求推动薪酬递延机制落实，将奖惩机制纳入顶层设计中，并且支持基金管理公司探索实施多样化激励机制，实现员工与公司长期发展、持有人长期利益的一致性。2022 年 5 月，证监会的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则，从静默期和薪酬制度等方面对基金经理和基金管理人提出了新的规定，包括规定基金经理等主要投研人员在离职后 1 年内不得从事非公募基金投资管理等工作，公募基金管理人应当建立实施薪酬递延支付和追索扣回等制度，如递延支付年限不少于 3 年，向高级管理人员、基金经理等关键岗位人员递延支付的金额原则上不少于 40%，追索扣回制度的相关规定对离职人员同样适用。2022 年 6 月中国证券投资基金业协会发布的《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》则对公募基金公司的薪酬结构、薪酬支付、绩效考核、薪酬内控管理等方面提出了更为具体的要求。

在行业发展过程中，过于依赖明星基金经理，基金经理管理业绩、规模和策略有效性三者矛盾等问题凸显。2022 年基金经理变动频繁，这与业绩考核、人才竞争等诸多因素相关，是行业高速发展的表现，人才更迭是在此过程中必然出现的现象。主动压降明星基金经理的管理规模和管理数量，从依靠明星基金经理改为团队作战，倡导“规模克制”和“规模适配”，是公募基金公司改善投资者投资体验的责任，也是行业走向高质量发展的标志之一。

表 57 部分“公奔私”明星基金经理

基金经理	原公募基金公司	现私募基金公司
董承非	兴证全球基金	睿郡资产
崔莹	华安基金	勤辰资产
张航	鹏华基金	
林森	易方达基金	
肖肖	宝盈基金	海南上善如是
周应波	中欧基金	运舟资本
雷鸣	汇添富基金	润时资产
葛晨	博时基金	高毅资产
梁皓	华商基金	源乐晟资产

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

此外，通过在更大规模和范围内鼓励发行基于业绩获取报酬的公募基金，鼓励将变现期长的股权激励方式与现金报酬适当结合等形式，让投资者、公司员工与股东利益得以紧密捆绑，从而降低因分配制度产生的潜在内部矛盾，有利于激励投研人员将关注点转向基金长期业绩与投资者长期收益，并在内部形成围绕投研能力打磨、长期业绩实现的良性竞争。

## 5.2. 公募基金公司生态：多方入局，深度竞合

### 5.2.1. 股权限制逐渐开放，外资公募逐鹿中国

随着金融业对外开放的持续推进，国际知名资管加速布局中国公募市场。《意见》提出“支持对中国资本市场具有长期投资意愿的优质境外金融机构设立基金管理公司或扩大持股比例，鼓励行业积极借鉴境外先进资产管理经验和有益业务模式”。

自 2020 年 4 月 1 日取消外资股比限制政策落地，贝莱德、富达国际、路博迈、施罗德投资等多家外资巨头便陆续向中国证监会提交了公募牌照的申请报告。目前市场上已有 7 家外资独资公募基金公司。其中，贝莱德基金、富达基金、路博迈基金、施罗德基金先后成立，泰达宏利基金、上投摩根基金和摩根士丹利华鑫基金则通过合资转外资的形式成为境内外资独资公募基金公司。上投摩根、泰达宏利、摩根士丹利华鑫、贝莱德总计发行规模累计为 2250 亿元，富达基金、路博迈基金、施罗德基金暂未公开发行业公募产品。

表 58 外资独资基金公司一览

基金公司	成立日期	获批日期	实际控制人
上投摩根基金管理有限公司	2004/05/12	2004/05/12	JPMorgan Asset Management Holdings Inc. (摩根资产管理控股公司)
泰达宏利基金管理有限公司	2002/6/6	2002/7/4	Manulife Financial Corporation (宏利金融有限公司)
摩根士丹利华鑫基金管理有限公司	2003/3/14	2003/3/14	Morgan Stanley International Holdings Inc. (摩根士丹利国际控股公司)
贝莱德基金管理有限公司	2020/9/10	2020/9/10	BlackRock Financial Management, Inc. (贝莱德集团)
富达基金管理(中国)有限公司	2021/5/27	2022/12/9	Fil Asia Holdings PTE. Limited (富达国际)
路博迈基金管理(中国)有限公司	2021/7/22	2022/11/25	Neuberger Berman Investment Advisers LLC (路博迈集团)
施罗德基金管理(中国)有限公司	2022/1/29	2023/1/13	Schroder Investment Management Limited (施罗德投资管理有限公司)

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

随着近年公募基金公司数量增长，股权结构的多样性也被纳入发展议题。不管是传统的银行、券商直接控股、参股，还是近年愈发流行的个人系公募基金公司，经营思路和投研方法仍然以国内的方法为主，而部分海外金融机构拥有较长的经营历史和资产管理经验，值得国内的公募基金公司借鉴和学习。外资资管机构在投研经验、全球资产配置、风控文化等方面具有一定优势。外资公募基金公司入局，将充分运用全球市场的成果经验，发挥各机构在主被动投资、养老、ESG 等领域的投资能力优势建立相较于中资基金公司的差异化发展模式，促进行业向多元化、差异化方向发展。通过外资基金公司全球化的投资能力和视野，更好地投资全球不同地区、不同类别的资产，实现多元化资产配置。

随着中国资本市场的高质量发展和开放程度不断加深，越来越多的海外投资者将持续地投资中国，已经入场的外资基金公司或将成为金融机构进入中国的桥梁，将全球金融行业沉淀多年的优秀实践引入中国，提供多元化、差异化的金融服务。

### 5.2.2. 理财子公司入局，银基深度竞合

近年来，商业银行与基金管理公司不断深化合作，银基合作已从传统的代销、托管等基础合作模式拓展至委外投资、投顾咨询等多个领域。《意见》支持银行理财子公司申请公募牌照，牌照融合下银行基金深度竞合值得探索。

**公募基金为理财产品提供增厚方案：**资管新规后，非标资产需求端受到久期匹配与风险管理的约束，银行理财非标资产配置空间和配置规模逐步压降，为银行理财产品收益带来考验。在“资产荒”困境之下，公募基金为理财子公司提供收益增厚方案。虽然 2022 年末银行理财“赎回潮”和信用债下跌形成了一定的正反馈，公募债基和银行理财均受到一定程度影响，但庞大的配置需求仍在，具备低税率、高风险收益比的绝对收益能力产品以及风格特征明晰的权益基金仍然是银行理财产品配置中重要一环。

**多样化产品和服务以平滑财富端销售波动：**目前大部分理财产品对于权益类资产以及股混基金的配置较为审慎，主要由于理财子投研能力建设尚处于战略投入期、负债端资金风险约束较为严格，理财子公司也更多选择在投资管理、权益类资产等领域与公募基金深入合作。观察 2022 年银行公募基金代销情况，部分银行在权益类公募基金存量下滑的阶段，债券基金保有规模保持稳定，表明机构在减少公募基金/权益型理财代销同时，通过加大低风险特征理财产品/保险的销售实现业绩平滑。理财子公司可以借助基金公司的研究资源和投研经验优势，开展个性化的投顾咨询服务，增强客户粘性。

**理财子拥有公募牌照可能引发银基深度竞合：**《意见》支持银行理财子公司申请公募基金牌照，相比理财产品，公募基金具有税收、流动性指标等优势，进一步拓展了理财子“全能牌照”的业务可能性，中长期能进一步延伸至养老保险基金管理、企业年金/职业年金管理、养老目标基金等业务。随着理财子公司品牌优势的不断树立，后期对公募基金公司的影响会逐渐显现，在银基深度竞合完成之前，公募基金除了在投资端继续延伸投研边界，在投顾端也需要不断探索，沉淀长期资金。

## 5.3. 基金公司发展：构建核心能力，实现差异化发展

### 5.3.1. 产品体系：寻找特色路线，谋求创新发展

《意见》把“支持差异化发展”放在了 16 条举措之首，未来基金公司可以根据自身禀赋选择具备竞争优势的方向发展特色化的资产管理业务。当前公募行业的同质化竞争日趋激烈，尤其是产品布局日趋同质化，头部基金公司产品体系大多追求大而全，而中小基金公司则以模仿、跟随为主，在此模式下，行业已经形成较强的马太效应，中小基金公司想要弯道超车愈发困难。

未来，差异化发展将是公募基金行业发展的主旋律，在差异化经营中建立起各自的竞争壁垒。具体来看，2022 年全行业主动权益基金规模缩水-19.35%，中泰资管的投资风格为价值投资、长期投资，代表人物姜诚在选股时以逆向思考的方式做多情景假设，给坏情况出价，并构造有安全边界的组合状态。中庚基金年末主动权益基金存量规模 363.28 亿元，同比增长 47.94%，公司围绕低估价值投资框架进行产品线建设，在 2022 年波动较大的市场中提供了较好的投资体验并形成了品牌效应。国金基金在 2022 年的增量规模主要来自国金量化多因子等量化基金，国金量化策略以技术为特色，模型具有较强的迭代优化驱动力，量化团队对超额收益稳定性和持续性的要求脱胎于已经成

敬请参阅报告结尾处免责声明

熟的公募专户策略。基金管理人提供匹配自身能力禀赋的产品和服务，有助于改善客户获得产品和服务的品质，提升投资者的获得感，打造差异化的拳头产品有利于打破同质化竞争、建立先发优势及品牌效应。

表 59 2022 年基金公司主动权益基金管理规模增速（剔除年末主动权益规模小于 10 亿的管理人）

基金公司	2021 年主动权益基金规模 (亿元)	2022 年主动权益基金规模 (亿元)	主动权益基金规模增长率	基金公司	2021 年主动权益基金规模 (亿元)	2022 年主动权益基金规模 (亿元)	主动权益基金规模增长率
中泰资管	66.93	181.18	170.68%	华安证券	15.79	19.79	25.31%
国金基金	22.65	52.41	131.42%	华泰柏瑞基金	395.77	491.15	24.10%
金元顺安基金	11.02	20.00	81.55%	惠升基金	43.13	52.52	21.78%
中庚基金	245.55	363.28	47.94%	英大基金	10.23	12.45	21.68%
华商基金	347.12	500.49	44.18%	建信基金	421.62	498.80	18.31%
鑫元基金	11.67	14.86	27.37%	华富基金	65.21	72.80	11.64%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从增量资金的角度看，在养老资金快速入场的背景下，既要防止垄断状态下出现中庸策略，市场活力未被激发，又要避免准入过度，同质产品太多或催生管理人营销压力、提升政府机构监管难度以及增加参保者参与成本与决策难度。基金产品方面，建议同时推动主动投资与被动投资产品创新，以满足差异化投资需求，一方面给主动投资基金留出多样化发挥空间，尤其可以从战略新兴、专精特新等领域突围，对中小企业库持续关注、优中选优、提前布局可能是未来一段时间公募基金公司差异化竞争的高地；另一方面尝试在被动投资基金中融入生命周期特征、风险匹配特性，为谨慎、被动参保者提供保留选项。

### 5.3.2. 渠道布局：多元渠道布局，多维服务体系

目前，公募基金已建立了涵盖线上线下、场内场外的超过 400 家销售服务渠道，包括基金公司直销、商业银行、证券公司、独立基金销售机构等。

(1) 2022 年末互联网平台销售机构的保有规模市占率保持稳定，权益基金存量规模达 1.35 万亿。作为互联网零售的主阵地，基金公司也纷纷在这些平台上进行投资者教育和品宣建设，如在蚂蚁上建立财富号，通过发布市场资讯和行情解读、基金经理观点、构建投顾组合等方式吸引投资者。部分头部基金公司的财富号粉丝数高达上百万。虽然这些内容宣发的转化率存疑，但通过持续的投资者教育带来的品牌建设和用户心智的培育会在无形中提升保有规模和客户黏性。

(2) 银行是传统公募基金最为重视的渠道，仍占有基金销售的半壁江山。银行大多胜在存量网点和客户基础，尤其是拥有财富基数大且教育程度高的高净值客户群体，并可以通过牌照优势为高净值和超高净值客户提供家族企业传承、投资策略、组合管理、流动性和风险管理等一站式服务。虽然银行渠道在过去一年的市占率有所下降，但部分注重零售客户培育的银行的基金保有量不降反升。对基金公司而言，做好渠道互信，与零售实力强劲或是着力发展零售端的银行进行深度合作是一条双赢的道路。

(3) 2022 年券商保有规模占比明显提升，券商也有望成为基金公司持续发力的渠道。一方面，权益市场的结构性机会和高波动性或将持续推高 ETF 的配置热度，另一方面，随着财富管理转型的纵深发展，券商在基金销售、基金投顾等领域中可发挥的空间持续扩大，以此为突破口的全业务链协同发展仍是券商业务的核心突破点和增长点，与基金公司的协同也将不断加强。

(4) 对于基金公司而言，建设自有直销渠道不仅可以加大自身的话语权，也使其能够直接触达用户，掌握更多客户理财诉求，同时沉淀更多用户相关的标签和行为数据，从而提供更高质量的用户服务和更科学的产品线设计，沉淀更有效的销售策略。对于大多数基金公司尤其是中小基金公司

而言，直销渠道的投入产出往往不成正比，获取流量、进行金融科技建设均耗资巨大，因此过去一年有多家基金停运 APP。对于头部基金公司以及部分具备品牌效应的中小基金公司而言，建设自有渠道是实现其差异化策略的重要抓手。此外，投顾服务的建设可以弥补直销渠道仅能售卖单一基金公司产品的天然不足，给基金公司提供弯道超车的可能性。

从过去一年基金规模的变化情况来看，虽然渠道会对基金的首发募集规模等产生影响，但最终规模的增长仍然有赖于基金产品的业绩。随着基金信息触达方式的多样化，基金公司的投研能力才是基金规模提升的最大支持。

### 三、2022 年场内基金年度报告

#### 1.存量 ETF 增长不俗，跨境和固收 ETP 乘势而上

##### 1.1.ETP 分类及规模分布

截止 2022 年 12 月 31 日，公募基金市场上共有 1007 只非货 ETP 产品。我们从两个维度出发对非货 ETP 产品进行分类：产品形式和资产类别。

按产品形式，ETP 可分为 ETF、LOF（不含封闭&定开）和封闭&定开基金。截至 2022 年底，市场上共有：723 只 ETF，规模 13192.91 亿元；361 只 LOF（不含封闭&定开），规模 7166.64 亿元；65 只封闭&定开基金，规模 672.30 亿元。

按资产类别，ETP 底层资产可分为：权益、固收、另类及跨境资产。截止 2022 年底，市场上共有：798 只权益 ETP，规模 17181.43 亿元；77 只固收 ETP，规模 1450.17 亿元；20 只另类 ETP，规模 232.13 亿元；112 只跨境 ETP，规模 2168.12 亿元。

图 60 ETP 产品按产品形式分类结果

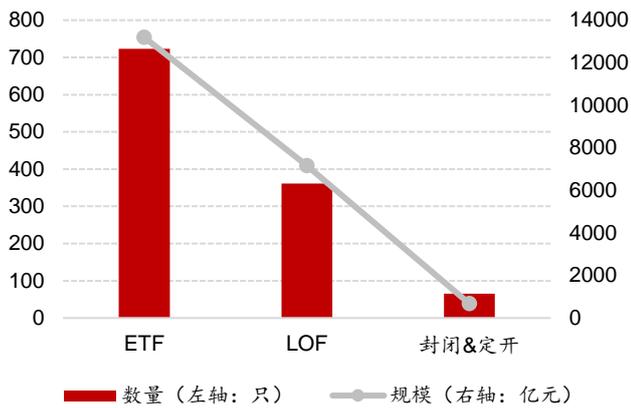
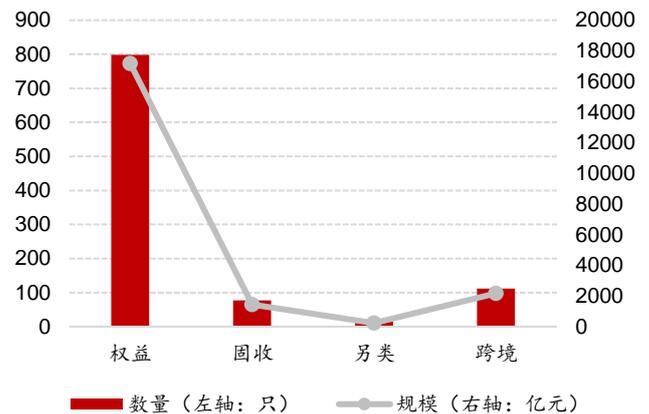


图 61 ETP 产品按资产类别分类结果

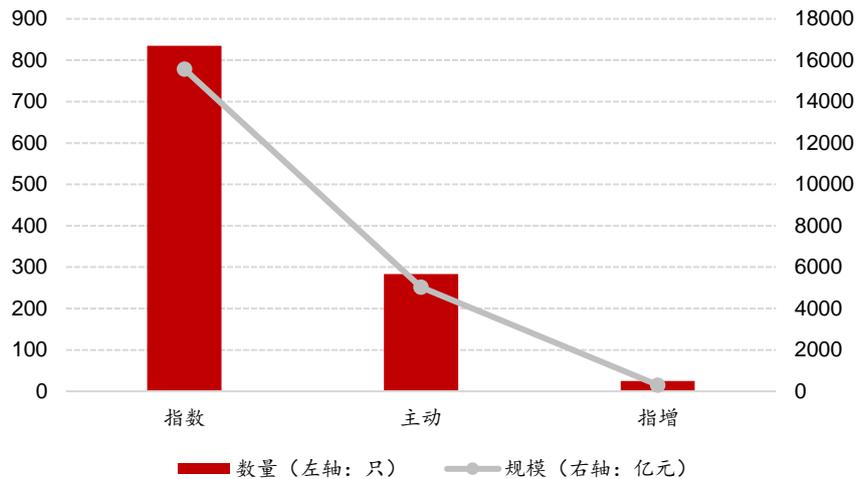


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

针对权益、固收及跨境 ETP，根据产品运作方式，我们将其继续细分为主动、指数增强及指数三大类。截止 2022 年底，市场上共有：835 只指数 ETP，规模 15567.76 亿元；283 只主动 ETP，规模 5035.75 亿元；25 只指数增强 ETP，规模 303.51 亿元。

图 62 ETP 产品按产品运作方式分类结果



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 1.2.ETP 规模变化：存量 ETF 现增长潜力，LOF 规模遇大幅缩水，跨境和固收 ETP 成为规模新增长点

ETP 规模受存量 LOF 产品规模下降拖累。总体上看，相较于 2021 年底，ETP 规模共减少 10.73 亿元。其中，新发基金贡献了 1029.06 亿元的规模增长，存量产品的规模受 LOF 基金的规模下降拖累减少了 1039.79 亿元。

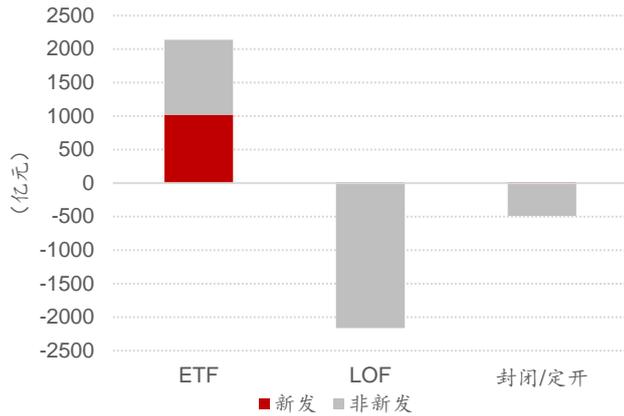
分产品形式看，仅 ETF 规模增加，LOF 和封闭/定开基金规模均为减少。ETF 中新发和存量产品规模增长相近。

2022 年 ETF 规模增加 2141.29 亿元，其中 2022 年上市的 141 只 ETF 贡献了 1018.45 亿元的规模增量，而已有的 ETF 实现了更高的规模增长，贡献了 1122.84 亿元的规模增量。LOF 基金的规模减少主要源于已有基金的规模减少，2022 年上市的基金单只规模均在 5 亿元上下，数量也仅有 8 只，新发市场规模增长幅度不及已有基金规模缩水幅度。封闭/定开基金的情况与 LOF 基金类似，8 只新上市的封闭式基金有 4 只均为一年封闭式，1 只为定开产品，新上市的封基规模增加 12.83 亿元，而已有封闭基金规模下降 491.95 亿元。

分资产类别看，跨境产品成为 ETP 产品增长主力，固收 ETP 取得较大突破。跨境 ETP 存量产品贡献 85% 以上增长，新发固收 ETP 规模增长较高。

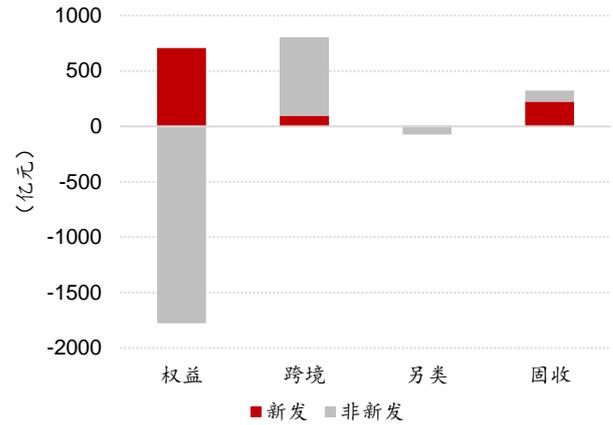
具体来看，2022 年跨境 ETP 共增加 805.60 亿元，主要来自存量产品的增长，存量产品增加 709.23 亿元，新上市的产品贡献了 96.37 亿元的增长；固收 ETP 共增加 323.79 亿元，主要是新上市产品的贡献，新上市的产品规模增加 223.32 亿元，存量产品贡献了 100.47 亿元的增长；权益 ETP 的规模受存量产品规模缩小的影响，主要是 LOF 基金规模的较大绝对水平的下降，整体减少了 1068.98 亿元；另类 ETP，其中主要是商品型 ETP，规模减少 71.13 亿元，其中存量产品规模下降 72.75 亿元，新发产品规模增加 1.62 亿元。

图 63 ETP 产品按产品形式分类的规模变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 64 ETP 产品按资产类别分类的规模变化

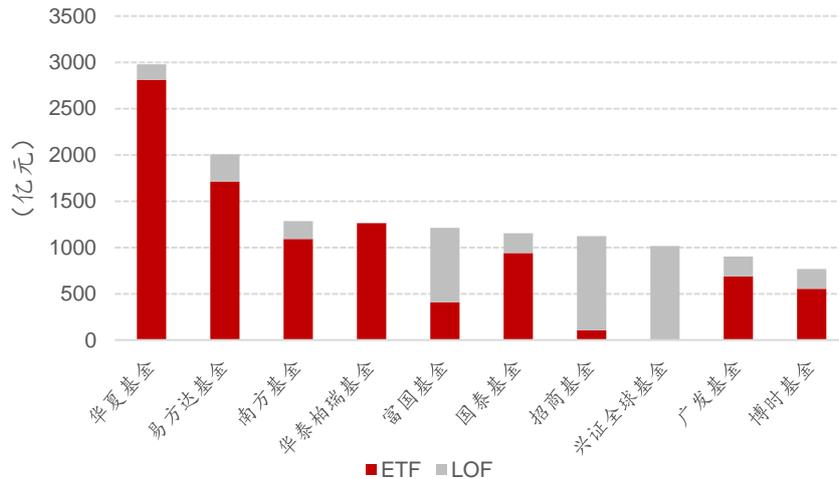


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 1.3. 基金公司 ETP 产品线：前十大集中度小幅提升，第九、十名洗牌重塑

截止 2022 年底，ETP 规模前十大基金管理人合计管理 13711.36 亿元，占全市场的 65.55%，相较于 2021 年底的 63.08% 有小幅提升。广发基金和博时基金新晋 ETP 管理规模第九、十名基金公司。

图 65 ETP 产品规模前十大基金公司规模分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

ETP 规模前十大的基金公司在产品布局上各有特点，华夏、易方达、南方等基金公司 ETP 规模排在前列，以 ETF 为主，宽基产品有先发优势；华泰柏瑞的策略 ETF 规模较大；国泰和广发基金主要依靠行业主题 ETF 做差异化；招商、兴证全球、富国是 LOF 产品比较有特色的基金公司；跨境产品上，华夏、易方达的 ETP 规模较高。

表 60 基金公司 ETP 产品线特色

	数量	规模 (亿元)	市场占比	ETP 产品线特色
华夏基金	83	2979.85	14.25%	<b>ETF 布局齐全</b> ，宽基有先发优势，行业主题齐全（芯片、券商、新能源车、低碳等），策略探索广泛（成长、质量、红利质量、1000 价值稳健等），跨境（港股、美股、日经）、商品等均有若干跟踪 <b>ETF</b> ， <b>港股主题 ETF</b> 较其他家占比较高

				(14.2%); LOF 布局较早, 且主动类的较多。代表性产品: 华夏上证 50ETF (510050.OF), 规模 583 亿
易方达基金	77	2007.11	9.60%	ETF 布局全面, 规模占比更为均匀。常见宽基+行业主题 (300 非银、碳中和、长江保护、人工智能、低碳等)+策略 (红利、质量等)+跨境 (港股、日经、沪港深等)+商品等均有若干跟踪 ETF; LOF 产品占比 ETP14.68%, 主动和被动比例均衡, QDII 比例更高。代表性产品: 易方达中概互联 ETF (513050.OF), 规模 365 亿
南方基金	54	1286.04	6.15%	ETF 布局差异化, 宽基占比较大, 行业主题 (有色、房地产、长江保护、小康指数等)+跨境 (港股、美股、东证、全球)+商品等有若干跟踪 ETF; LOF 布局较早, 包括 REITs 产品和 QDII 产品。代表性产品: 南方中证 500ETF (510500.OF), 规模 603 亿
华泰柏瑞基金	32	1265.37	6.05%	以 ETF 布局为主 (规模占比 99.93%), 宽基和策略占比较大 (红利、红利低波占比 ETP11.45%), 部分行业主题、跨境 ETF (中韩半导体+沪港深行业主题等)。代表性产品: 华泰柏瑞沪深 300ETF (510300.OF), 规模 775 亿
富国基金	64	1213.71	5.80%	主要布局 LOF (占比 66.29%): 风格 LOF+行业主题 LOF+宽基 LOF, 且有较多指增产品 (宽基、窄基指增)。整体看, ETP 产品中宽基相关产品占比不大 (20%左右), 更侧重行业主题相关产品 (新能源车、军工、煤炭等)。代表性产品: 富国天惠精选成长 (161005.OF), 规模 327 亿
国泰基金	65	1153.24	5.51%	主要布局 ETF (占比 81.53%), 行业占比较大 (占比 ETP70.92%, 涵盖证券、半导体芯片、军工、煤炭等大部分中证行业), 部分行业主题 (新能源车等)、跨境 ETF (美股+沪港深行业等)。代表性产品: 国泰中证证券公司 ETF (512880.OF), 规模 297 亿
招商基金	44	1122.33	5.37%	LOF 布局为主 (占比 90.48%), 聚焦行业 LOF (白酒、生物医药、证券等)+固收 LOF (招商双债增强等)。代表性产品: 招商中证白酒 (161725.OF), 规模 684 亿
兴证全球基金	9	1014.45	4.85%	全部为 LOF 产品, 以偏股和灵活配置基金为主, 产品数量少, 单只基金规模较大。代表性产品: 兴全合润 (163406.OF), 规模 268 亿
广发基金	45	902.96	4.32%	ETF 布局为主 (占比 76%), 行业 ETF 占比较高, 同时兼顾宽基、跨境 (美股、港股、全球、沪港深) 等 ETF; LOF 中广发小盘成长规模较高。代表性产品: 广发纳斯达克 100ETF (159941.OF), 规模 115 亿
博时基金	44	766.30	3.66%	ETF 布局为主, LOF 规模占比相对较高 (28%)。ETF 中主题 ETF 特色鲜明 (央企改革、地域等), 宽基、行业 ETF 规模较小, 债券 ETF 规模较大 (国开债 ETF、可转债及可交债 ETF)。代表性产品: 博时中债 0-3 年国开债 ETF (159650.OF), 规模 104 亿
合计	517	13711.36	65.55%	

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 1.4.ETP 产品创新：内地与境外互联互通加快，债券 ETF 投资品种丰富

2022 年，ETP 产品密集创新，丰富了 ETP 的产品类型和投资者的选择。

### 跨境 ETF 产品扩容

《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》中提到稳步有序推动产品双向开放，稳妥拓展 ETF 互通机制，推动股票 ETF 纳入内地与香港股票市场互联互通标的。2022 年 7 月，内地与香港 ETF 互联互通正式开闸落地。

2021 年上海证券交易所与韩国交易所指数领域开展合作，共同发布覆盖 A 股与韩国市场的创新跨境指数系列，这是国内第一批中外合编指数。2022 年，国内第一只跟踪中外合编指数的 ETF——中韩半导体 ETF 在上交所上市。

2021 年底深交所和新交所签订的谅解备忘录中约定中国和新加坡的 ETF 发行商通过上市的 ETF 连接对方交易所上市的主 ETF，即中新 ETF 互挂。2022 年 12 月 30 日，首对深交所-新交所 ETF 互通（下称深新 ETF 互通）双向产品在深、新两所同步上市，标志着境内外市场互联互通再进一步。在深交所上市的这只基金为南方基金南方东英银河联昌富时亚太低碳精选 ETF。

### 低风险债券 ETF 增长亮眼

居民日益增长的现金管理需求使得低风险、高流动性固定收益类理财工具持续成为市场焦点。2022 年，短融 ETF 规模突破 100 亿元。随着交易所市场与银行间市场互联互通的持续推进，2022 年 7 月 11 日，首批政金债 ETF 正式获批，进一步丰富了交易所场内较低风险债券投资品种。截至 2022 年底，境内市场共 5 只政金债 ETF，截止年底规模约 220 亿元。

### ESG 指数产品丰富

随着服务国家双碳战略的日益推进，ESG 产品日益丰富。2022 年共新上市 15 只 ESG 方面的 ETF，涵盖长江保护、碳中和、内地低碳、300ESG、企业核心竞争力 50 等指数。2022 年 6-7 月，首批碳中和指数 ETF 一经问世即受到市场火热关注，截止 2022 年底规模 80 亿元左右。ESG 等可持续发展产品规模不断增长，为服务国家双碳战略增添新的投资工具，推动高质量资本供给。

### 第二批增强 ETF 上市

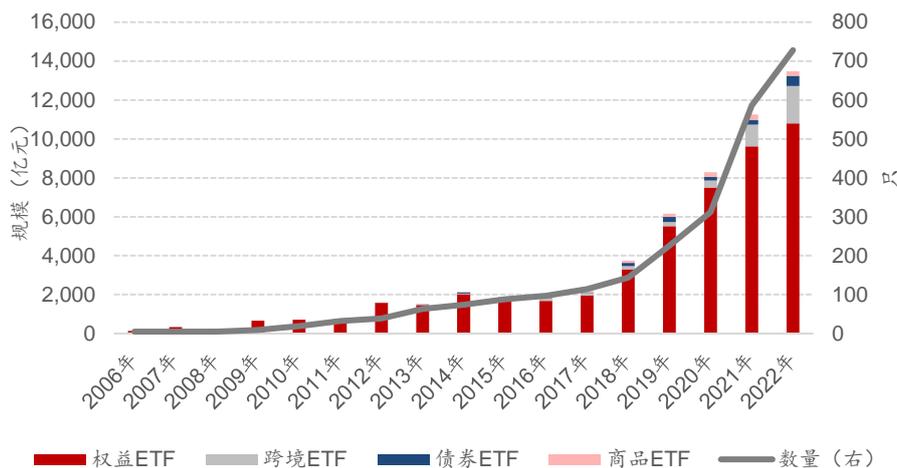
2022 年 10 月，第二批 13 只指数增强策略 ETF 再次获批，该批指数增强策略 ETF 覆盖指数类别更为广泛，在沪深 300 和中证 500 的基础上新增覆盖了创业板指、中证 1000、科创 50 指数。截止 2022 年底，共有 10 只增强 ETF 上市。

## 2.ETF 发行回归理性，投资者结构不断优化

### 2.1.ETF 数量及规模增速放缓，单只基金募集规模上升

截至 2022 年底，公募市场共有 728 只非货 ETF，总管理规模 13,470.44 亿元，相较于 2021 年底的非货 ETF 数量和规模分别增长 24.23%和 19.69%，增速较 2021 年有所放缓。

图 66 2006-2022 年 ETF 数量及规模变化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 发行数量下降，单只基金募集规模上升

从发行情况看，2022 年共有 143 只 ETF 成功发行，4 只 ETF 发行失败，共募集 1570.55 亿份。其中在 2022 年实现上市的为 129 只。2021 年共发行 282 只 ETF，总募集规模为 1893.64 亿份，1 只 ETF 发行失败。对比来看，2022 年的 ETF 发行数量下降为 2021 年的一半，发行失败的数量增加。整体来看，ETF 发行数量下降，但单只基金的平均募集规模由 6.74 亿份上升至 10.94 亿份，说明基民对新发 ETF 产品的认购或回归理性，指数产品百花齐放的局面不再，募集规模更容易集中在少数产品上。

### 行业主题类 ETF 新发规模仍占 2022 年 ETF 发行规模将近半数

截止 2022 年，全市场共有 607 只权益 ETF，规模合计 10533.18 亿元；其中，行业主题类权益 ETF 共 413 只，规模 4669.63 亿元，数量及规模占比分别为 68.04%和 44.33%。2022 年新发的行业主题型 ETF 有 96 只，合计募集份额 662.41 亿份，占比 2022 年发行的 ETF 募集份额的 42%。具体来看，2022 年的细分行业主题主要围绕 ESG、医药、地域、电子、国防军工、电力设备新能源、港股科技、港股医药、交运等。募集份额最大的是 ESG 主题，其中 SEEE 碳中和 ETF 集中在 2022 年 6 月-7 月发行，发行数量也是最多的。在宽基上，募集规模最大的挂钩中证 1000 指数的产品，发行数量最多的也是挂钩中证 1000 指数的产品。

### 政金债 ETF 跻身新发前十大，科创 50 ETF 获存量 ETF 中最多增长

具体看单只产品，新增规模最大的 10 只新发 ETF 中，债券类 ETF 的数量相比去年增加，均是投资于政金债的 ETF；6 只权益 ETF 中宽基占比较多，另有一只跨境 ETF。存量产品规模增加前 10 的产品中 1 只固收类短融 ETF 表现亮眼，规模增加 60 亿；科创 50、沪深 300、恒生科技和纳斯达克 100 为增加较多的 A 股、港股和美股指数，均增加了百亿以上。

图 67 2022 年行业主题类募集份额 TOP10

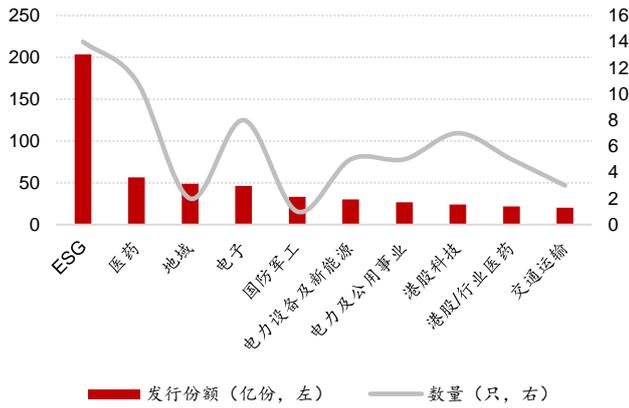
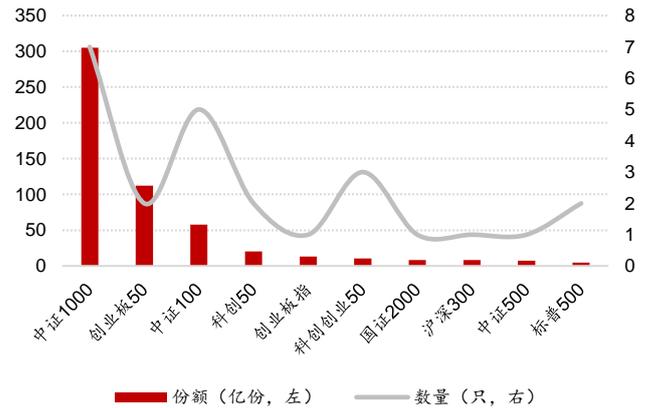


图 68 2022 年宽基类募集规模 TOP10



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部  
注: 包含跨境类行业主题 ETF

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 61 2022 年新发 ETF 产品单只规模增加 TOP10

证券代码	证券简称	基金公司	跟踪指数	上市日期	资产类型	ETF 类型	2022 年新增 (亿元)
159650.OF	博时中债 0-3 年国开行债券 ETF	博时基金	中债-0-3 年国开行债券财富(总值)指数	2022-10-28	固收	债券	104.14
560010.OF	广发中证 1000ETF	广发基金	中证 1000	2022-08-04	权益	宽基	67.21
159629.OF	富国中证 1000ETF	富国基金	中证 1000	2022-08-03	权益	宽基	59.33
159633.OF	易方达中证 1000ETF	易方达基金	中证 1000	2022-08-04	权益	宽基	58.64
511520.OF	富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF	富国基金	中债-7-10 年政策性金融债全价(总值)指数	2022-10-25	固收	债券	51.66
159649.OF	华安中债 1-5 年国开行债券 ETF	华安基金	中债-1-5 年国开行债券全价(总值)指数	2022-10-24	固收	债券	46.39
159623.OF	博时中证成渝地区双城经济圈成份 ETF	博时基金	成渝经济圈	2022-09-09	权益	主题	32.65
159632.OF	华安纳斯达克 100ETF	华安基金	纳斯达克 100	2022-08-03	跨境	美股/宽基	30.39
561180.OF	富国中证 100ETF	富国基金	中证 100	2022-11-21	权益	宽基	25.02
562990.OF	易方达中证上海环交所碳中和 ETF	易方达基金	SEEE 碳中和	2022-07-19	权益	主题/行业	23.05

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 62 2022 年存量 ETF 产品单只规模增加 TOP10

证券代码	证券简称	基金公司	跟踪指数	上市日期	资产类型	ETF 类型	2022 年新增 (亿元)
588000.OF	华夏上证科创板 50ETF	华夏基金	科创 50	2020-11-16	权益	宽基	301.38
510300.OF	华泰柏瑞沪深 300ETF	华泰柏瑞基金	沪深 300	2012-05-28	权益	宽基	206.16
513180.OF	华夏恒生科技 ETF	华夏基金	恒生科技	2021-05-25	跨境	港股/	111.11

敬请参阅报告结尾处免责声明

						主题	
159941.OF	广发纳斯达克100ETF	广发基金	纳斯达克100	2015-07-13	跨境	美股/宽基	103.41
512100.OF	南方中证1000ETF	南方基金	中证1000	2016-11-04	权益	宽基	85.27
159915.OF	易方达创业板ETF	易方达基金	创业板指	2011-12-09	权益	宽基	79.73
511360.OF	海富通中证短融ETF	海富通基金	中证短融	2020-09-25	固收	债券	64.48
513060.OF	博时恒生医疗保健ETF	博时基金	恒生医疗保健	2021-03-29	境外	港股/行业	60.83
510310.OF	易方达沪深300ETF	易方达基金	沪深300	2013-03-25	权益	宽基	59.92
588080.OF	易方达上证科创板50ETF	易方达基金	科创50	2020-11-16	权益	宽基	59.12

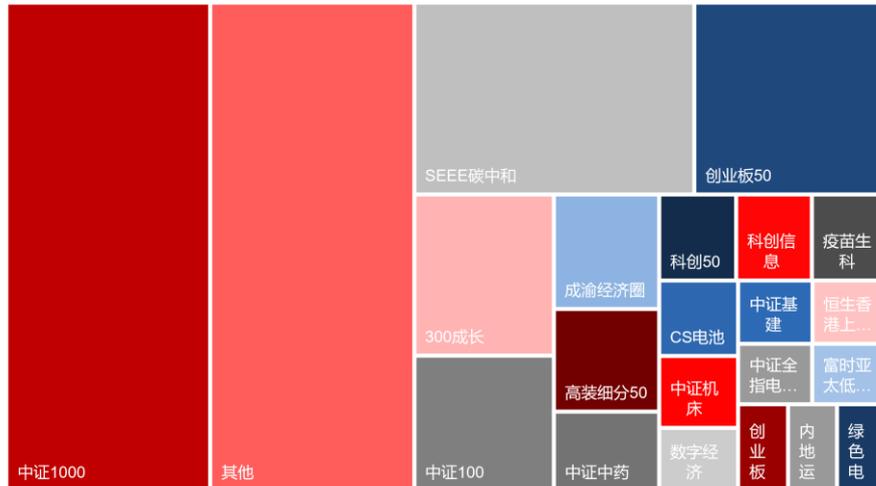
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2.2. 管理人 ETF 发行行为分析：已有指数仍有布局潜力，发行费率小幅回升

### 2.2.1. 宽基偏向于挖掘已有指数潜力，行业主题倾向于布局前期收益较高的新指数

2022 年基金公司在 ETF 的布局上，呈现出两个特点：（1）挖掘市场布局较少的已有指数及新指数，完善产品线。ETF 的先发优势较为明显，因此在宽基指数上，基金公司一般选择布局较少的指数进行发行，如 2022 年发行数量最多的宽基指数中证 1000 就有 7 只指数及增强产品发行并上市，创业 50 和中证 100 也是发行规模较高的宽基指数，而这几个指数原有 ETF 数量较少。（2）布局前期收益较高的行业主题指数，而宽基指数产品的发行则相反，前期回调大的宽基指数发行规模和数量反倒更大。考虑到基金从计划布局到正式发行需要经历一定的时间和流程，因此我们统计截至 ETF 发行日半年前所跟踪指数的年度业绩（如某 ETF 于 2022 年 6 月 30 日开始发行，则使用标的指数 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日的业绩作为业绩衡量指标），并计算这一业绩与该指数对应新发产品数量及规模的相关性。从结果来看，行业主题类 ETF 业绩与 ETF 的发行数量与规模均呈现正相关关系，而宽基里这一关系都为负，前期业绩较差的反而发行规模和数量较大。

图 69 2022 年新发权益及跨境 ETF 跟踪指数

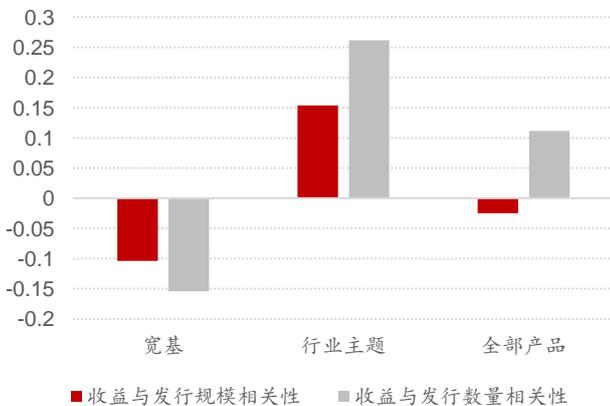


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：方框大小表示指数发行规模

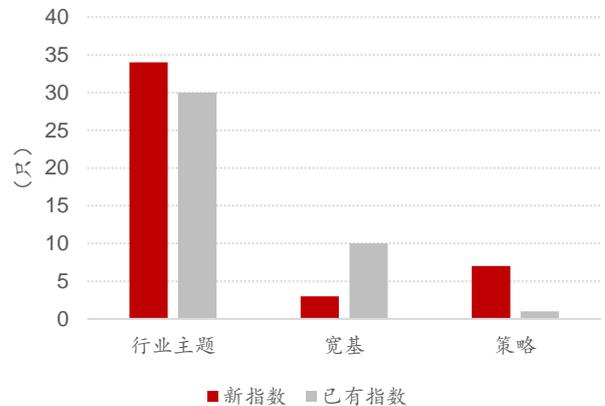
在 2022 年发行并成立的 134 只权益和跨境 ETF 中，共有 44 只新布局的指数，59 只对应的 ETF，其中 49 只为行业主题型产品。新布局的指数的数量较前一年有大幅下降，指数的细分布局已经到了较为完善的程度，新布局的指数中以行业主题类为主，但也有少部分第一次被布局的宽基指数如国证 2000 和策略类指数如 500 价值稳健等。新布局指数中发行规模较大的指数有 SEEE 碳中和、成渝经济圈、中证中药、高装细分 50、科创芯片、科创信息、中证机床、富时亚太低碳精选指数等。分 ETF 的类型来看，新成立的宽基 ETF 中布局已有指数的数量超过了布局新指数的数量，而新成立的行业主题和策略 ETF 中仍然偏向于布局新指数。

图 70 行业主题基金倾向于布局前期高收益赛道



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 71 新发权益和跨境 ETF 中新老指数数量分布

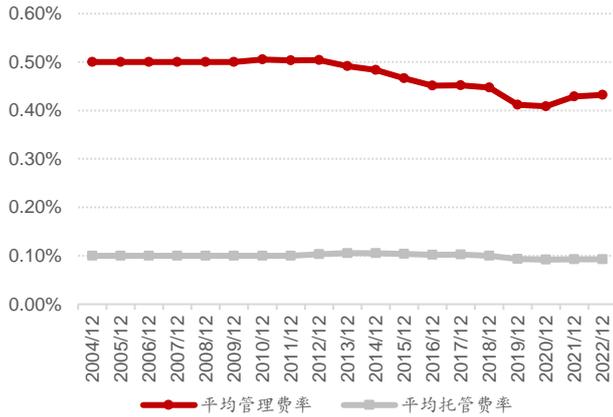


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 2.2.2. 费率继续小幅回升，主要因跨境和指数增强产品的发行

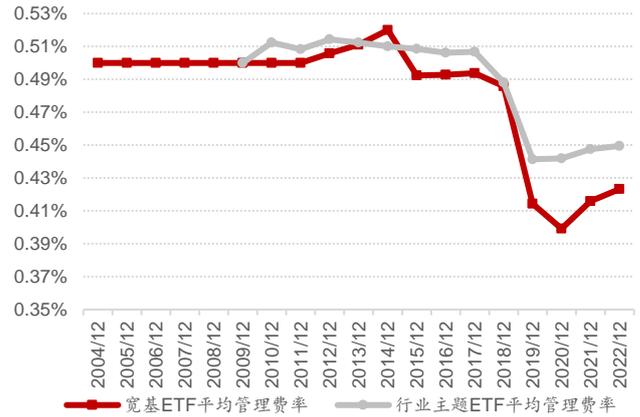
统计不同年度发行 ETF 的基本费率，在经历了 2019、2020 年的激烈竞争后，2021-2022 年国内 ETF 费率有所回升。2020 年之前，历年发行的 ETF 的管理费率及托管费率都呈现下降的趋势，2020 年发行的 ETF 平均管理费率低至 0.4%。而在 2020 年后，ETF 的平均费率有所回升，2021 和 2022 年发行的 ETF 平均管理费率在 0.43% 左右。

图 72 ETF 管理费率及托管费率变化



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 73 行业主题 ETF 与宽基 ETF 的管理费率

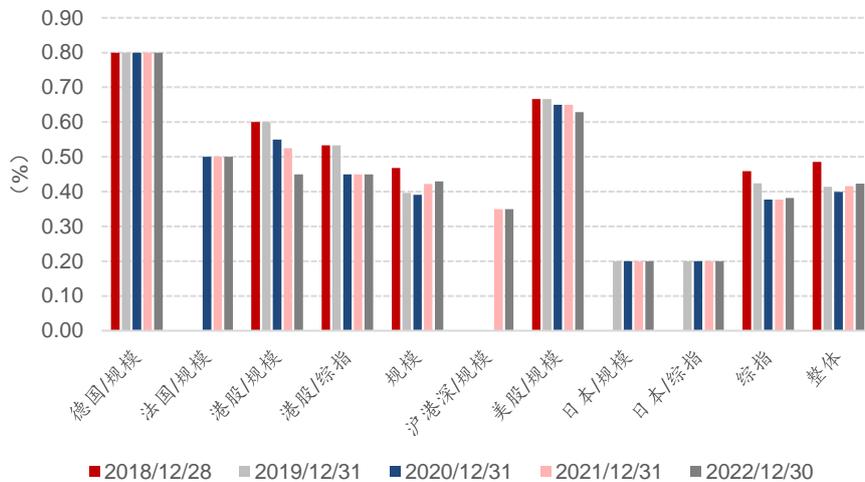


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

注: 含跨境类中宽基和行业主题 ETF

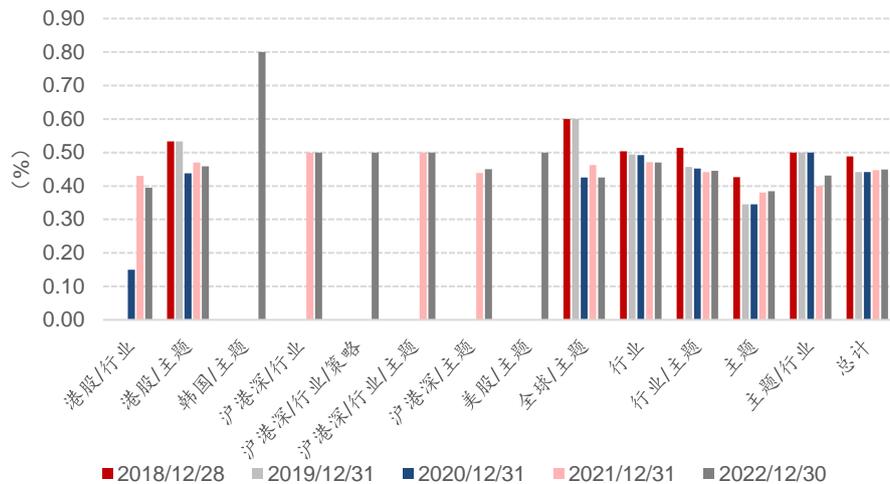
这一现象的出现,一方面,与ETF的发行结构有关。横向来看,一般情况下宽基ETF的费率低于行业主题ETF。2018年开始,行业主题的费率几乎接近宽基,主要原因是当年发行的三只国企改革ETF出于特殊投资者结构将管理费率仅设置在0.15%,从而拉低了整体行业主题ETF的费率水平。但行业主题ETF的费率于2019年之后因为跨境类行业主题ETF的费率较高止跌。而宽基费率的下降则延续到了2020年,这一年主要由于基金公司发行的某些创业板ETF产品费率仅为0.15%,部分跨境ETF费率也低于以往的跨境指数,拉低了整体费率水平。2021年和2022年宽基的平均管理费率继续回升则主要归因于当年的指数增强ETF的发行。

图 74 宽基类 ETF 细分品种平均费率 (2018-2022)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 75 行业主题类 ETF 细分品种平均费率 (2018-2022)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

另一方面，与基金公司所处的竞争阶段有关。2019 年为 ETF 竞争白热化的年份，2019 年 3 月新入局 ETF 战场的平安创业板 ETF 在发行时以 0.15%/年的管理费和 0.05%/年的托管费打破行业管理费+托管费平均 0.6%/年的收费惯例，随后易方达、华泰柏瑞、嘉实等多家公司先后对旗下中证 500、沪深 300 指数相关的部分 ETF 产品进行降费，引发 ETF 行业降费潮。在 2020 年的 ETP 年报中，我们曾对降费是否有助于 ETF 规模扩张展开分析，从结果来看，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，均未体现出明显的超额的份额增长，意味着降费对规模的推动效果较为有限。或许是降费的效果不佳，后续发行的 ETF 费率重新上升回到接近 2017 年的费率水平。

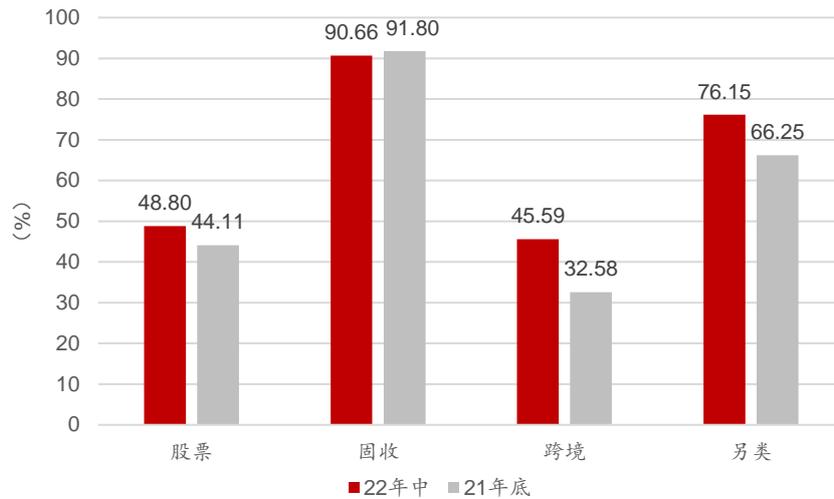
## 2.3.ETF 投资者行为分析：ETF 投资者结构良性发展

目前 ETF 基金在半年报、年报中公布的机构投资者持有份额占比一般是将 ETF 联接基金和其他机构都视为机构计算所得。但实际上，ETF 联接基金中也有个人投资者，按照现有方法计算会高估机构投资者的比例。为了更好地衡量 ETF 中机构投资者与个人投资者的占比情况，我们综合 ETF 的定期报告与 ETF 联接基金的定期报告计算实际机构占比与个人占比。具体来说，以中报为例，ETF 的实际机构投资者占比=ETF 中报机构投资者占比- (ETF 联接基金中报基金投资净值\*ETF 联接基金中个人持有的比例)/ETF 中报资产净值。因为 ETF 对应的联接基金可能有多个份额，中报中基金投资净值披露的实际上是各个份额的总和，而每个份额中个人持有的比例都不相同，为了便于计算，对于有多个联接基金份额的，我们将不同份额之间的个人持有比例取均值后直接与基金投资净值相乘，作为 ETF 联接基金中个人持有部分的近似计算。这样计算的缺陷是，如果各个份额的规模之间相差较大，会存在一定误差。

### 2.3.1.ETF 产品加速机构化，机构投资者 2022 年中逆势加仓

横向来看，固收 ETF 中机构投资者占比最高，2022 年中为 90.66%；而跨境 ETF 中机构投资者占比最低，为 45.59%。纵向来看，除固收类产品外，2022 年年中的机构投资者占比相较于 2021 年年底呈现上升趋势，ETF 产品加速机构化，跨境和另类 ETF 的占比提高了 10 个百分点左右，或与过去一年市场行情震荡，个人投资者投资情绪相对低迷，而相对理性的机构投资者逆势加仓有关。

图 76 2022 年 ETF 机构投资者占比变化



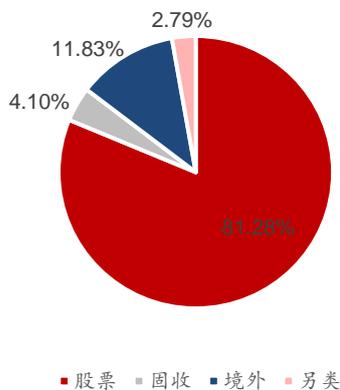
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 2.3.2. 机构投资者持有行业主题 ETF 占比提升，个人投资者具更高风险偏好

机构持有行业主题 ETF 占比明显增加，个人对行业主题和宽基偏好相对稳定

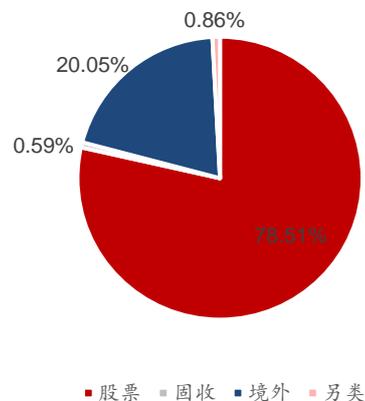
分投资者类别看，机构投资者与个人投资者分别有 81.28%与 78.51%的资金配置于权益 ETF，11.83%和 20.05%的比例配置于跨境 ETF。而在权益和跨境 ETF 的具体配置上，机构投资者和个人投资者存在一定差异。机构持有的权益 ETF 仍以宽基为主，2022 年中宽基的占比约为 49.11%，但对比 2021H2 下降了 10 个百分点左右，相应行业主题占比增加 10 个百分点。而个人投资者持有对行业主题 ETF 的占比相对较高，2022 年年中约为 61.36%，但对比 2021H2 下降了 3 个百分点，与此同时策略风格 ETF 的持有比例从 2%增加到 5%。分析各类产品的特点及投资者的投资能力，行业主题产品本身风险较高，投资难度较大，而机构在研究上更为专业和全面，这类产品或更适合风险承受能力更强的机构投资者；而散户本身不具备较强的策略和配置能力，更适合买偏主动管理/策略风格类的产品。2022 年中投资者占比的数据或说明，ETF 市场的投资者结构在趋向良性发展。

图 77 2022H1 机构投资者持有 ETF 分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 78 2022H1 个人投资者持有 ETF 分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 63 机构和个人投资者在权益和跨境 ETF 上的资金分布

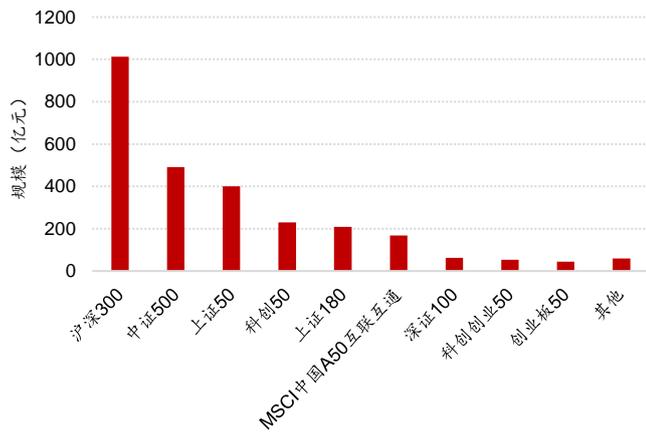
	2022H1 机构投资者	2021H2 机构投资者	2022H1 个人投资者	2021H2 个人投资者
行业/主题	49.02%	38.84%	61.36%	64.85%
宽基	49.11%	59.23%	33.77%	33.35%
策略/风格	1.87%	1.93%	4.88%	1.80%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

个人投资者较机构投资者在持有的宽基和行业主题 ETF 上风险偏好仍更高

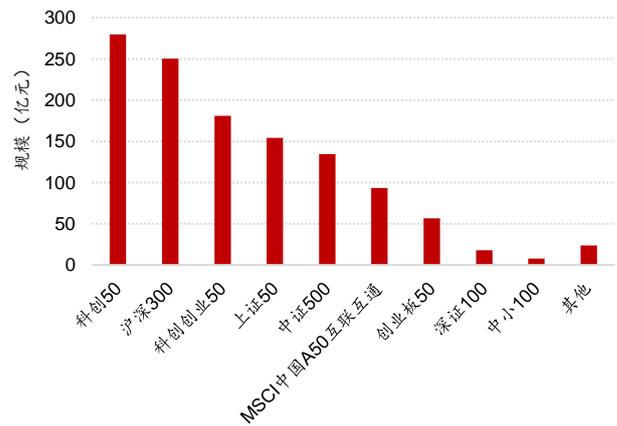
以机构和个人配置较多的宽基和行业主题 ETF 作为对象展开进一步分析。在宽基 ETF 的配置上,除了经典的沪深 300、中证 500、上证 50 外,科创 50、MSCI 中国 A50 互联互通近年来的规模也有明显上升,除此之外,机构投资者更偏爱上证 180 和深证 100,而个人投资者更偏好波动更大的创业板 50。在行业主题 ETF 上,机构和个人偏好较为一致,布局较多的是证券、互联网 50、恒生科技、国证芯片、恒生互联网科技业、光伏、军工等,但结构调整主题的 ETF 受前期个股换购的影响,依然为机构资金的主要持有标的。此外,机构在基建工程、中证银行上还有一定的偏好,而个人投资者更聚焦在医疗、半导体等热门赛道。

图 79 2022H1 机构投资者持有宽基 ETF 规模分布



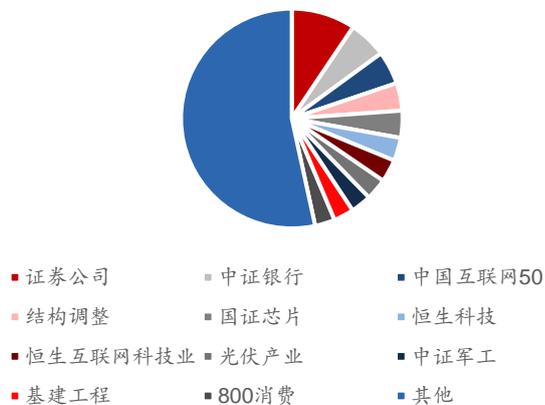
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 80 2022H1 个人投资者持有宽基 ETF 规模分布



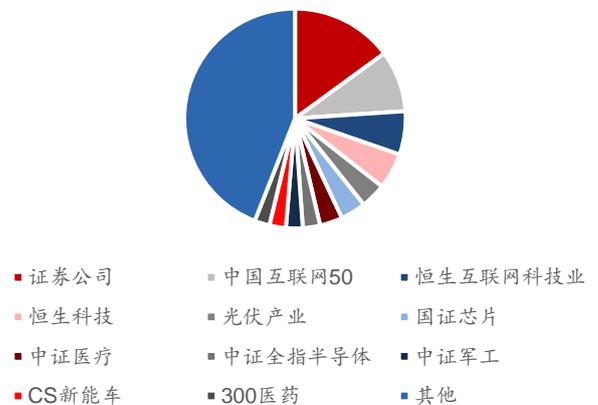
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 81 2022H1 机构投资者持有行业主题 ETF 规模分布



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 82 2022H1 个人投资者持有行业主题 ETF 规模分布



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 2.4.公募 FOF 对 ETF 的配置偏好：赛道和策略类占比提升

### 2.4.1.FOF 配置被动产品比例上升，ETF 为被动投资首选

通过观察 FOF 对 ETF 的配置，可以间接了解部分机构投资者对 ETF 的投资偏好。FOF 配置基金总体上以主动管理的基金为主，债基占比较高，因此被动产品所占比重并不大，2022 年部分 FOF 增配指数类产品，对被动产品的配置比例成上升趋势。截止 2022 年年中，FOF 基金投资中投资于指数型产品的占比为 6.41%，相较于 2021 年底的 3.85% 有所上升。除了一些专门配置 ETF 的 FOF 产品的出现，如富国行业精选 FOF (501216.OF)、华夏行业配置 FOF (501217.OF) 等，还有部分养老 FOF 产品配置 ETF 的比例也达到了基金投资的 60% 以上，如银华尊和养老 2040 三年持有 (007780.OF) 等。

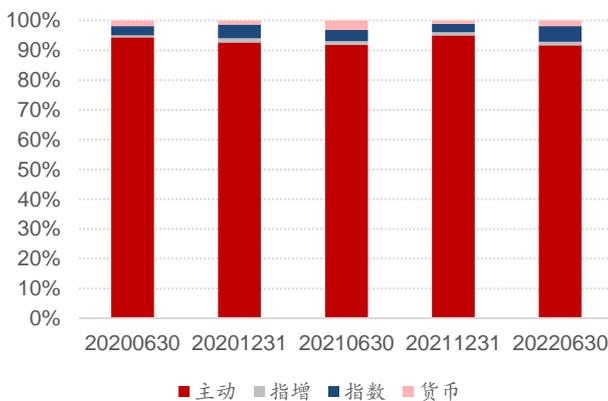
在 FOF 投资的指数产品中，ETF 为投资首选，2022 年中占比为 71.19%，相较于 2021 年底的 59.71% 有所提升，其次是对其它指数基金（非 ETF 联接）的配置，对 ETF 联接基金的配置最小，近两年始终不超过 1%。

### 2.4.2.FOF 持有的 ETF 中赛道和策略类占比提升

在 FOF 持有的 ETF 中，主要类型包括行业主题、宽基、策略风格、港股行业主题和宽基 ETF，全部为权益类 ETF。FOF 在 ETF 上的配置明显由宽基向行业主题转变，策略风格类 ETF 占比也有提高趋势。这或许是受市场结构性行情及 ETF 自身品种更加完善的影响，同时和 ETF 投资主题明确且稳定，底层持仓透明有关。同时，也和前面提到的机构投资者投资行业主题 ETF 的占比提高对应，再一次说明了 ETF 投资者结构的不断优化。

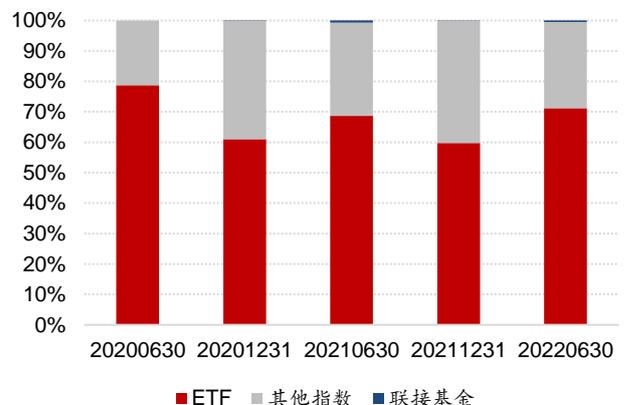
具体来看，2022 年中 FOF 持仓前十大的 ETF 中市值最大的为银行 ETF，其次为券商 ETF、军工 ETF 和房地产 ETF 等行业主题 ETF，同时也有红利指数增强和创业板动量成长 ETF 两只策略 ETF。整体来看，赛道型和策略型 ETF 相对以前更受 FOF 基金经理的关注。从行业上看，不仅是行业格局偏稳定的行业如银行、券商、酒行业，基金经理会选择 ETF 来进行配置，像赛道类的光伏/军工/新能源车，也同时受到 FOF 基金经理青睐。对  $\beta$  属性较强，主动偏股覆盖较少或  $\alpha$  不明显的方向，ETF 也可以有效填补空缺。对于市场无明显行业偏好，轮动较快的行情，策略风格类 ETF 也不失为一种 FOF 配置方向。

图 83 FOF 持有各类基金占比



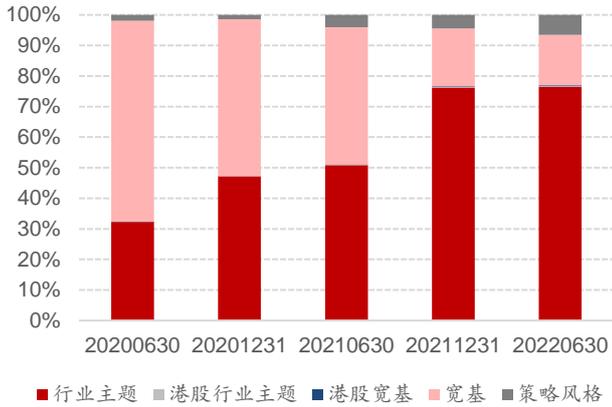
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 84 FOF 持有各类指数基金占比



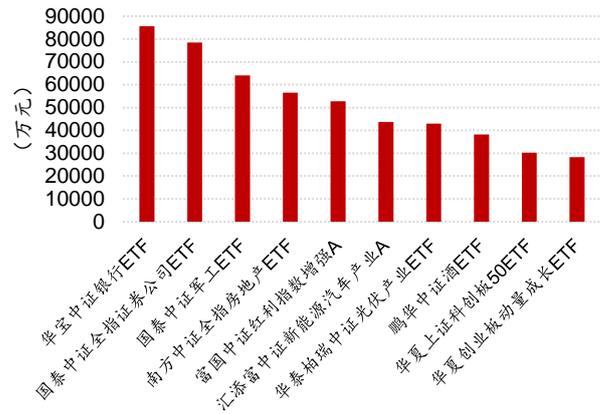
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 85 FOF 持有各类 ETF 占比



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 86 FOF 持有的 ETF 市值前十



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 3. 专题: 指数增强 ETF 和 Smart Beta 质量 ETF

#### 3.1. 首批指数增强 ETF 中, 偏小盘成长风格的超额收益更高

首批指数增强 ETF 上市时间为 2021 年 12 月-2022 年 2 月; 第二批指数增强 ETF 中已经上市的产品上市时间为 2022 年 11 月-12 月。因第二批增强 ETF 的成立时间普遍不到 3 个月, 这里仅对首批 5 只增强 ETF 以近 1 年为时间窗口 (2022 年 2 月 24 日-2023 年 2 月 24 日) 的时间为窗口观察指数增强 ETF 的超额收益和回撤情况。这一批增强 ETF 的跟踪指数为沪深 300 和中证 500。

**超额收益分化较大。**从相对基准指数的超额收益上看, 不同家的沪深 300 增强 ETF、中证 500 增强 ETF 差异分化较大, 招商沪深 300 指增超额收益位于同类型产品前 20%分位数, 而国泰沪深 300 指增超额收益位于后 20%分位数; 华泰柏瑞和南方中证 500 增强 ETF 超额收益位于前 15%分位数, 而景顺长城中证 500 指增 ETF 超额收益位于后 20%分位数。这一类产品还是较依赖于管理人的管理能力。由于指增产品并不完全保持风格上的中性, 因此 Alpha 来源可能一部分来源于风格的暴露。

表 64 增强 ETF 与同类指增产品超额收益

	沪深 300 指数增强	中证 500 指数增强
样本数	49	49
超越指数的比例	63.27%	55.10%
中位数	0.70%	0.50%
最大值	7.36%	10.32%
最小值	-6.16%	-4.95%
国泰沪深 300 增强策略 ETF	-2.50%	-
招商沪深 300 增强策略 ETF	3.16%	-
华泰柏瑞中证 500 增强策略 ETF	-	4.12%
景顺长城中证 500 增强策略 ETF	-	-2.37%
南方中证 500 增强策略 ETF	-	4.00%

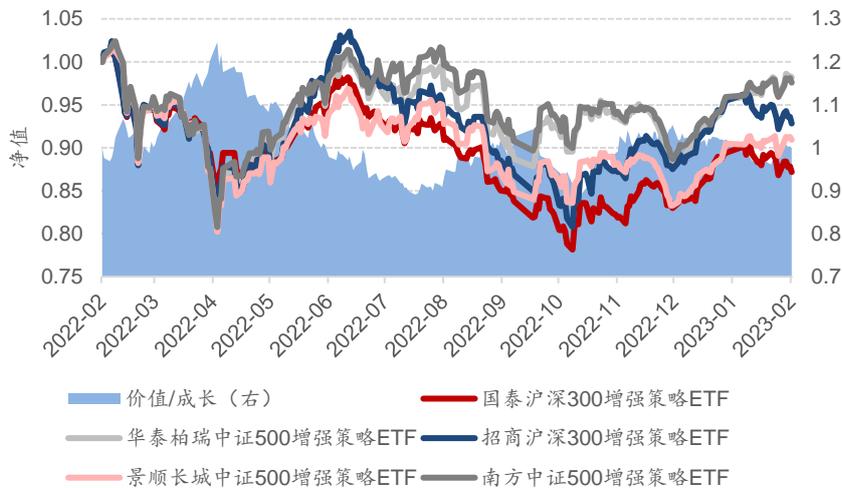
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 近一年风格偏小盘成长的指增ETF超额收益更高

价值/成长维度上，采用申万高低市盈率作为价值成长风格的表征，一年观察期间内，整体上价值成长风格出现了几次切换。2022年2月-4月，风格明显偏向价值；2022年4月中-8月初，风格偏向成长；2022年9月-11月，风格快速切换；2022年11月份至2023年2月风格较为均衡。大盘/小盘维度上，采用申万大小盘指数作为风格表征，过去1年（2022年2月至2023年2月）的大小盘风格切换受市场风险偏好和地产消费预期影响发生了类似价值成长风格的数次切换。

初步计算各指增ETF超额收益与风格维度收益率的相关性，可以判断其在风格上的暴露程度，进一步与超额收益比较来看，可以发现近一年偏向小盘成长的指增ETF获得了更高的Alpha。

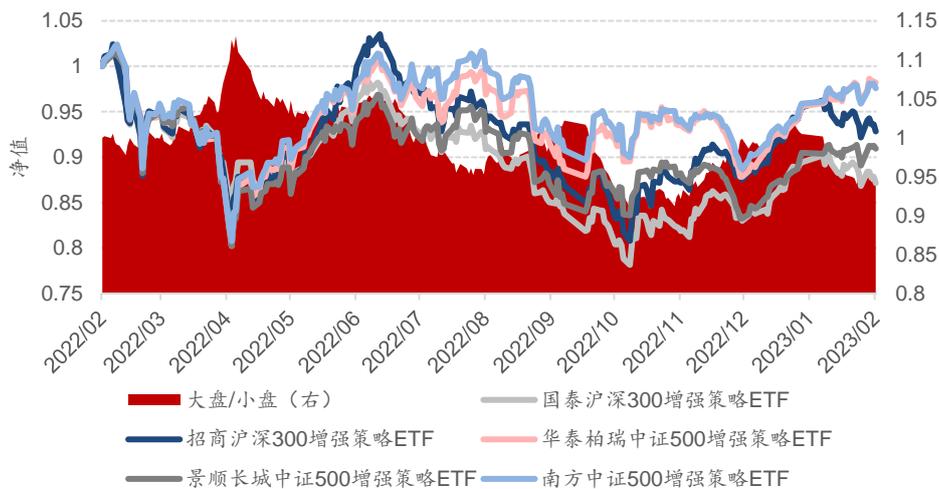
图 87 指增ETF收益率与价值成长风格



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：各ETF初始时点净值单位化为1，价值/成长为价值指数除以风格指数的值，代表价值相对成长强弱指标

图 88 指增ETF收益率与大小盘风格



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：各ETF初始时点净值单位化为1，大盘/小盘为大盘指数除以小盘指数的值，代表大盘相对小盘强弱指标

表 65 增强 ETF 与风格维度收益率相关性

	价值/成长	大盘/小盘
国泰沪深 300 增强策略 ETF	0.00	0.47
招商沪深 300 增强策略 ETF	-0.27	0.24
华泰柏瑞中证 500 增强策略 ETF	-0.62	-0.29
景顺长城中证 500 增强策略 ETF	-0.28	0.05
南方中证 500 增强策略 ETF	-0.68	-0.31

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：加粗的产品为同跟踪指数中收益率较好的产品

### 3.2.质量 ETF 中 MSCI 价值 100 收益最佳，多因子模型优化指数权重

在目前的策略 ETF 中，除了红利、低波类策略，质量因子也是常用的一类策略因子。质量因子常用于判断上市公司的财务表现是否优秀，但不同机构对这个因子的构建也会用到不同的指标，常见的指标如衡量盈利能力（ROE/ROA）、盈利稳定性（EPS 波动率等）、资本结构（负债率）、成长性（EPS 增长率等）、会计质量（应计利润率）、派息（红利）、摊薄和投资能力（资产增长率）的等等。目前市场上有 5 只质量 ETF。从 2022 年的收益率来看，2022 年跟踪 MSCI 中国 A 股质优价值 100（人民币）的 ETF 收益最佳，下跌幅度最小，其次是红利质量、500 质量和 MSCI 中国 A 股国际公司质量（人民币）。2022 年规模增加最多的是鹏扬中证 500 质量成长 ETF。

表 66 质量 ETF 基础信息

基金代码	基金名称	指数名称	成立时间	2022 年规模（亿元）	2022 年规模增加（亿元）	2022 年收益率
515520.SH	大成 MSCI A 股质优价值 100ETF	MSCI 中国 A 股质优价值 100(人民币)	2019-09-26	0.26	-0.08	-10.86%
159758.SZ	华夏中证红利 50ETF	红利质量	2021-12-20	1.81	-0.77	-12.30%
159606.SZ	易方达中证 500 质量成长 ETF	500 质量	2021-12-17	5.97	-3.68	-16.48%
560500.SH	鹏扬中证 500 质量成长 ETF	500 质量	2021-08-04	9.44	7.73	-16.49%
515910.SH	中金质量 ETF	MSCI 中国 A 股国际公司质量(人民币)	2021-01-21	2.98	-0.88	-21.65%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从指数的编制方法来看，四只指数中有 3 只指数先做一定的负向剔除，MSCI 中国 A 股质优价值 100 在波动率上进行一定的剔除，红利质量剔除市值较小和交易不活跃的股票，500 质量剔除净利润方面表现不佳的股票。在指数构建上，MSCI 中国 A 股质优价值 100 基于质量和价值因子采用 MSCI 多因子指数模型进行指数优化，其余 3 个指数采用结合分红或盈利、成长、财务指标的基本面变量的综合打分的方式选取成分股。

表 67 质量指数编制说明

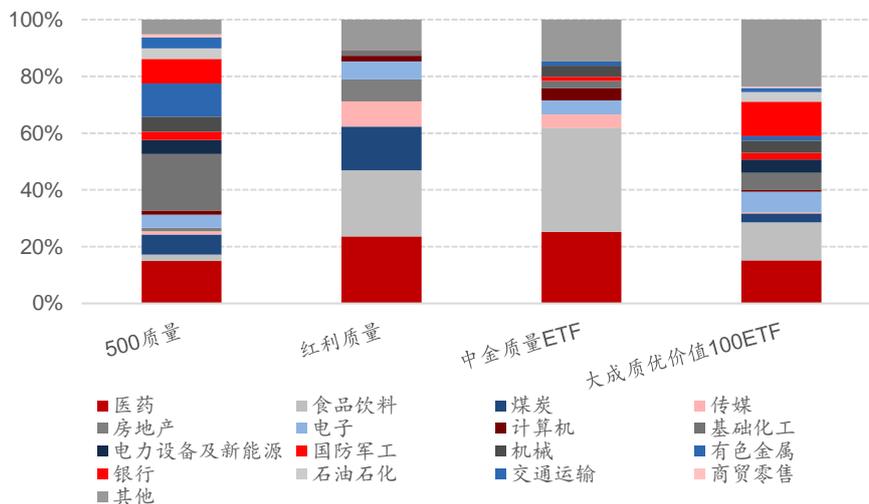
跟踪指数	指数名称	样本空间	策略思路	加权方式	指数构建
718465L.MI	MSCI 中国 A 股质优价值 100(人民币)	MSCI 中国 A 股在岸指数	质优、价值、低波动，类似中国“漂亮 100”	Barra 股票模型中价值和因子组成 alpha 得分，优化确定权重	(1) 以 MSCI 中国 A 股为选股池，剔除过去 3 年波动率最高 20% 股票。(2) 以 50% 质量因子+50% 价值因子为优化因子。利用 MSCI 多因子指数模型进行指数优化，得到 100 只

931468.CSI	红利质量	沪深 A 股	红利、股息、高财务质量	标准化后的综合得分加权	优选个股及优化权重 剔除总市值较小和交易较不活跃的样本，同时选取连续现金分红、股利支付率较高，按照六个财务指标的百分比排名加权平均值作为综合得分，选取综合得分最高的前 50 只
930939.CSI	500 质量	中证 500	高盈利、盈利可持续、现金流量充沛且兼具成长性	综合得分调整后的自由流通市值加权	剔除净利润表现不佳的样本后，计算盈利能力、成长能力、盈利质量和财务杠杆的综合得分，选取前 100 只
707717L.MI	MSCI 中国 A 股国际公司质量(人民币)	MSCI 中国 A 股国际指数	质量，优质	按在母指数中市值权重与质量评分的乘积加权	每种证券的质量评分计算方式为三种经过缩尾调整的基本面变量——股本回报率、债务股本比、盈利变化性——对应的 Z 评分加总。然后将母指数的所有成分股按质量评分进行排名

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从指数的行业分布来看，500 质量和大成质优价值 100ETF 的行业分布更均匀，红利质量和中金质量 ETF 的行业集中度更高，前十大行业集中度分别达到了 90%和 85%左右，持有较多的行业有食品饮料、医药等。此外，红利质量指数因还含有一定的红利因子，持有煤炭的比例相对较高。500 质量指数因为样本空间为中证 500 指数，在基础化工、有色金属上相对其他质量指数持有较高的比例。500 质量指数和大成质优价值 100ETF 还持有较高的银行行业股票。观察基金 2022 四季度的重仓股信息可以和行业信息相互印证。

图 89 质量指数行业分布



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：MSCI 指数用对应 ETF 的行业分布代替，截止时间为 2022 年中报；其余质量指数截止时间为 2022 年 6 月 30 日

表 68 质量 ETF 2022 年四季报重仓股信息

重仓股	大成 MSCI 价值 100ETF	华夏中证红利质量 ETF	易方达中证 500 质量成长 ETF	鹏扬中证 500 质量成长 ETF	中金质量 ETF
1	贵州茅台	山西汾酒	华测检测	华测检测	泸州老窖
2	伊利股份	博腾股份	捷佳伟创	捷佳伟创	五粮液
3	长江电力	今世缘	苏州银行	苏州银行	中国中免
4	中国建筑	盐津铺子	国联股份	国联股份	海天味业
5	交通银行	华特达因	东山精密	东山精密	贵州茅台
6	工商银行	潞安环能	雅化集团	雅化集团	山西汾酒
7	北京银行	迈瑞医疗	珀莱雅	珀莱雅	迈瑞医疗
8	格力电器	泸州老窖	中矿资源	中矿资源	陕西煤业
9	陕西煤业	新媒股份	固德威	固德威	通威股份
10	福耀玻璃	济川药业	派能科技	光威复材	片仔癀

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

从财务指标上看, 由于两个 MSCI 指数的财务数据获取渠道有限, 故只对其他两个中证指数的财务指标进行分析。红利质量的股息率稍高于 500 质量, 500 质量估值整体较低, 两者 ROE 相近, 红利质量略高于 500 质量, 但后者净利润增速明显高于前者。

表 69 2022Q4 质量指数主要财务指标

指数代码	指数名称	股息率	PE	PB	ROE(2022Q3)	净利润增速 (2022Q3)
718465L.MI	MSCI 中国 A 股质优价值 100(人民币)	/	/	/	/	/
931468.CSI	红利质量	2.18%	22.55	6.21	5.53	11.24
930939.CSI	500 质量	2.01%	13.46	2.42	4.18	20.29
707717L.MI	MSCI 中国 A 股国际公司质量(人民币)	/	/	/	/	/

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

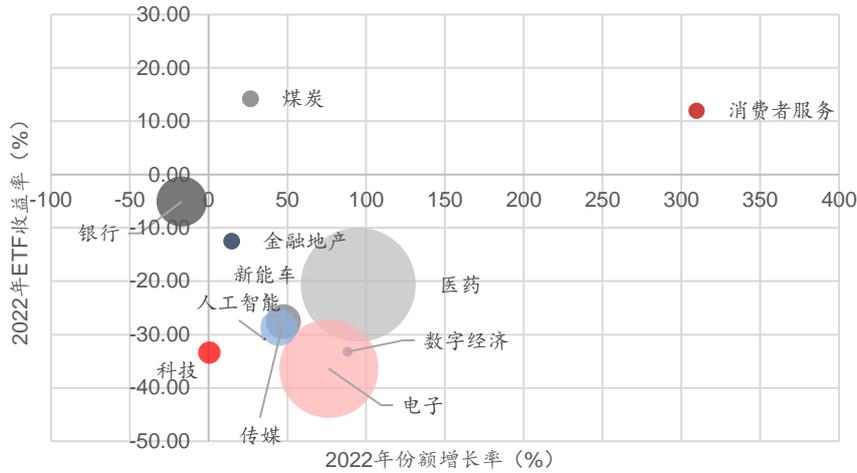
## 4.附录: 各类 ETP 产品 2022 年业绩表现

图 90 部分宽基类 ETF 收益及份额变动



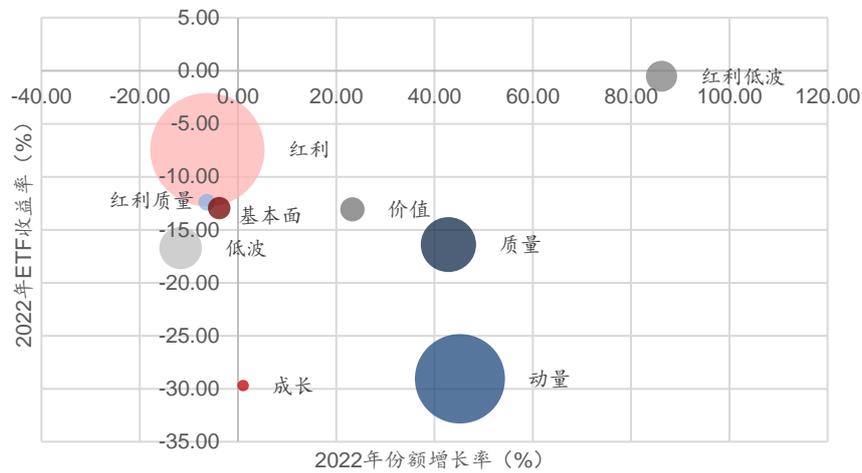
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部, 气泡大小代表跟踪该指数的 ETF 份额大小

图 91 部分行业主题类 ETF 收益及份额变动



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，气泡大小代表跟踪该指数的ETF份额大小

图 92 策略风格 ETF 收益及份额变动



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部，气泡大小代表跟踪该指数的ETF份额大小

表 70 贵金属 ETP 业绩回顾

证券代码	证券简称	类型	2022 规模 (亿元)	2022 份额 (亿份)	2022 年收益率 (%)
518800.OF	国泰黄金 ETF	ETF	8.46	2.15	9.17
159830.OF	天弘上海金 ETF	ETF	0.48	0.12	7.59
159812.OF	前海开源黄金 ETF	ETF	0.65	0.16	8.75
518660.OF	工银黄金 ETF	ETF	1.17	0.29	8.71
518680.OF	富国上海金 ETF	ETF	1.38	0.34	8.46
518860.OF	建信上海金 ETF	ETF	0.51	0.13	8.92
518600.OF	广发上海金 ETF	ETF	1.04	0.26	8.41
518850.OF	华夏黄金 ETF	ETF	1.37	0.34	8.91
518890.OF	中银上海金 ETF	ETF	0.59	0.15	8.66
159934.OF	易方达黄金 ETF	ETF	32.84	8.32	9.15
518880.OF	华安黄金 ETF	ETF	97.24	24.38	9.24
159937.OF	博时黄金 ETF	ETF	63.85	16.02	9.21

敬请参阅报告结尾处免责声明

161116.OF	易方达黄金主题 A 人民币	LOF	1.37	1.82	-1.43
160719.OF	嘉实黄金(QDII-FOF-LOF)	LOF	1.11	1.18	7.20
164701.OF	汇添富黄金及贵金属	LOF	1.11	1.39	5.98
161226.OF	国投瑞银白银期货	LOF	-3.47	15.92	0.83

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 71 油气 ETP 业绩回顾

证券代码	证券简称	类型	2022 规模 (亿元)	2022 份额 (亿份)	2022 年收益率 (%)
163208.OF	诺安油气能源	2011/9/27	3.63	3.50	55.77
162411.OF	华宝标普油气 A 人民币	2011/9/29	50.10	69.48	56.58
160416.OF	华安标普全球石油 A	2012/3/29	3.17	2.11	39.52
162719.OF	广发道琼斯美国石油 A 人民币	2017/2/28	16.89	7.80	69.08
161815.OF	银华抗通胀主题	2010/12/6	2.21	3.18	20.45
165513.OF	信诚全球商品主题	2011/12/20	1.19	2.12	32.31
160216.OF	国泰大宗商品	2012/5/3	5.62	12.79	34.97
501018.OF	南方原油 A	2016/6/15	2.13	1.79	33.29
161129.OF	易方达原油 A 人民币	2016/12/19	1.00	0.87	31.64
160723.OF	嘉实原油	2017/4/20	1.00	0.72	34.33

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 72 债券 ETF 业绩回顾

证券代码	证券简称	上市日期	2022 规模 (亿元)	2022 份额 (亿份)	2022 年收益率 (%)
511260.OF	国泰上证 10 年期国债 ETF	2017-08-24	6.09	5.11	2.52
511020.OF	平安 5-10 年期国债活跃券 ETF	2019-02-22	9.90	9.25	1.96
159972.OF	鹏华中证 5 年期地方政府债 ETF	2019-11-08	36.92	32.82	2.96
511010.OF	国泰上证 5 年期国债 ETF	2013-03-25	6.08	4.71	2.08
159816.OF	鹏华中证 0-4 年期地方政府债 ETF	2020-09-04	16.03	15.23	2.55
511180.OF	海富通上证投资级可转债 ETF	2020-08-26	1.47	14.26	-8.03
511030.OF	平安中债-中高等级公司债利差因子 ETF	2019-03-22	52.08	507.41	-0.18
511270.OF	海富通上证 10 年期地方政府债 ETF	2018-11-22	6.45	5.96	4.39
511580.OF	招商中证政策性金融债 3-5 年 ETF	2022-12-14	5.41	5.38	
511060.OF	海富通上证 5 年期地方政府债 ETF	2019-12-12	5.81	5.69	3.00
159651.OF	平安中债-0-3 年国开行债券 ETF	2022-11-16	15.71	15.67	
511220.OF	海富通上证城投债 ETF	2014-12-16	13.37	13.84	1.77
159649.OF	华安中债 1-5 年国开行债券 ETF	2022-10-24	46.39	46.27	
511520.OF	富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF	2022-10-25	51.66	51.83	
511380.OF	博时中证可转债及可交换债券 ETF	2020-04-07	22.07	201.39	-10.11
159650.OF	博时中债 0-3 年国开行债券 ETF	2022-10-28	104.14	103.81	

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 73 QDII 权益 ETF 业绩回顾

证券代码	证券简称	类型	ETF/L OF	运作 方式	2022 规模 (亿元)	2022 份 额 (亿 份)	2022ETF 收益率 (%)
513050.OF	易方达中证海外互联 ETF	全球/主题	ETF	指数	364.78	356.22	-15.70
513330.OF	华夏恒生互联网科技 业 ETF	港股/主题	ETF	指数	246.27	532.83	-18.93
513180.OF	华夏恒生科技 ETF	港股/主题	ETF	指数	168.55	307.30	-21.58
159920.OF	华夏恒生 ETF	港股/综指	ETF	指数	163.44	145.62	-7.20
159941.OF	广发纳斯达克 100ETF	美股/规模	ETF	指数	114.77	195.50	-27.39
164906.OF	交银中证海外中国互 联网	全球/主题	LOF	指数	113.53	113.71	-5.94
510900.OF	易方达恒生 H 股 ETF	港股/主题	ETF	指数	101.03	125.41	-9.24
513500.OF	博时标普 500ETF	美股/规模	ETF	指数	93.59	74.03	-11.94
513130.OF	华泰柏瑞南方东英恒 生科技 ETF	港股/主题	ETF	指数	83.52	152.37	-21.43
513060.OF	博时恒生医疗保健 ETF	港股/行业	ETF	指数	69.51	115.00	-12.42
159605.OF	广发中证海外中国互 联网 30ETF	全球/主题	ETF	指数	58.13	72.14	-10.89
513100.OF	国泰纳斯达克 100ETF	美股/规模	ETF	指数	51.50	66.17	-27.06
513010.OF	易方达恒生科技 ETF	港股/主题	ETF	指数	39.78	71.40	-20.23
159632.OF	华安纳斯达克 100ETF	美股/规模	ETF	指数	30.39	34.43	0.00
159740.OF	大成恒生科技 ETF	港股/主题	ETF	指数	17.57	32.12	-21.54
159607.OF	嘉实中证海外中国互 联网 30ETF	全球/主题	ETF	指数	17.02	21.02	-11.02

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

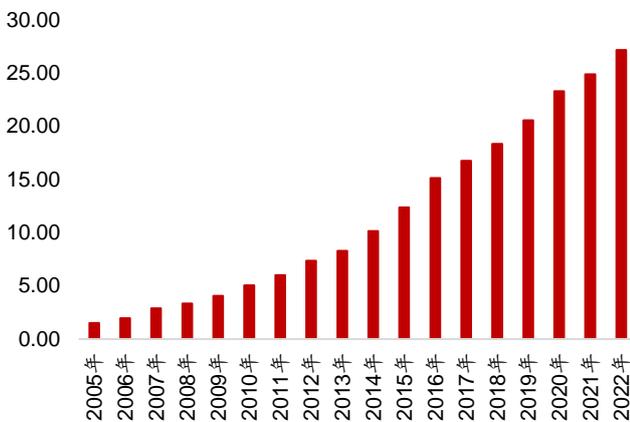
注: 保留规模前二十大

## 四、2022 年保险资产管理年度报告

### 1. 行业规模增速回升，资产配置以固收类为主

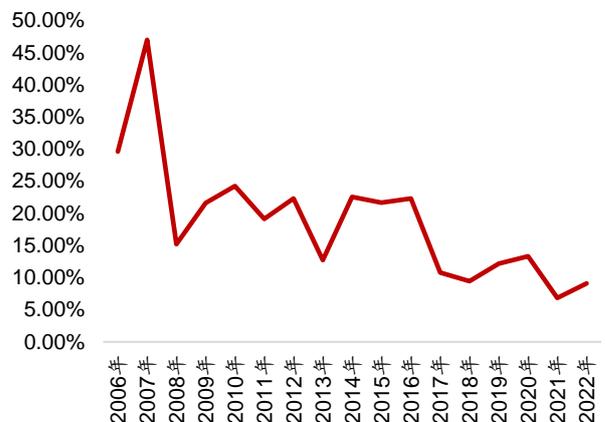
截至 2022 年底，保险行业总资产规模达 27.15 万亿元，较年初增长 9.08%，增速较 2021 年有所回升；净资产 2.70 万亿元，较年初出现负增长，减幅达 7.85%。保险行业总资产规模增速回升主要是源于产险公司和人身险公司资产增速的提高，具体来看，2022 产险公司总资产 2.67 万亿元，较年初增长 8.98%；人身险公司总资产 23.37 万亿元，较年初增长 9.26%；再保险公司总资产 6719.00 亿元，较年初增长 10.93%；资产管理公司总资产 1036.00 亿元，较年初增长 0.58%。从整个行业趋势看，经过前期保险行业总资产规模扩张速度抬升之后，2021 年增速减缓，2022 年增速有所回升，和 2018 年增速水平基本持平，总资产规模整体震荡上行。

图 93 2005-2022 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 94 2006 年-2022 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

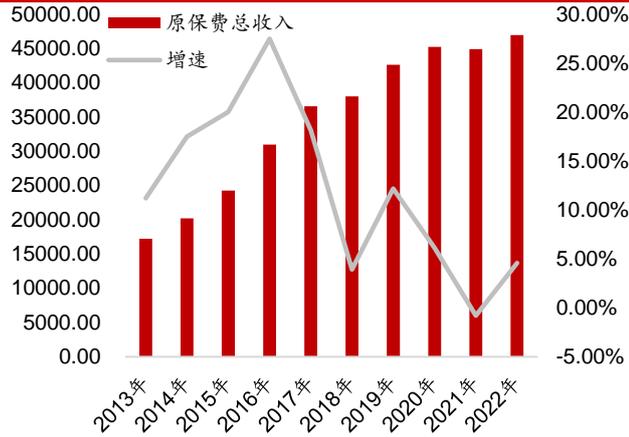
#### 1.1. 保费收入增长，寿险保费占比小幅回升

2022 年保险行业原保费收入为 4.70 万亿元，同比增加 4.58%，相比 2021 年-0.79%的增速，出现了由负转正。具体来看，财产险保费收入 1.27 万亿元，较 2021 年同期出现了 8.92%的增幅；人身险保费收入 3.42 万亿元，增速为 3.06%，较 2021 年的-0.30%，增速由负转正。主要是因为占比最大的寿险保费收入出现了较大幅度的增长，增速为 4.02%，一改 2021 年-1.71%的负增速，对人身险的保费收入的增幅有较大的贡献。此外，人身意外伤害险则出现了 11.32%的跌幅，保费收入也降至近五年来最低水平，尽管其在人身险中占比较小，但仍对人身险的保费收入造成了一定的拖累。

就人身险保费收入的构成而言，寿险一直以来是占比最大的险种，占比处于绝对优势地位，近五年的占比超 70%，其次就是健康险，平均占比约 23%。自 2013 年以来，寿险占比整体处于下行态势，在 2017 年和 2022 年出现了小幅回升。

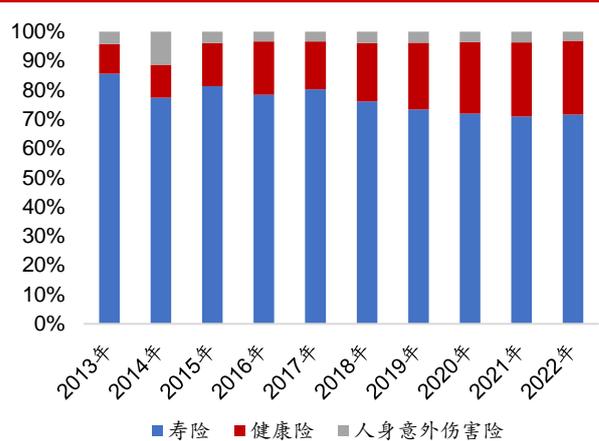
原保险赔付支出方面，2022 年的赔付支出金额为 1.54 万亿元，与 2021 年的 1.56 万亿元基本持平；保单件数有所回升，从 2021 年的 489 万亿件升至 553.83 万亿件，同比增幅 13.26%。

图 95 2013-2022 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 96 人身险保费收入构成比例



资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

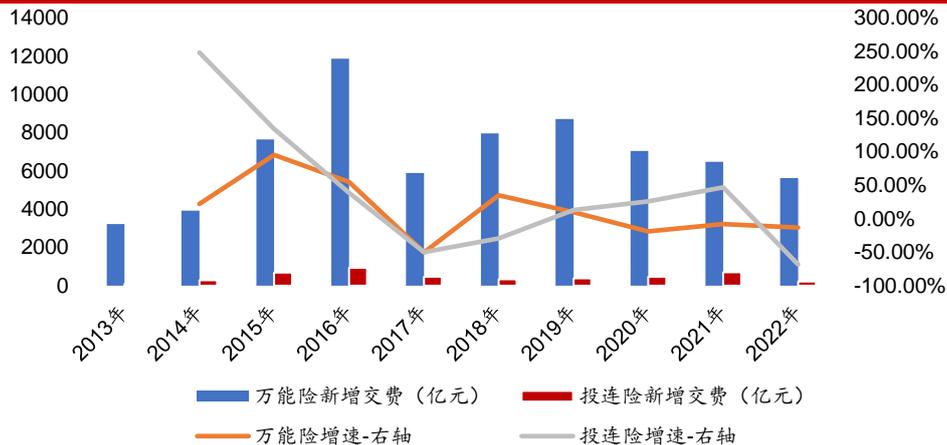
表 74 2022 年保费收入情况

类型	原保费收入 (亿元)	增速	占比
原保费总收入	46957	4.58%	
1.财产险	12712	8.92%	
2.人身险	34245	3.06%	
(1) 寿险	24519	4.02%	71.60%
(2) 健康险	8653	2.44%	25.27%
(3) 人身意外伤害险	1073	-11.32%	3.13%

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

2022 年投连险新增交费规模较 2021 年大幅减少，减幅达 68.20%，全年投连险独立账户新增交费为 211 亿元；万能险保费收入 2022 年同比下降，且降幅由 2021 年的 8.02%变为 13.20%，全年新增交费为 5624 亿元。

图 97 投连险及万能险规模变动情况



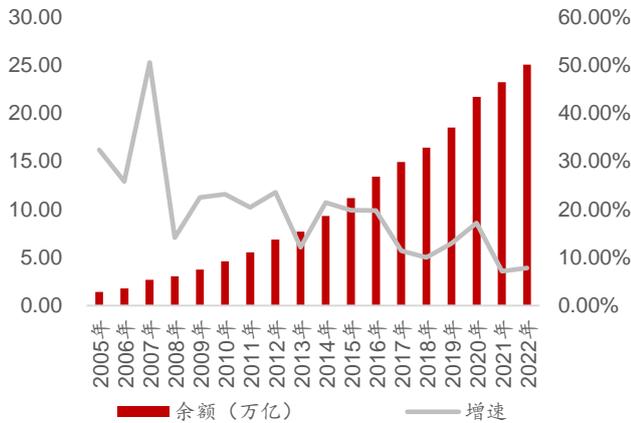
资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

## 1.2. 资金运用余额增速维稳，资产配置以固收类为主

根据中国银保监会公布的数据，2022 年保险资金运用余额为 25.05 万亿元，较年初增长 7.83%，增速与 2021 年的 7.15%基本持平。就保险资金的配置而言，银行存款 28348 亿元，占比 11.32%，占比较 2021 年上升了 0.05 个百分点；债券 102530 亿元，占比 40.93%，占比较 2021 年增加 1.89 个百分点；股票和证券投资基金 31829 亿元，占比 12.71%，占比较 2020 年降低 1.05 个百分点；敬请参阅报告结尾处免责声明

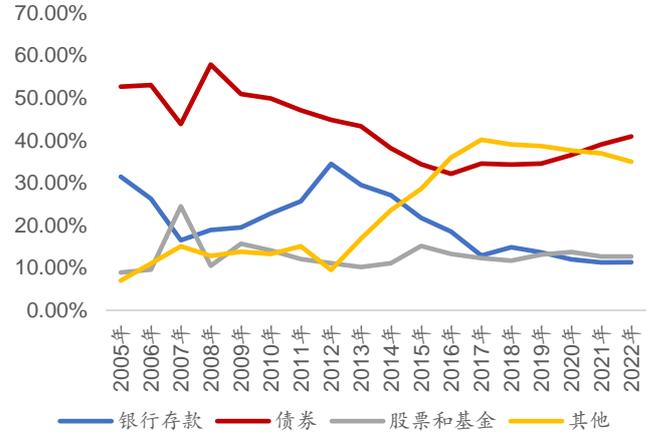
包含非标资产投资在内的其他资产 87802 亿元，占比 35.05%，占比较 2021 年同期有所降低。整体来看，仍保持固收类资产为主、多元化资产分散配置的结构。

图 98 2005-2022 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

图 99 2005-2022 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. 另类投资产品规模缩水，股权投资计划、保险私募基金注册火热

根据中国保险资产管理业协会披露的数据，截至 2022 年底，保险资产管理机构及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 2882 只，登记（注册）规模 6.33 万亿元。具体来看，债权投资计划登记（注册）2698 只，规模 5.34 万亿元；股权投资计划登记（注册）109 只，规模 4447.19 亿元；注册保险私募基金 75 只，规模 5491.58 亿元。

2022 年全年，保险资产管理机构注册债权投资计划、股权投资计划和保险私募基金 529 只，合计注册规模 10507.21 亿元，较 2021 年数量和规模分别同比减少 5.37% 和 6.78%。具体来看，债权投资计划 485 只，规模 8711.78 亿元，规模同比减少 9.90%；股权投资计划 23 只，规模 577.15 亿元，规模同比增加 8.76%；保险私募基金 21 只，合计注册规模 1218.28 亿元，规模同比增加 13.75%。

受疫情扰动，保险资管机构 2022 年注册的另类投资产品的数量和规模较 2021 年出现了一定程度的减少。整体来看，另类投资产品总体规模仍超万亿元，大多布局于服务国家战略、关系国计民生的领域。

表 75 保险另类投资产品累计登记（注册）情况

类型	数量-项	规模-万亿元
债权投资计划	2698	5.34
股权投资计划	109	0.44
保险私募基金	75	0.55
合计	2882	6.33

资料来源：中国保险资管网站，华宝证券研究创新部

表 76 2022 年另类投资产品注册情况

类型		2022 年	增幅
债权投资计划	数量-项	485	-8.14%
	规模-亿元	8711.78	-9.90%
股权投资计划	数量-项	23	64.29%
	规模-亿元	577.15	8.76%

保险私募基金	数量-项	21	23.53%
	规模-亿元	1218.28	13.75%
合计数	数量-项	529	-5.37%
	规模-亿元	10507.21	-6.78%

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.行业政策频出，全方位助力保险行业发展

2022年，保险行业政策频出，全方位助力保险行业的发展。根据中国保险行业协会征集、颁布的“中国保险业 2022 年度十件大事”，2022 年全年保险行业的政策主要可以分为**聚焦疫情防控、服务实体经济、服务养老战略、促进行业高质量发展、保护消费者合法权益**等方面，体现了保险行业致力于支持经济稳健发展、服务保障民生的宏大愿景。

表 77 中国保险业 2022 年度十件大事

具体内容
2022 年，保险业全面贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。深入学习宣传贯彻党的二十大精神，推动党的二十大精神转化为走好中国特色保险发展之路的强大动力和生动实践
2022 年，保险业以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实党中央、国务院决策部署， <b>加快转型发展步伐，提升服务实体经济质效，持续深化改革创新，不断推进高水平对外开放</b> ，推动保险业高质量发展迈上新台阶
2022 年，保险业积极面对新冠肺炎疫情带来的风险挑战， <b>聚焦统筹疫情防控和经济社会发展</b> ，坚定信心，主动作为，在保市场主体、保就业、保民生等方面充分发挥保险保障作用，为防控疫情、保通保畅、保障民生、复工达产等提供了重要支持
2022 年，保险业在“发展多层次、多支柱养老保险体系”中， <b>充分发挥全生命周期综合服务优势，强化以“养老”为核心的专业能力建设</b> ，积极服务国家重要战略部署和个人养老金制度创新， <b>全力支持第三支柱养老保险发展</b>
2022 年，保险业认真贯彻《中共中央 国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》中“接续全面推进乡村振兴”“牢牢守住保障国家粮食安全和不发生规模性返贫两条底线”等精神， <b>持续做好服务乡村振兴的各项工作</b>
2022 年，保险业贯彻落实习近平总书记关于防灾减灾救灾的一系列重要论述精神， <b>进一步健全灾害事故分级处置制度机制，加快发展巨灾保险</b> ，助力国家应急管理体系建设，持续做好防灾减灾工作，稳妥处理 3.21 东航 MU5735 航空飞行器事故
2022 年，保险业聚焦服务健康中国战略， <b>深入探索商业健康保险创新发展新路径</b> ，全面贯彻落实《关于深化医疗保障制度改革的意见》关于“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”要求，积极助力多层次医疗保障体系建设，支持健康产业发展，努力满足人民群众日益增长的多元化高质量健康保障服务需求
2022 年，保险业进一步贯彻落实党中央关于碳达峰碳中和目标的战略部署，制定《银行业保险业绿色金融指引》，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，凝聚行业力量、强化工作举措，建立健全制度和标准体系， <b>全方位助推经济社会绿色转型发展</b>
2022 年，保险业全面提升保险公司个人信息保护合规管理能力， <b>不断强化保险行业法治化水平，持续加大整治“代理退保”黑产乱象的力度，维护行业正常经营秩序，切实保障保险消费者合法权益</b>
2022 年，保险业坚持和加强党中央对金融工作的集中统一领导，加快完善保险机构公司治理， <b>提升偿付能力建设水平，加强股东股权和关联交易管理，强化反保险欺诈，深化营销体制改革，持之以恒防范化解重大金融风险</b>

资料来源：中国保险行业协会网站，华宝证券研究创新部

### 2.1.聚焦疫情防控，发挥保险保障作用

2022 年，面对来势汹汹的新冠疫情，保险业积极面对疫情带来的巨大挑战，在保通保畅、复工达产、保障民生等方面给予强有力的支持。

保通保畅方面，货运物流是产业链供应链中非常重要的一环，是保障民生的最后一公里。在疫情防控期间，货运物流不仅承载着生活物资，还承载着抗疫物资。政策引导保险业助力支持货运物流，将有利于维持疫情期间货运物流行业的稳定，为疫情防控提供坚实支撑。依托于国务院印发的《关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知》，银保监会于 2022 年 4 月发布《关于金融支持货运

敬请参阅报告结尾处免责声明

物流保通保畅工作的通知》和《关于做好当前汽车保险相关工作支持疫情防控货运畅通的通知》，中保协也于 2022 年 5 月出台《关于保险业全力支持货运物流保通保畅工作的倡议书》。具体来看，对于保险业，《关于金融支持货运物流保通保畅工作的通知》鼓励保险公司开发针对货车司机、快递员等特殊岗位工作人群的意外伤害保险等产品，鼓励积极发展货物运输保险、道路货物运输承运人责任保险等财险业务来为物流业提供风险保障。

**复工达产方面，政策鼓励保险业针对受困企业制定特殊险种，全方位为产业链上下游提供保障，助力稳住经济大盘。**2022 年 5 月，中保协发布《关于财险行业扎实推动稳经济各项政策落地见效的通知》，表明财险公司要充分发挥保险的经济减震器和社会稳定器功能，持续加大保险保障支持力度，例如鼓励财险公司围绕物联网、生物医药、汽车制造等产业链上下游延伸保险服务，积极发展营业中断险、利润损失险等特殊险种。此外，2022 年 6 月，中保协发布《关于发挥保险功能作用进一步做好受疫情影响困难行业企业等保险服务的倡议书》，聚焦因疫情遇困企业的痛点堵点难点，有效配置保险服务资源。

**保障民生方面，要充分发挥保险的资金杠杆和风险分散功能，为市场主体和个人提供疫情相关保险保障。**2022 年 6 月，银保监会等三部联合发布《关于推广疫情防控保险 助力做好保市场主体保就业保民生工作的通知》，表明要充分认识疫情防控保险对于保居民就业保市场主体的精准滴灌作用，鼓励开发完善健康保险、货物损失险等疫情防控保险产品。2022 年 12 月，银保监会印发《关于切实贯彻落实疫情防控优化措施 保障基础金融服务畅通有关事项的通知》，严格落实优化防控措施二十条、新十条有关要求，统筹做好疫情防控和社会经济发展工作，全力做好医疗卫生、物流保供、服务消费等重点领域的资金保障和金融服务，确保基础金融服务不断档、有质量。

表 78 2022 年保险业聚焦于疫情防控的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2022.04.15	银保监会	《关于金融支持货运物流保通保畅工作的通知》
2022.04.28	银保监会	《关于做好当前汽车保险相关工作支持疫情防控货运畅通的通知》
2022.05.06	中保协	《关于保险业全力支持货运物流保通保畅工作的倡议书》
2022.05.30	中保协	《关于财险行业扎实推动稳经济各项政策落地见效的通知》
2022.06.10	中保协	《关于发挥保险功能作用进一步做好受疫情影响困难行业企业等保险服务的倡议书》
2022.06.30	发改委、财政部、银保监会	《关于推广疫情防控保险 助力做好保市场主体保就业保民生工作的通知》
2022.12.14	银保监会	《关于切实贯彻落实疫情防控优化措施 保障基础金融服务畅通有关事项的通知》

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

## 2.2.持续深化改革创新，提升服务实体经济能力

**深化改革创新、聚焦高质量发展方面，保险资金运用、科技创新和绿色发展是 2022 年保险业改革的重要方向。**

在 2021 年底保险行业协会发布的《保险科技“十四五”发展规划》的基础上，2022 年 1 月银保监会出台《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》，积极践行数字中国战略，其中，在业务经营管理数字化转型领域，主要聚焦于产业数字金融和个人金融服务数字化转型，表明要积极支持国家重大区域战略、战略性新兴产业、先进制造业和新型基础设施建设，打造数字化产业金融服务平台，增强普惠金融、绿色金融、农村金融服务能力；要利用科技手段开展个人金融产品营销和服务，解决数字鸿沟问题。

为积极响应国家提出的碳达峰碳中和目标，银保监会于 2022 年 6 月出台了《银行业保险业绿色金融指引》，旨在从战略高度推进银行保险行业绿色发展，具有里程碑式的意义，点明要从金融支持、风险防范、自身管理三方面来落实绿色金融战略，例如积极开展环境保护、气候变化、绿色产

业和技术等领域的保险保障业务以及服务创新，要将 ESG 纳入全面风险管理流程。随后，11 月发布的《绿色保险业务统计制度的通知》对绿色保险的意义进行了规定，从负债端来看，绿色保险主要是指保险机构以绿色低碳、可持续发展为主题提供的保险产品和服务，从资产端来看，绿色保险主要是指保险资金在绿色产业进行的投资。准确把握绿色保险的含义，有助于相关机构提升绿色保险服务质量，促进绿色发展相关领域的保险业务与产品的创新。

**在保险资金运用方面，银保监会不断加大市场化改革力度，引导保险资金发挥长期投资优势，进一步服务经济高质量发展。**

《保险资金委托投资管理办法》和《关于保险资金投资有关金融产品的通知》时隔 10 年修订后发布，标志着保险资金运用市场化改革进入新阶段。委托投资是目前保险公司进行保险资金投资的最主要方式，较 2012 年的版本，《保险资金委托投资管理办法》对委托管理的受托主体、委托范围、资质要求、流程机制、主体责任和行为规范重新进行了规定，具体来看，包含了放松委托方的资质条件要求（删除了“最近三年未发现重大违法违规行为”的资质要求）、收缩委托方范围（明确受托方仅限于保险资产管理机构）、增加委托管理的资产类型、压实委托方的管理职责和强化受托方主动管理责任等，在一定程度上增强了保险公司的自主决策权，助力保险资金委托投资市场的高质量竞争。

而新修订的《关于保险资金投资有关金融产品的通知》主要对保险资金可投资金融产品的范围进行了拓宽，将理财公司理财产品、单一资产管理计划、债转股投资计划等保险业外金融产品纳入可投产品范围。越来越多符合保险资金风险收益偏好的产品能被纳入组合，有助于缓解保险资金的配置压力，进一步完善资产配置结构，稳定组合收益。不仅如此，保险公司与银行理财、证券公司、证券资产管理公司、证券投资基金管理公司等通过投资产品紧密联系在一起，有望实现优势互补、合作共赢。此外，《关于保险资金投资有关金融产品的通知》还强调了穿透监管要求，底层资产清晰、交易结构清晰的金融产品将更受保险资金青睐。

银保监会在《保险资产管理公司管理暂行规定》的基础上，于 2022 年 8 月修订发布《保险资产管理公司管理规定》，除了对保险资管公司的规范化运作进行规定，还优化了股权结构设计要求，取消了外资持股比例上限，体现了银保监会落实扩大对外开放战略部署的决心，在一定程度上利好粤港澳大湾区的金融保险业，给内资保险公司带来了挑战，有利于促进保险市场的繁荣发展。此外，《保险资产管理公司管理规定》还明确规定了保险资管公司可以设立的子公司类型。保险资管公司要以实现资产长期保值增值为目的，政策引导其进行专业化运作，来增强长期投资能力，未来有望实现差异化发展。

**支持重点领域、提升服务实体经济质效方面，国家治理、乡村振兴、服务实体经济、制造强国是保险业参与的重点领域。**

在国家治理领域，为缓解新市民、青年人等住房困难问题，坚持房住不炒的原则，银保监会、住房和城乡建设部于 2022 年 2 月联合发布《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》，要求各类保险机构发挥自身优势，加大保障性租赁住房金融支持力度。随后发布的《关于加强新市民金融服务工作的通知》，鼓励保险机构因地制宜就新市民在就业、住房、教育、医疗、养老等领域进行产品创新，提升金融服务的均等性和便利度，是满足人民对美好生活的向往、实现共同富裕的又一重要举措。

在乡村振兴领域，保险业认真贯彻党中央、国务院发布的《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，银保监会于 2022 年 4 月发布《关于 2022 年银行业保险业服务全面推进乡村振兴重点工作的通知》，其中提出要增强保险服务乡村振兴功能作用，大力发展地方优势特色农产品保险；针对农村居民的特定需求，扩大意外伤害险、养老保险等人身保险产品供给；提升农业农村保险承保理赔服务质效，愿保尽保、应赔尽赔、快赔早赔。

在服务实体经济领域，2022 年保险业主要在支持小微企业发展、基础设施建设和城市治理三方面重点布局。具体来看，《关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知》表明要坚持稳中求进的总基调，丰富普惠保险产品和业务；《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》鼓励支持保险资金通过债权、股权、资产支持计划等形式积极参与国家重大战略实施的公路交通重大项目；《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》指出要充分发挥保险保障作用，促进城市安全发展，推动社会主义现代化城市建设进程。

在制造强国领域，2022 年 7 月，银保监会发布《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》，对于保险业，提出要完善科技保险服务，加大知识产权、科研物资设备和科研成果质量的保障力度；通过承保大型商业保险和统括保单等方式来更好地服务跨区域保险需求；保险资金通过投资股权、债券、保险资管产品等形式来为先进制造业等提供长期稳定资金支持。

表 79 2022 年保险深化改革、支持实体经济的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2022.01.10	银保监会	《关于银行业保险业数字化转型的指导意见》
2022.01.28	银保监会	《保险保障基金管理办法（征求意见稿）》
2022.02.16	银保监会 住房和城乡建设部	《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》
2022.03.04	银保监会、人民银行	《关于加强新市民金融服务工作的通知》
2022.04.06	银保监会	《关于 2022 年银行业保险业服务全面推进乡村振兴重点工作的通知》
2022.04.06	银保监会	《关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知》
2022.04.20	银保监会、交通部	《关于银行业保险业支持公路交通高质量发展的意见》
2022.05.06	银保监会	《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》
2022.05.09	银保监会	《保险资金委托投资管理暂行办法》
2022.05.13	银保监会	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》
2022.05.27	银保监会	《中国保险业标准化“十四五”规划》
2022.06.01	银保监会	《银行业保险业绿色金融指引》
2022.07.04	银保监会	《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》
2022.08.05	银保监会	《保险资产管理公司管理规定》
2022.11.10	银保监会	《保险保障基金管理办法》
2022.11.10	银保监会	《绿色保险业务统计制度的通知》

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

## 2.3. 发挥自身禀赋，躬身入局养老市场

在养老第一二支柱压力日趋增长的现在，养老第三支柱的建设早已提上日程。自 2018 年以来，政策引导银行、银行理财子、公募基金、保险公司等积极布局养老金融产品市场，养老金融产品不断扩充，从最早创设的个人税收递延型商业养老保险和养老目标基金，逐渐新增了专属商业养老保险、养老理财产品等，而养老第三支柱在 2022 年迎来了全新的发展机遇。

2022 年 4 月，《关于个人养老金发展的意见》首次提及了个人养老金这一概念，并明确个人养老金将实施个人账户制度，符合银保监会规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品均可纳入个人养老金投资范畴。为进一步完善个人养老金制度，2022 年 9 月，国务院常务会议提出了对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠，扩大了个人养老金的覆盖面。2022 年 11 月，《个人养老金实施办法》及其配套细则正式出台，个人养老金新时代由此开启，长期增量资金的入市，或将助力资本市场进一步发展壮大。

在 2022 年支持养老第三支柱发展的过程中，保险业率先将已有产品扩容，将更具专属和普惠的特性、能满足新产业新业态从业人员和各种灵活就业人员长期养老需求的专属商业养老保险，试点范围由浙江、重庆扩大至全国，参与机构新增了 10 家养老保险公司。此外，保险业还积极响应国

家最新的养老战略要求。自 2022 年 4 月个人养老金制度首次被提出后，银保监会随后于 2022 年 5 月出台《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》，明确了商业养老金融业务的范畴和属性，并大力鼓励银行保险机构开展个人养老金相关业务，丰富商业养老金融产品的供给。

为了进一步明确参与个人养老金制度建设的安排，银保监会于 2022 年 9 月出台《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》，指明能纳入个人养老金投资范畴的保险产品（年金保险、两全保险等），制定详细要求来严格限制参与个人养老金业务的保险公司，以此保障投资者养老资金的长期稳健保值与增值，并表明将有序推进个人养老金制度与个人税收递延型商业养老保险政策衔接的决心。2022 年 11 月，在征求意见稿的基础上，《个人养老金实施办法》的最后一项配套细则——《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》正式出台，标志着以《个人养老金实施办法》为主、四项配套规则为辅的个人养老金制度全面构建完成，养老第三支柱的发展迈上新台阶。

个人养老金制度满足了投资者补充养老保险的需求，出于进一步扩大普惠性和市场化的考虑，**创新型个人商业养老金融业务——商业养老金问世**。根据 2022 年 12 月颁布的《开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》，将于自 2023 年 1 月 1 日起，由人保养老、人寿养老、太平养老、国民养老在北京、上海、江苏等 10 个省（市）开展商业养老金业务试点。**个人养老金和商业养老金相辅相成、齐头并进，共同助力养老第三支柱奔向新高度。**

值此服务养老战略发展的关键之际，保险公司将凭借自身禀赋资源、良好的资金管理能力、专业且经验丰富的综合服务能力，积极参与商业养老市场的建设，满足投资者多样化的养老需求。

表 80 2022 年保险业服务养老战略的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2022.02.21	银保监会	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》
2022.05.10	银保监会	《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》
2022.09.28	银保监会	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》
2022.11.22	银保监会	《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》
2022.12.01	银保监会	《开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

## 2.4. 产品升级创新，更多更好惠及群众

人身险方面，保险业积极响应《关于深化医疗保障制度改革的意见》中“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”的要求，努力践行《健康中国 2030 规划纲要》，深入探索产品创新发展新路径，积极推进从以治病为中心向以健康为中心转变、从以治已病为中心向以治未病为中心转变、从疾病管理向健康管理转变的进程，满足人民群众多元化的健康保障需求，为多层次医疗保障体系的建设添砖加瓦。2022 年 1 月，银保监会印发《关于我国商业健康保险发展问题和报告》，指出目前商业健康保险处于发展初级阶段，仍存在较多的不足，点明要从加强多方协作、深化供给侧改革、保证城市定制医疗项目持续性和推进长效机制建设方面来进行改进，并要实行税收优惠来吸引居民参保。2022 年 5 月，银保监会等三部联合印发《关于进一步明确商业健康保险个人所得税优惠政策适用保险产品范围的通知》，符合规定的商业健康保险产品给予个人所得税优惠。

出于助力商业长期护理保险发展、提升居民认知、加强特殊失能群体的保障的考虑，银保监会于 2022 年 10 月印发《关于开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点的通知（征求意见稿）》，决定自 2023 年 1 月 1 日起开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点。

2022年11月，银保监会发布《关于扩大商业健康保险个人所得税优惠政策适用产品范围有关事项的通知（征求意见稿）》，拟将适用个人所得税优惠政策的商业健康保险产品范围扩大至医疗保险、长期护理保险和疾病保险，为居民提供了更为丰富的税收优惠商业健康保险产品的选择，还扩大了被保险群体，可以为配偶、父母、子女进行投保。此举旨在为人民减轻自付医疗费用压力，在一定程度上加强了对长期患病人群、重病人群、老年人群等特殊群体的保险保障，有助于增强人民群众的安全感。

**财产险方面**，银保监会吸取了近年来农业保险改革发展的经验教训，于2022年2月发布《农业保险承保理赔管理办法》，旨在规范农业保险承保理赔管理，切实保障投保农户权益，进一步发挥保险业在支持乡村振兴、保障粮食安全等方面的积极作用。此外，还将森林保险纳入适用范围，这正是保险业践行绿色发展理念的重要体现。

3.21 东航空事事故牵动着社会各界的心，除了应该尽量避免此类悲剧的发生，但一旦发生，事后及时有序处理也是至关重要的。因此银保监会于2022年10月发布《财产保险灾害事故分级处置办法》，旨在提升财险业灾害事故处置能力，发挥保险防灾减损和经济补偿功能，其中将财产保险灾害事故按照事件性质、损失程度和影响范围等因素，分为特别重大、重大、较大3个等级，分别启动I级、II级、III级响应。

表 81 2022 年保险产品的相关政策文件

发布时间	发布主体	政策文件
2022.01.16	银保监会	《关于印发商业健康保险发展问题和建议报告的通知》
2022.02.09	银保监会	《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》
2022.02.09	银保监会	《长期人身保险产品信息披露规则（征求意见稿）》
2022.02.17	银保监会	《农业保险承保理赔管理办法》
2022.04.15	银保监会	《人身保险销售行为管理办法（征求意见稿）》
2022.05.31	银保监会、财政部、税务总局	《关于进一步明确商业健康保险个人所得税优惠政策适用保险产品范围的通知》
2022.08.02	银保监会	《人身保险产品信息披露管理办法（征求意见稿）》
2022.10.24	银保监会	《关于开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点的通知（征求意见稿）》
2022.10.28	银保监会	《财产保险灾害事故分级处置办法》
2022.11.02	银保监会	《关于进一步推动完善人身保险行业个人营销体制的意见（征求意见稿）》
2022.11.11	银保监会	《关于扩大商业健康保险个人所得税优惠政策适用产品范围有关事项的通知（征求意见稿）》
2022.11.17	银保监会	《人身保险产品信息披露管理办法》
2022.11.18	银保监会	《关于开展增额终身寿险产品专项风险排查工作的通知》
2022.12.01	银保监会	《关于进一步规范和加强安全生产责任保险工作的通知》
2022.12.30	银保监会	《关于进一步扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

## 2.5.不断完善治理机制，切实保障消费者合法权益

2022年，保险业不断加强自身法治建设，加快完善公司治理机制强化反保险欺诈，切实保护消费者合法权益。

在完善治理机制方面，主要可以分为保险资金监管和关联交易监管。2022年，银保监会陆续出台《银行保险机构关联交易管理办法》、《关于精简保险资金运用监管报告事项的通知》、《关于保险资金存款银行有关重大违法违规行为监管口径的函》和《关于加强保险机构资金运用关联交易监管工作的通知》，来规范关联交易行为，防范化解重大金融风险，促进保险机构安全、独立、稳健运行。

在保护消费者合法权益方面，主要可以分为整治乱象和管理营销行为。2022 年全年，银保监会和各地监管局连续发布防范代理退保、保险欺诈的风险提示，警示消费者保护好个人信息，并为消费者开辟正规合法的维权途径。2022 年 5 月，银保监会发布《银行保险机构消费者权益保护管理办法（征求意见稿）》，明确了消费者权益保护的工作机制与管理要求，在其基础上《银行保险机构消费者权益保护管理办法》于 2022 年 12 月正式颁布，作为银保监会在消费者权益保护领域制定的基础性、纲领性文件。除了制度层面的引导，银保监会还发布了《开展银行保险机构侵害个人信息权益乱象专项整治工作的通知》和《关于深入整治“代理退保”黑产乱象的通知》，严厉打击保险业的黑产乱象，要求保险机构全面自查整改、强化整治问责。

此外，通过对保险销售人员和销售行为进行管理，在一定程度上也能对消费者权益进行保障，服务保险消费者多元化的需求。2022 年 7 月，《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》对保险销售行为进行了系统性规范，其中还明确指出禁止虚假及夸大表述、禁止炒作停售及价格变动。2022 年 10 月，《保险销售从业人员销售能力资质分级体系建设规划》正式出台，旨在促进保险销售从业人员的专业化、职业化、规范化发展。

表 82 2022 年保险业强化监管、规范行为的相关政策文件

发布时间	发布主体	监管通知
2022.01.14	银保监会	《银行保险机构关联交易管理办法》
2022.01.19	银保监会	《关于精简保险资金运用监管报告事项的通知》
2022.01.20	银保监会	《保险公司非现场监管暂行办法》
2022.01.21	银保监会	《银行保险机构信息科技外包风险监管办法》
2022.03.09	银保监会	《保险公司非寿险业务准备金管理办法实施细则（1-7 号）》
2022.03.30	银保监会	《关于印发银行业保险业法治建设实施方案的通知》
2022.04.26	银保监会	《关于保险资金存款银行有关重大违法违规行为监管口径的函》
2022.05.19	银保监会	《银行保险机构消费者权益保护管理办法（征求意见稿）》
2022.05.19	银保监会	《银行保险监管统计管理办法（征求意见稿）》
2022.06.02	银保监会	《关于加强保险机构资金运用关联交易监管工作的通知》
2022.07.19	银保监会	《保险销售行为管理办法（征求意见稿）》
2022.08.09	银保监会	《关于开展银行保险机构侵害个人信息权益乱象专项整治工作的通知》
2022.10.31	中保协	《保险销售从业人员销售能力资质分级体系建设规划》
2022.11.07	民政部、公安部、银保监会 市场监督管理局	《关于加强养老机构非法集资防范化解工作的意见》
2022.11.18	公安部、银保监会 市场监督管理局	《关于深入整治“代理退保”黑产乱象的通知》
2022.11.30	银保监会	《银行保险机构公司治理监管评估办法》
2022.12.30	银保监会	《银行保险机构消费者权益保护管理办法》

资料来源：中国银保监会网站，中国保险行业协会网站，华宝证券研究创新部

### 3.2022 年保险资产管理行业发展

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，前者包括了债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划和保险私募基金，后者包括了保险资产管理计划、企业年金业务、养老保障、公募业务、第三方资产管理业务和投连险管理。

表 83 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

敬请参阅报告结尾处免责声明

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，2022 年全年，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和股权投资计划 508 只，合计备案（注册）规模 9288.93 亿元；累计注册保险私募基金 21 只，合计规模 1218.28 亿元。根据中保保险资产登记交易系统有限公司披露的数据，2022 年中保登公司出具注册通知书的资产支持计划有 65 只，注册规模合计约 3044.93 亿元。

#### 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。

##### (1) 2022 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，2022 年保险资产管理机构注册债权投资计划共 485 项，合计注册规模 8711.78 亿元。从注册主体上看，2022 年招商信诺资管、华泰资管和光大永明资管注册的债权投资计划数量位于前列，分别注册债权投资计划 47 项、38 项和 31 项。此外，中意资管、泰康资管、平安资管、生命保险资管、百年保险资管和人保资本注册的债权投资计划的注册数量超过了 20 项。从债权投资计划的投向来看，2022 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 217 项，占当年注册债权投资计划总数的 47.17%。

基础设施债权投资计划方面，涉及的领域包括水利、棚户区改造、交通、能源、电力、物流、市政建设等。具体来看，2022 年平安资管注册 21 项基础设施债权投资计划，数量位居第一，主要涵盖了轨交、电力、路桥、产业园建设等领域。其次是招商信诺资管，注册的基础设施债权投资计划共计 18 项，涉及市政建设、高速、产业园建设等领域。

不动产债权投资计划方面，2022 年保险资管机构注册发行的项目仍以商业不动产为主，区域较为分散，涵盖威海、南京、长沙、成都、大连、重庆等一二三线城市。细分公司来看，2022 年华泰资管注册的不动产债权投资计划的数量较可观，高达 19 项，除了商业不动产外，还涉及了公共租赁住房 and 市政道路建设等领域。

棚改项目方面，保险资管协会披露的数据显示，2022 年有 5 家保险资管机构共发行 7 项棚改项目相关的债权投资计划，地域涵盖武汉、宁波、石家庄等城市。

表 84 2022 年棚改项目债权投资计划

发行主体	项目名称	项目类别
生命保险资产管理有限公司	生命资产-石家庄国控棚改基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划
	生命资产-武汉城建城发棚改基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划
	生命资产-武汉城建棚改基础设施债权投资计划	基础设施债权
中再资产管理股份有限公司	中再-宁波奉化棚改债权投资计划	项目债权投资计划
光大永明资产管理股份有限公司	光大永明-西湖城投棚改不动产债权投资计划	不动产债权投资计划

中意资产管理有限责任公司	中意-丰台小屯西路棚改债权投资计划	项目债权投资计划
招商信诺资产管理有限公司	招商信诺资管-运和棚改基础设施债权投资计划	基础设施债权投资计划

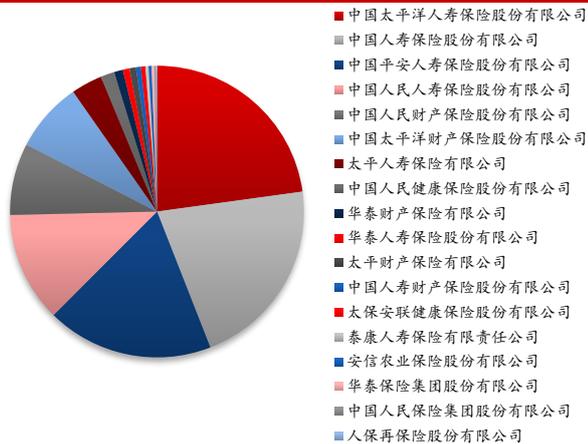
资料来源：中国保险资产管理业协会，华宝证券研究创新部

## (2) 2022 年保险机构投资债权投资计划情况

根据各保险公司官网公开披露信息板块的资金运用数据，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、华泰保险集团公司及其下属子公司 2022 年的债权投资计划的投资情况进行了统计，共涉及投资记录 170 笔，累计投资金额 964.02 亿元，数量和金额分别同比减少 3.41% 和 18.27%。

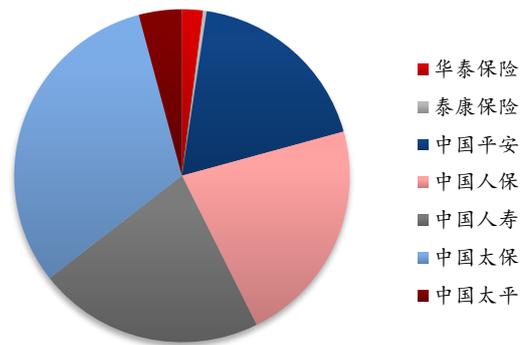
具体来看，就单公司而言，中国太平洋人寿保险股份有限公司和中国人寿保险股份有限公司 2022 年投资的债权投资计划金额超 200 亿元，分别为 219.92 亿元和 205.00 亿元，此外还有中国平安人寿保险股份有限公司和中国人民人寿保险股份有限公司投资金额超百亿，分别为 177.00 亿元和 117.48 亿元，上述 4 家公司的投资金额占 2022 年全样本公司累计投资金额的 74.62%；就保险集团而言，中国太保 2022 年投资的债权投资计划金额最高，为 302.60 亿元，太平洋财险、太平洋寿险、太保安联、长江养老和安信农保均属于该集团旗下，其次是中国人保和中国人寿，累计投资金额分别达 211.38 亿元和 210.26 亿元。

图 100 各保险公司 2022 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

图 101 各保险集团 2022 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

从各保险公司 2022 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 539.42 亿元，占 2022 年样本保险公司累计投资金额的 55.95%，具体到公司层面，中国平安人寿保险股份有限公司投资基础设施债权投资计划的金额高达 156.00 亿元，位居首位，中国人民养老保险有限责任公司位居其后，总投资金额达 96.50 亿元；其次是投资项目债权投资计划，总投资金额为 320.90 亿元，占 2022 年样本保险公司累计投资金额的 33.29%。

从各保险公司 2022 年所投资的债权投资计划的投向来看，产业园建设、高速、轨交、电力、水利、商业地产、市政建设等关系国计民生的领域均有涉猎。在棚改项目方面，2022 年仅中国太平洋人寿保险股份有限公司于 2022.06.10 分两次认购了以中保投资为管理人的中保投资-上海地产三林棚改基础设施债权投资计划，总金额达 6.00 亿元。

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 2022 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，仅仅只有中国太保旗下的太平洋人寿和太保安联认购了非集团体系的债权投资计划，共涉及到 5 项债权投资计划，均来自中保投资。

表 85 2022 年保险公司认购的非集团体系的债权投资计划

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)
中国太平洋人寿保险股份有限公司	中保投资-山东港口日照港基础设施债权投资计划	中保投资	2022.11.30	6.00	5+1*N
	中保投资-河南水投襄城水生态项目基础设施债权投资计划(三次缴款)	中保投资	2022.09.08	0.52	5+4
	中保投资-河南水投洛阳水生态基础设施债权投资计划(三期)	中保投资	2022.08.03	1.30	5+5
	中保投资-郑发投基础设施债权投资计划(二期)(第二次缴款)	中保投资	2022.08.02	3.00	5+5
	中保投资-上海地产三林棚改基础设施债权投资计划(二次缴款)	中保投资	2022.06.10	4.00	3
	中保投资-上海地产三林棚改基础设施债权投资计划	中保投资	2022.06.10	2.00	3
	中保投资-河南水投襄城水生态项目基础设施债权投资计划(二次缴款)	中保投资	2022.04.15	0.93	5+4
	中保投资-郑发投基础设施债权投资计划(二期)	中保投资	2022.03.22	1.80	5+5
	中保投资-河南水投襄城水生态项目基础设施债权投资计划	中保投资	2022.01.26	1.15	5+4
太保安联健康保险股份有限公司	中保投资-河南水投襄城水生态项目基础设施债权投资计划(三次缴款)	中保投资	2022.09.07	0.15	5+4
	中保投资-河南水投襄城水生态项目基础设施债权投资计划	中保投资	2022.01.26	0.25	5+4

资料来源:各保险公司官网,华宝证券研究创新部

### 3.1.2.股权投资计划

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。

#### (1) 2022 年股权投资计划注册情况

根据中国保险资管协会披露的数据,2022 年,保险资产管理机构注册股权投资计划 23 项,注册规模 577.15 亿元。此外,保险私募基金管理机构还注册了 21 只保险私募基金,合计注册规模 1218.28 亿元。从注册的股权投资计划的投向来看,涉及清洁能源、市政建设、国企改革等领域。

表 86 2022 年保险资管注册的股权投资计划

发行主体	项目名称
光大永明资产管理股份有限公司	光大永明-陕西金资城市更新股权投资计划
国寿投资保险资产管理有限公司	国寿投资-北京绿合股权投资计划
	国寿投资-漕河泾产业园股权投资计划
	国寿投资-东久新宜至浩股权投资计划
	国寿投资-新电壹号股权投资计划
	国寿投资-新化壹号股权投资计划
华泰资产管理有限公司	华泰-华登集成电路产业基金股权投资计划
平安资产管理有限责任公司	平安-基石叁号基金股权投资计划
人保资本保险资产管理有限公司	人保资本-广汽埃安股权投资计划
	人保资本-中电有限混改股权投资计划
招商信诺资产管理有限公司	招商信诺资管-中国铁建股权投资计划
中保投资有限责任公司	中保投资-坤园基金股权投资计划
	中保投资-智融股权投资计划

中国人寿资产管理有限公司	中国人寿-电投清洁能源股权投资计划(二期)
	中国人寿-电投清洁能源股权投资计划(三期)
	中国人寿-电投清洁能源股权投资计划(四期)
	中国人寿-电子混改1号股权投资计划
	中国人寿-云南国企改革发展股权投资计划(首期)
	中国人寿-中国交建股权投资计划(四期)
	中国人寿-中国交建股权投资计划(五期)
	中国人寿-中核1号股权投资计划
中国人寿-中粮1号股权投资计划	
中再资产管理股份有限公司	中再-鼎一股权投资计划

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) 2022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。

2022年中国人保、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公开披露的股权类项目共计22笔，总金额达648.44亿元，其中8笔以股权投资合伙企业（有限合伙）进行、14笔以股权投资计划形式进行，较2021年同期（19笔股权项目投资、总金额666.09亿元），数量同比上涨15.79%、总金额同比下降2.65%。具体从投资金额来看，单笔投资金额最大的中国人寿保险股份有限公司认购的“中国人寿-云南国企改革发展股权投资计划（首期）”，金额达200亿元，该股权投资计划由国寿资产设立，投资期限为12年。

表 87 2022年保险公司认购的股权投资计划

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)
中国人寿保险股份有限公司	国寿投资-新电壹号股权投资计划	国寿投资	2022.12.30	24	5+1+1
	国寿投资-新化壹号股权投资计划	国寿投资	2022.12.21	2.50	3+N
	中国人寿-中国交建股权投资计划（五期）	国寿资产	2022.12.21	10	6
	中国人寿-中国交建股权投资计划（四期）	中国人寿	2022.12.21	30	6
	中国人寿-中粮1号股权投资计划	国寿资产	2022.12.7	40	5
	国寿投资-漕河泾产业园股权投资计划	国寿投资	2022.11.24	30	8
	国寿投资-东久新宜至浩股权投资计划	国寿投资	2022.10.24	9.95	8
	中国人寿-电子混改1号股权投资计划	国寿资产	2022.08.12	20	8
	国寿投资-北京综合股权投资计划	国寿资本	2022.07.11	30	10
	中国人寿-云南国企改革发展股权投资计划（首期）	国寿资产	2022.06.13	200	12
	中国人寿-中核1号股权投资计划	国寿资产	2022.03.03	29.9	5
	国寿投资-新源壹号股权投资计划	国寿投资	2022.01.11	15	3+2+1
华泰人寿保险股份有限公司	华泰-华登集成电路产业基金股权投资计划	华泰投资	2022.07.13	2	5+2
中国人民财产保险股份有限公司	人保资本-广汽埃安股权投资计划	人保资本	2022.09.30	10	无

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

### 3.1.3. 资产支持计划

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。

### (1) 2022 年资产支持计划注册情况

根据中保登披露的信息，2022 年共注册通过 65 项资产支持计划，注册规模总计 3044.93 亿元，较 2021 年同期（34 项资产支持计划、注册规模 1442.40 亿元），数量和规模均实现大幅提升，涨幅分别达 91.18%和 111.10%。其中大家资产-火种 2 号-2022 第 1 号资产支持计划是当前中保登注册的规模最大的资产支持计划，注册规模达 150 亿元。

表 88 2022 年中保登出具注册通知书的资产支持计划（注册规模超百亿）

受托管理人	产品名称	注册规模 (亿元)	注册时间
大家资产管理有限责任公司	大家资产-火种 2 号-2022 第 1 号资产支持计划	150	2022.8.30
	大家-安心 2022 第 1 号资产支持计划	100	2022.11.1
	大家-火种 1 号资产支持计划	100	2022.1.20
泰康资产管理有限责任公司	泰康-元康 2 号资产支持计划	100	2022.12.14
平安资产管理有限责任公司	平安-启航 3 号资产支持计划	100	2022.7.26
	平安-小满 2 号资产支持计划	100	2022.1.4
百年保险资产管理有限责任公司	百年资管-京东科技 2022 金瀚 3 号资产支持计划	100	2022.6.20
华泰资产管理有限公司	华泰-橙意 2 号资产支持计划	100	2022.5.20
	华泰-华赢千玺资产支持计划	100	2022.1.10

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

### (2) 2022 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，2022 年上述保险集团及其子公司共认购资产支持计划 30 笔、认购金额 182.28 亿元，较 2021 年同期（认购资产支持计划 36 笔、认购金额 170.07 亿元），尽管数量略微有所减少，但金额出现了 7.18%的增幅。

从资产支持计划的投向来看，主要涉及了供应链金融和融资租赁等领域，其中有 3 笔认购金额超 15 亿元，具体来看：由中国平安人寿保险股份有限公司认购的平安-明珠-利盈 2 号资产支持计划，认购金额达 19.60 亿元，管理人为平安证券；由中国人寿保险股份有限公司认购的中国人寿-诚臻供应链 1 号资产支持计划（第 3 期）和中国人寿-诚臻供应链 1 号资产支持计划（第 2 期），单笔认购金额均超过 15 亿元，分别为 19.48 亿元和 16.71 亿元。此外，中国人寿保险股份有限公司共三次认购了中国人寿-诚臻供应链 1 号资产支持计划，总金额达 49.68 亿元。

表 89 2022 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)	投资年限 (年)
中国人民保险集团股份有限公司	人保资产-鲲鹏 2022 第 1 号资产支持计划第 1 期	人保资产	2022.10.27	0.57	0.99
中国人民人寿保险股份有限公司	人保资产-广州城建供应链资产支持计划 1 号（第 1 期）	人保资产	2022.12.28	2.02	0.93
	人保资产-鲲鹏 2022 第 1 号资产支持计划第 1 期	人保资产	2022.10.24	7.39	0.99
	人保资本-信达金租 1 号资产支持计划	人保资本	2022.10.12	7.00	5
中国人民财产保险股份有限公司	人保资产-广州城建供应链资产支持计划 1 号（第 1 期）	人保资产	2022.12.28	2.02	1
	人保资产-鲲鹏 2022 第 1 号资产支持计划第 1 期	人保资产	2022.10.24	3.70	1
	人保资本-信达金租 1 号资产支持计划	人保资本	2022.10.12	7.00	5
中国人民健康保险股份有限公司	人保资产-广州城建供应链资产支持计划 1 号（第 1 期）	人保资产	2022.12.28	0.76	0.93
中国人寿保险股份有限公司	申港证券-远洋集团三号资产支持专项计划	申港证券	2022.12.27	4.88	2+1
	中国人寿-诚臻供应链 1 号资产支持计划（第 3 期）	国寿资产	2022.12.19	19.48	0.99
	中国人寿-诚臻供应链 1 号资产支持计划（第 2 期）	国寿资产	2022.12.13	16.71	0.99

敬请参阅报告结尾处免责声明

中国平安人寿保险股份有限公司	中国人寿-诚臻供应链1号资产支持计划(第1期)	国寿资产	2022.12.09	13.49	0.99
	平安-嘉迪-利盈3号资产支持计划(第1期)	平安资产	2022.12.29	10.25	1
	平安-中航租赁3号资产支持计划	平安资产	2022.12.27	2.33	3
	平安-中航租赁2号资产支持计划	平安资产	2022.12.14	4.56	3
	平安-信丰1号资产支持计划(第4期)	平安资产	2022.11.09	6.40	2.75
	平安-柏霖汇-链融科技供应链金融1号资产支持计划(第1期)	平安资产	2022.10.28	7.50	1
	平安-信优2号供应链资产支持计划(第4期)	平安资产	2022.06.17	5.07	1
	平安-信优2号供应链资产支持计划(第3期)	平安资产	2022.06.10	5.50	1
	平安-信优2号供应链资产支持计划(第2期)	平安资产	2022.05.27	7.01	1
	平安-信优2号供应链资产支持计划(第1期)	平安证券	2022.04.29	6.00	1
	平安-京安1号资产支持计划(第3期)	平安证券	2022.04.28	2.20	1
	平安-小满2号资产支持计划(第1期)	平安资产	2022.04.28	7.20	2
	平安-信丰1号资产支持计划(第1期)	平安资产	2022.04.27	7.20	2.75
	平安-京安1号资产支持计划(第1期)	平安资产	2022.03.30	2.70	1
	平安-明珠-利盈2号资产支持计划	平安证券	2022.01.21	19.60	1
华泰人寿保险股份有限公司	华泰-橙意资产支持计划(第10期)	华泰人寿	2022.08.04	1.10	3.33
	华泰-橙意资产支持计划(第9期)	华泰资产	2022.06.29	0.68	3.33
华泰保险集团股份有限公司	华泰-橙意资产支持计划(第10期)	华泰资产	2022.08.04	0.50	3.33
华泰财产保险有限公司	华泰-橙意资产支持计划(第10期)	华泰资产	2022.08.05	1.50	3.33

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

### 3.2.1.2022年组合类保险资产管理产品

截至2022年10月底,保险资管产品存量规模为6.83万亿元,较2021年同期,同比增长37.71%。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2022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梳理,其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。

#### (1) 保险资产管理产品分类情况

根据银保监会于2020年3月发布的《保险资产管理产品管理暂行办法》,保险资管产品按照投资性质的不同,可以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。

表90 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

我们汇总了778只保险资产管理产品数据,纳入统计样本的保险资管产品的管理人分布情况如下。其中,大家资产管理有限责任公司在管的保险资管产品最多,共计105只,其次是太平洋资产管理有限责任公司,共计管理了94只保险资管产品。

在资管新规对资管产品的分类基础上，为更清晰揭示保险资产管理产品线情况，我们综合投资范围和策略类别进行分布情况统计。具体来看，固收型产品在保险资产管理产品中占比最高；权益类产品中，股票型产品明显数量占优，还有部分公司布局了量化类和量化对冲类产品。此外，除了传统的投资类别，FOF/MOM策略、打新策略等也是保险资产管理产品的一大特色。

图 102 纳入统计的保险资产管理产品管理人情况

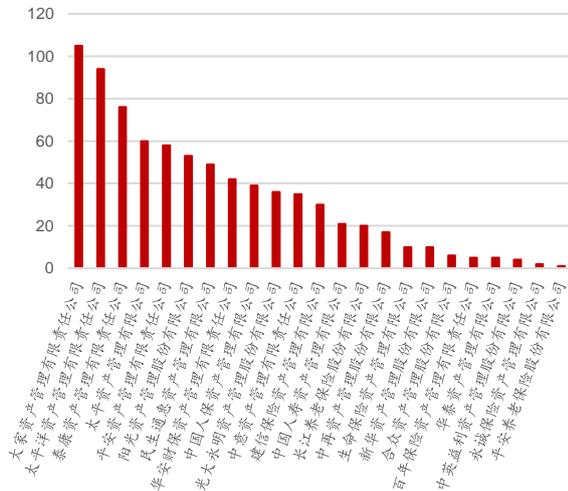
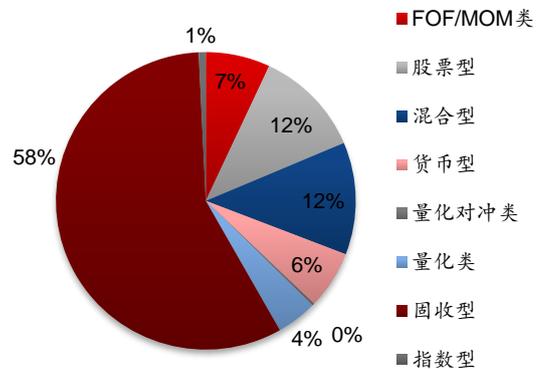


图 103 保险资产管理产品类型分布



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数据披露信息不完整，统计结果可能与真实情况存在偏差

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数据披露信息不完整，统计结果可能与真实情况存在偏差

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 2022 年的表现情况进行对标分析。值得注意的是，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。

## (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 2022 年的表现进行评价，并将部分产品在 2021 年、2020 年的收益进行列示。结果如下：

### 股票型保险资产管理产品收益表现

2022 年权益市场震荡调整，沪深 300 全年涨幅为-21.63%，我们汇总的 91 只股票型保险资产管理产品样本中有 52 只产品在 2022 年跑赢沪深 300 指数，占比达 57.14%，其中仅有 3 只录得正收益，分别是阳光资产-港股通优选（7.30%）、阳光资产-医疗保健行业精选（4.66%）和人保资产安心通港 11 号（1.50%）。

表 91 股票型保险资管产品 2022 年收益前十

产品简称	2022 年 收益%	2021 年 收益%	2020 年 收益%	管理人
阳光资产-港股通优选	7.30	-8.89	-0.96	阳光资产管理股份有限公司
阳光资产-医疗保健行业精选	4.66	-5.69	30.09	阳光资产管理股份有限公司
人保资产安心通港 11 号	1.50	-11.56	-3.33	中国人保资产管理有限公司
卓越财富股息价值股票型	-1.50	7.47	30.59	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋卓越臻惠一号	-2.75	12.13	18.62	太平洋资产管理有限责任公司

敬请参阅报告结尾处免责声明

阳光资产-周期主题精选	-4.09	38.33	88.48	阳光资产管理股份有限公司
阳光资产-主动配置二号	-6.86	5.13	44.16	阳光资产管理股份有限公司
国寿资产-ESG 碳中和增强	-7.43			中国人寿资产管理有限公司
泰康资产-盈泰成长	-7.86			泰康资产管理有限责任公司
民生通惠港惠2号	-7.93	-13.57	33.49	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

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。

### 量化类保险资产管理产品收益表现

纳入统计的 34 只量化类保险资管产品在 2022 年均录得负收益, 其中有 31 只在 2022 年跑赢沪深 300 指数。具体来看, 太平资产管理有限公司管理的量化类保险资管产品表现较为出色, 收益排名前十的产品中有 7 只均由其进行管理, 太平资产量化 6 号(人工智能)在同类产品中收益表现最优, 录得了 3.08% 的较小的负收益。

表 92 量化类保险资管产品 2022 年收益前十

产品简称	2022 年收益%	2021 年收益%	2020 年收益%	类型标签	管理人
太平资产量化 6 号(人工智能)	-3.08	5.34	6.59	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
太平资产量化 13 号(人工智能)	-4.68	7.58	10.65	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
太平资产量化 11 号	-4.72	4.26	10.22	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
建信保险资管安享量化多因子	-5.97	-0.67		量化类-普通股票型	建信保险资产管理有限公司
太平资产量化 8 号(人工智能)	-6.15	8.16	7.88	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
太平资产太平之星量化 1 号	-7.09	6.98	1.78	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
太平资产量化 15 号(人工智能)	-7.33	9.57	8.71	量化类-增强指数型	太平资产管理有限公司
太平资产量化 7 号	-9.21	7.96	12.08	量化类-偏股混合型	太平资产管理有限公司
光大永明资产中小盘低波成长	-11.07	7.21	16.51	量化类-增强指数型	光大永明资产管理股份有限公司
泰康资产-悦泰增强 3 号	-12.89			量化类-增强指数型	泰康资产管理有限责任公司

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 债券型保险资产管理产品收益表现

纳入统计的 447 只债券型保险资管产品中, 有 230 只在 2022 年录得正收益, 占比达 51.45%。2022 年全年收益最高的为太平资产如意 51 号, 2022 年的年化收益率为 7.65%; 其次是中英益利福鼎 7 号和中英益利福鼎 12 号, 年化收益率分别为 5.96% 和 5.95%, 位居第二、第三。

表 93 债券型保险资管产品 2022 年收益前十

产品简称	2022 年收益%	2021 年收益%	2020 年收益%	管理人
太平资产如意 51 号	7.65	4.58	4.41	太平资产管理有限公司
中英益利福鼎 7 号	5.96	5.81	6.17	中英益利资产管理股份有限公司
中英益利福鼎 12 号	5.95	5.94	6.57	中英益利资产管理股份有限公司
太平洋卓越安享纯债二十一号	5.52			太平洋资产管理有限责任公司
平安资管创赢 17 号(债券配置)	5.39	5.00	-1.76	平安资产管理有限责任公司
人保资产安心盛世 14 号	5.35			中国人保资产管理有限公司
太平洋卓越安享纯债二十号	5.34			太平洋资产管理有限责任公司
泰康资产-纯泰 2 号	5.32	4.62	2.08	泰康资产管理有限责任公司
太平洋卓越天平 9 号	5.24	6.25	6.36	太平洋资产管理有限责任公司
太平洋卓越纯债 4 号	5.22	5.80	5.92	太平洋资产管理有限责任公司

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 混合型保险资产管理产品收益表现

根据《保险资产管理产品管理暂行办法》，凡是投资于单一类别资产不超过 80%的组合品种就属于混合型产品。和公募基金不同，保险资产管理产品除了可以配置股票、债券和基金，还可以配置非标资产，因此，组合收益的来源和使用的策略更为复杂。

2022 年，纳入统计的 95 只混合型保险资管产品中有 75 只跑赢沪深 300 指数，其中有 6 只录得正收益，5 只均来自于太平资产管理有限公司，具体为：太平资产太平之星 109 号（8.32%）、太平资产太平之星 23 号（6.94%）、太平资产太平之星安心 6 号（6.66%）、太平资产太平之星 95 号（6.61%）、人保资产安心通港 1 号（4.81%）和太平资产太平之星 99 号（3.75%）。

表 94 混合型保险资管产品 2022 年收益前十

产品简称	2022 年收益%	2021 年收益%	2020 年收益%	管理人	备注
太平资产太平之星 109 号	8.32			太平资产管理有限公司	偏股型
太平资产太平之星 23 号	6.94	16.18	36.86	太平资产管理有限公司	偏股型
太平资产太平之星安心 6 号	6.66	22.47	66.87	太平资产管理有限公司	偏股型
太平资产太平之星 95 号	6.61	18.10	40.02	太平资产管理有限公司	偏股型
人保资产安心通港 1 号	4.81	-3.74	12.20	中国人保资产管理有限公司	偏股型
太平资产太平之星 99 号	3.75	22.69		太平资产管理有限公司	偏股型
人保资产创优黄金驱动	-0.37			中国人保资产管理有限公司	
合众资产合淼 5 号	-0.40			合众资产管理股份有限公司	偏股型
合众资产合淼 3 号	-0.82			合众资产管理股份有限公司	偏股型
合众资产合淼 1 号	-0.86			合众资产管理股份有限公司	偏股型

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 货币型保险资产管理产品收益表现

货币型保险资产管理产品是保险资金进行流动性管理的重要工具，颇受险资和银行资金的青睐。

2022 年货币型保险资管产品信息如下表所示：

表 95 货币型保险资产管理产品七日年化收益率前十

产品简称	7 日年化收益率 (%)	万份基金单位收益 (元)	成立日期	管理人
长江养老金色短债存款 3 号	3.5340		2019.12.10	长江养老保险股份有限公司
平安养老聚宝盆 2 号	3.5290		2020.03.13	平安养老保险股份有限公司
太平洋稳健宝货币市场	3.5265	0.7926	2017.08.29	太平洋资产管理有限责任公司
建信保险资管安盈添利 5 号	3.5010		2020.04.16	建信保险资产管理有限公司
华安财保安鑫货币 2 号	3.3800		2022.12.12	华安财保资产管理有限责任公司
华泰资产增盈一号	3.3200		2022.12.29	华泰资产管理有限公司
生命资产睿智 9 号	3.2870		2016.09.23	生命保险资产管理有限公司
平安资管如意 37 号(货币市场类)	3.1820	0.7661	2017.07.27	平安资产管理有限责任公司
太平洋稳健理财二号流动性管理	3.1385	0.8503	2016.06.14	太平洋资产管理有限责任公司
民生通惠日日盈货币	3.0160		2022.11.17	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

注：收益截止日期为 2022.13.31

### FOF/MOM 型保险资产管理产品收益表现

纳入统计的保险资产管理产品中共有 53 只采用 FOF 或 MOM 的方式进行投资（平安资管鑫福 64 号也是属于债券型 FOF，但是由于其 2022 年的年化收益率高达 157.78%，由于其公开披露的数

敬请参阅报告结尾处免责声明

据较少，该业绩存在一定的偶然性，因此暂不纳入分析），2022 年仅有 2 只取得正收益，具体来看，中再资产-FOF 稳健配置 1 号录得 0.35% 的年化收益率，太平洋卓越 FOF 配置一 号录得 0.19% 的年化收益率。

表 96 FOF/MOM 类保险资产管理产品 2022 年收益前十

产品简称	2022 年收益%	2021 年收益%	2020 年收益%	FOF/MOM 类型	成立日期
中再资产-FOF 稳健配置 1 号	0.35			债券型 FOF	2021.12.23
太平洋卓越 FOF 配置一号	0.19			债券型 FOF	2021.12.14
人保资产安心 FOF3 号	-1.28	6.01		混合债券型二级	2020.05.29
大家资产-稳健精选 3 号(第二期)	-1.53	6.36	4.45	债券型 FOF	2017.04.21
阳光资产-乾选 1 号 FOF 型	-1.76			债券型 FOF	2021.07.08
泰康资产-益泰 FOF 精选	-1.98	5.21		债券型 FOF	2020.09.04
太平洋卓越金赛道目标收益 FOF	-2.18			债券型 FOF	2021.06.08
平安资管创赢 163 号	-2.77			混合型 FOF	2021.12.24
大家资产嘉华安享 1 号	-2.79			股票型 FOF	2021.12.23
长江养老金色智选 1 号	-3.26	5.61		债券型 FOF	2020.11.24

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 量化对冲型保险资产管理产品收益表现

样本中共有 2 只量化对冲产品，2022 年均取得负收益，其中国寿资产-绝对收益 1 期跌幅较小，为-2.41%。

表 97 量化对冲型保险资管产品

产品简称	2022 年收益%	2021 年收益%	2020 年收益%	管理人
国寿资产-绝对收益 1 期	-2.41	2.66	18.74	中国人寿资产管理有限公司
太平洋卓越全时量化多策略	-10.40	-2.07	9.67	太平洋资产管理有限责任公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2.2.企业年金资产管理业务

长期以来，我国一直致力于建立多层次、多支柱的养老保障体系，国内的养老保障体系由三大支柱共同构建：第一支柱是指基本养老保险，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，主要是保障参保人员退休后的基本生活；第二支柱是指企业年金和职业年金，是一种由国家政策引导的补充养老保险，就目前而言，第二支柱大多集中于垄断性行业及大型金融机构，覆盖面较窄；第三支柱是商业养老保险和养老保障产品，是凭个人意愿参加的。

#### (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 2022 年三季度，全国建立企业年金的企业数量为 12.58 万个，参加企业年金的职工 2984.68 万人，企业年金积累基金 2.80 万亿元。从待遇领取情况看，2022 年三季度领取企业年金的人数为 214.74 万人，领取金额为 195.83 亿元；2022 年前三季度，领取金额总计 550.07 亿元。

表 98 全国企业年金基金历年基本情况

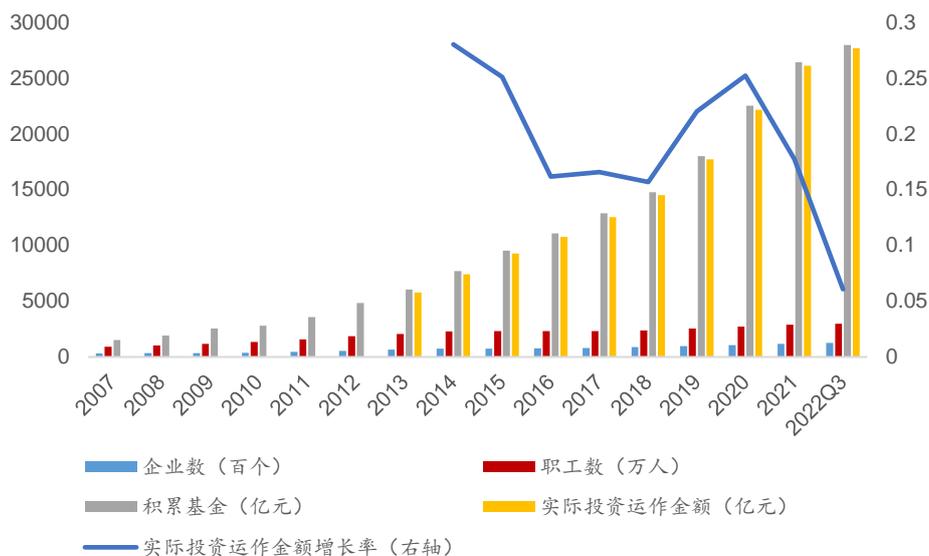
时间	企业数量 (家)	企业数量 增长率	积累基金 (亿元)	积累基金 增长率	实际投资 运作金额 (亿元)	参加人数 (万人)	参加人数 增长率	企业年金历年 投资收益率
2008	33100	3.44%	1911	25.81%		1038	11.73%	-1.84%

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	20.84%	6034.71	25.18%	5783.60	2056.29	11.32%	3.67%
2014	73261	10.89%	7688.95	27.41%	7402.86	2292.78	11.53%	9.30%
2015	75454	3.00%	9525.51	23.89%	9260.30	2316.22	1.00%	9.88%
2016	76298	1.06%	11074.62	16.26%	10756.22	2324.75	0.39%	3.03%
2017	80429	5.37%	12879.67	16.30%	12537.57	2331.39	0.26%	5.00%
2018	87400	8.71%	14770.00	14.67%	14502.00	2388.00	2.45%	3.01%
2019	95963	9.84%	17985.33	21.77%	17689.96	2547.94	6.70%	8.30%
2020	105227	9.58%	22496.83	25.08%	22149.57	2717.53	6.67%	10.31%
2021	117529	11.69%	26406.39	17.38%	26077.44	2875.24	5.78%	5.33%
2022Q3	125805	7.06%	27954.98	5.87%	27660.61	2984.68	3.81%	-1.83%

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

从企业年金的基本情况来看，自从 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。细分来看，截至 2022 年三季度，参与的企业数量的增长率出现了自 2016 年以来的较大幅度的下跌，由 2021 年的 11.69% 跌至 7.06%，增长步伐放缓；积累基金的规模的增长率也是近十五年来首次不及两位数，仅 5.87%，一方面是因为新增实际投资运作金额的增速放缓（由 2021 年的 17.73%，大幅降至 6.07%），另一方面与 2022 年市场动荡，企业年金基金投资收益承压、录得负收益有关。

图 104 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，截至 2022 年三季度，企业年金实际运作资产金额为 2.77 万亿元，实现投资收益 -476.79 亿元，加权平均收益率 -1.83%，出现了自 2012 年以来的首次负收益。敬请参阅报告结尾处免责声明

收益，这与 2022 年权益市场震荡调整密不可分。与保险资金投资收益率的稳定状态相比，企业年金基金投资收益率明显有更大的起伏波动，于 2020 年达到顶峰后，急转下降，现已显著低于保险资金投资收益率。两者出现明显差异可能与两者的风险偏好有一定关系，相较于企业年金，险资在固收型、货币型等收益相对稳定的产品上配置较多，即使权益市场波动较大，险资的投资收益率相对来说就较为稳定，在 2022 年就显得更为可观。

图 105 历年全国企业年金基金投资收益率和保险资金投资收益率情况



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

注：企业年金基金投资收益率为 2022 年第三季度的数据，2022 全年数据尚未公布

从企业年金的管理人来看，《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》中明确指出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、托管人牌照和投资管理人牌照。根据《企业年金基金管理办法》，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，可以根据资产规模选择投资管理人。

人社部表明自 2021 年 7 月起，将每三年开展一次企业年金基金管理机构资格的延续评审工作，此举是出于疫情防控、为相关企业减负的考虑。因此，截至 2022 年三季度，具有企业年金基金管理资格的机构仍保持不变，共计 12 家企业年金基金受托人、18 家企业年金基金账户管理人、10 家企业年金基金托管人和 22 家企业年金基金投资管理人。其中，根据《人力资源社会保障部关于企业年金基金管理机构资格延续的通告》，平安养老和太平养老自 2021.10.18 起，分别将于一年和两年内不得开展企业年金基金投资管理新增业务。

表 99 企业年金基金管理机构

	机构
受托人 (12 家)	平安养老、太平养老、长江养老、国寿养老、泰康养老、人保养老 工商银行、招商银行、中国银行、农业银行 建信养老金 中信信托
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、民生银行、中国银行、农业银行 国寿养老、泰康养老、平安养老、长江养老、太平养老、人保养老、新华养老 建信养老金 华宝信托
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、国泰基金、工银瑞信基金 平安养老、太平养老、长江养老、国寿养老、人保养老、新华养老 中金公司、中信证券

华泰资产、泰康资产  
建信养老金

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

就企业年金基金市场份额而言，截至 2022 年三季度，各类投资管理人所管理的组合资产规模占比结构与 2021 年三季度出现了较大的变化，由原先的以养老保险公司为主导转变成以基金公司为主导。具体而言，基金公司管理的组合资产规模占总规模的 39%，其次是养老保险公司，管理的组合资产规模占总规模的 34%，这可能是由于基金公司管理的组合资产规模大幅增加（较 2021 年同期同比增加 19.36%）、养老保险公司管理的组合资产规模小幅回落（较 2021 年同期同比减少 0.99%）导致的。此外，保险资管机构管理的组合资产规模为 5216.60 亿元，占总规模的 19.20%，相比 2021 年同期的 18.12% 的占比，略微有所提高。

图 106 2021 年三季度投资管理人管理的组合资产规模

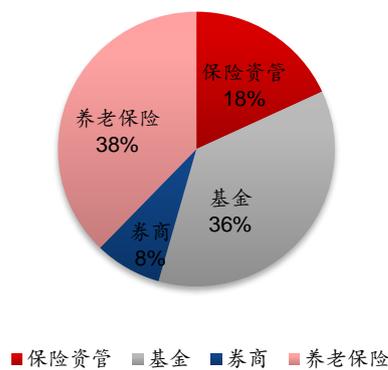
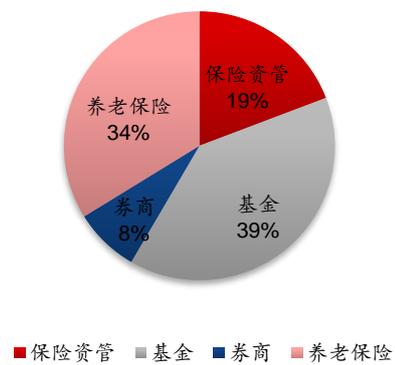


图 107 2022 年三季度投资管理人管理的组合资产规模



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-2021 年三季度》，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-2022 年三季度》，华宝证券研究创新部

聚焦于养老保险、养老金管理公司和保险资管公司，截至 2022 年三季度，在受托人和账户管理人中，国寿养老的受托管理资产规模达 5922.64 亿元，管理的企业账户数量达 14547 个，均位于首位；在投资管理人中，泰康资产、国寿养老和平安养老的组合资产规模位于前列，占保险行业公司管理的组合资产总规模的 72.83%。此外，不管是固定收益类组合，还是含权益类组合，这三者均有着较为不错的投资收益。

表 100 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
	国寿养老	平安养老	泰康养老	太平养老	长江养老	建信养老金	中国人民养老			
受托人	国寿养老	平安养老	泰康养老	太平养老	长江养老	建信养老金	中国人民养老			
受托管理资产金额 (亿元)	5922.64	4232.53	1607.11	1473.64	1343.08	1336.71	161.08			16076.79
账户管理人	国寿养老	建信养老金	长江养老	平安养老	泰康养老	太平养老	新华养老	中国人民养老		
企业账户数 (个)	14547	12284	6235	1235	1173	474	311	17		36276
个人账户数 (个)	2447410	3763540	1038732	471636	275505	76567	32274	3140		8108804
投资管理人	泰康资产	国寿养老	平安养老	长江养老	太平养老	中国人民养老	华泰资产	建信养老金	新华养老	
组合数	879	756	582	174	328	246	76	122	9	3172

敬请参阅报告结尾处免责声明

(个)										
组合资产金额 (亿元)	4665.96	3464.18	2358.60	1136.44	1129.53	825.91	550.65	255.11	14.51	14401.19

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

图 108 2022 前三季度加权平均收益率-固定收益类组合

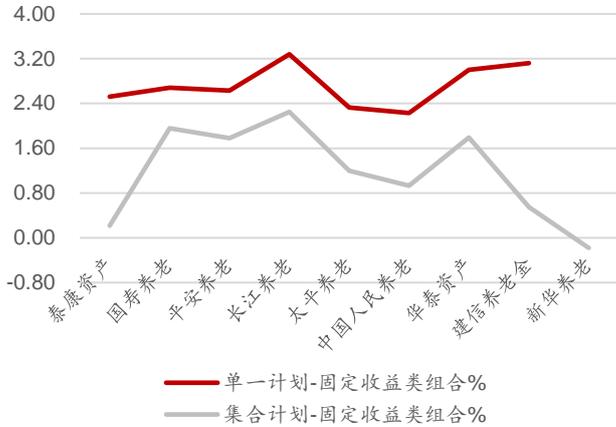
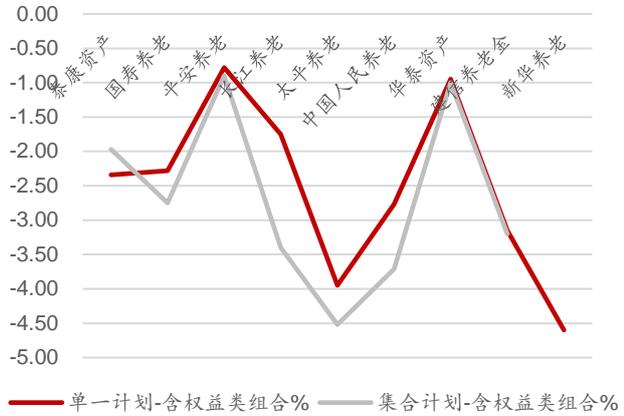


图 109 2022 前三季度加权平均收益率-含权益类组合



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-2022 年三季度》，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-2022 年三季度》，华宝证券研究创新部

## (2) 年金养老金产品评价

年金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。截至 2022 年三季度，企业年金养老金产品已备案 649 个，实际运作 598 个，期末资产净值 2.18 万亿元，较年初增长 12.95%；2022 年以来投资收益率为-0.09%，较 2021 年出现了较为显著的降幅。细分来看，固收类资产的收益较为出色，2022 年以来的平均收益率达 1.17%，权益类资产则出现了大幅回调，2022 年以来的平均收益率仅-17.80%。拉长时间维度来看，自年金养老金产品成立以来，截至 2022 年三季度，累计投资收益率为 26.91%，较 2021 年底出现了 2.97% 的降幅。

表 101 2022 年三季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	176	172	1092.47	-18.72	63.28	
	股权型	3	2	56.41	3.03	31.39	
	股票专项型	11	10	81.15	-14.80	-4.80	
	港股股票型	12	12	48.86	-23.06	-38.60	
	其他型	7	-	-	-	-	
	小计	209	196	1278.89	-17.80	51.47	
固定收益类资产	混合型	140	138	4077.36	-2.70	33.55	
	固定收益型	普通	130	129	10025.02	1.90	26.85
		存款	18	18	1757.91	2.96	11.59
		债券	9	9	517.18	2.14	26.18
		债券基金	1	1	2.00	-0.26	5.42
		信托产品	64	45	909.36	3.32	26.26
		债权投资计划	37	28	1853.78	3.32	19.09
		其他	4	-	-	-	-
	小计	263	230	15065.25	2.31	22.53	
小计	403	368	19142.61	1.17	24.84		
流动性资产	货币型	37	34	1413.39	1.96	25.73	

敬请参阅报告结尾处免责声明

其他投资资产	其他型	-	-	-	-	-
合计		649	598	21834.89	-0.09	26.91

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-2022年三季度》，华宝证券研究创新部

根据 Wind 披露的年金养老金产品数据，我们分类对比了 833 只在 2022 年具有收益率信息的年金养老金产品。整体来看，833 只产品 2022 年的平均投资收益为 3.12%，较 2021 年的 5.92% 有了明显的下滑，其中固定收益型产品表现较优，2022 年平均投资收益率达 3.00%。细分来看，权益型产品中数量较少的股权型产品收益表现最佳，平均收益率为 3.03%；固定收益型产品中仅债券基金录得负收益，债权计划和存款收益相对靠前，分别为 4.30% 和 3.97%，人民养老汇鑫 3 期和太平养老金福佑 1 期分别是该类中收益表现位于前列的产品，其 2022 年投资收益率达 5.50% 和 6.42%。

表 102 纳入统计的年金养老金产品概况

	分类	数量 (只)	2022 年平均投资收益率 (%)	2021 年平均投资收益率 (%)
权益型	股票型	184	-19.16	8.36
	股票专项型	9	-11.59	18.10
	股权型	2	3.03	4.99
	合计	195	-18.59	8.73
固定收益型	存款	123	3.97	4.62
	普通	125	0.57	6.78
	信托产品	62	3.25	2.29
	债权计划	150	4.30	2.75
	债券	9	0.80	9.02
	债券基金	1	-2.38	4.62
	合计	470	3.00	4.65
	混合型	135	-3.50	6.70
货币型	33	2.57	2.92	
合计		833	-3.12	5.92

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 103 各类年金养老金产品中收益水平较高的产品

产品类型	产品名称	2022 年投资收益率 (%)	2021 年投资收益率 (%)	管理人	
权益型产品	股票型	泰康资产核心成长	13.57	-9.95	泰康资产管理有限责任公司
		中信证券信养天悦	4.60		中信证券股份有限公司
		富国富盛	1.25	1.27	富国基金管理有限公司
	股票专项型	泰康资产-丰华	11.46	-20.87	泰康资产管理有限责任公司
		太平养老金福鸿	6.90		太平养老保险股份有限公司
		国泰佳泰股票专项型	-10.27	53.94	国泰基金管理有限公司
固定收益型产品	股权型	泰康资产-聚能 2	5.10	5.16	泰康资产管理有限责任公司
	存款	太平养老金福佑 1 期	5.50	5.68	太平养老保险股份有限公司
		平安稳固增强存款型 19 期	5.48	5.47	平安养老保险股份有限公司
		泰康资产-稳盈增利 27	5.44	5.44	泰康资产管理有限责任公司
	普通	平安 life-style 固定收益型	4.49	4.78	平安养老保险股份有限公司
		平安研究驱动灵活配置	4.02	6.53	平安养老保险股份有限公司
		平安绝对收益 3 号	3.99	4.36	平安养老保险股份有限公司
	信托产品	嘉实元轩一号	6.36	6.86	嘉实基金管理有限公司
		建信养老金养颐嘉诺	5.92	5.58	建信养老金管理有限责任公司
		长江金色优选 1 号 8 期	5.89	6.02	长江养老保险股份有限公司
	债权计划	人民养老汇鑫 3 期	6.42	6.43	中国人民养老保险有限责任公司
		泰康资产-稳健回报 9	6.34	6.36	泰康资产管理有限责任公司

敬请参阅报告结尾处免责声明

债券	泰康资产-稳健回报 1	6.29	6.32	泰康资产管理有限责任公司
	国寿养老红盛债券型	2.72	4.44	中国人寿养老保险股份有限公司
	平安纯债增强固收型	2.49	4.03	平安养老保险股份有限公司
	中金中债综合指数增强	2.09	4.29	中国国际金融股份有限公司
债券基金	平安 FOF 策略	-2.38		平安养老保险股份有限公司
混合型产品	国寿养老安享鑫泰	2.88	5.45	中国人寿养老保险股份有限公司
	国寿养老配置 3 号	2.12	5.11	中国人寿养老保险股份有限公司
	富国富源	2.09	4.51	富国基金管理有限公司
货币型产品	平安聚慧货币型	2.97		平安养老保险股份有限公司
	建信养老金养颐嘉和	2.95	3.46	建信养老金管理有限责任公司
	长江金色年华	2.91	3.52	长江养老保险股份有限公司

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2.3.个人养老保障体系建设

养老第三支柱是完全属于商业性质，凭个人意愿参加的，商业养老保险和养老保障产品是其主要构成，其中商业养老保险产品是以养老风险保障、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。商业养老保险注重风险保障和长期资金管理，而养老保障管理业务则更注重团体和个人养老储备管理。2022 年个人养老金制度的出台推动了第三支柱的进一步发展，商业养老保险迎来新发展。

#### (1) 商业养老保险

2018 年 5 月，个人税收递延型养老保险试点正式开启，这是我国运用税收优惠手段建立起来的商业养老保险，允许在一定标准内税前扣除通过个人商业养老资金账户购买的商业养老保险的支出，且对计入个人商业养老资金账户的投资收益暂不征收个人所得税，在个人领取商业养老金时再征收个人所得税。截至 2022 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、2021、2022 年中国银保监会均未新发个人税收递延型商业养老保险业务经营资格。

表 104 具有税延养老保险产品经营资格的保险公司

时间	保险公司
第一批	中国人寿、太平洋人寿、平安养老、新华人寿、太平养老、太平人寿、泰康养老、泰康人寿、阳光人寿、中信保诚、中意人寿、英大人寿
第二批	人民人寿、民生人寿、工银安盛人寿、东吴人寿
第三批	建信人寿、恒安标准人寿、交银康联人寿
第四批	光大永明人寿
第五批	利安人寿、复星保德信人寿、合众人寿

资料来源：中国银保监会，华宝证券研究创新部

但自试点以来，不论是规模，还是试点范围，个人税收递延型养老保险的发展始终不及预期，这可能是因为该类产品自设计起就存在一定的缺陷，其主打的税收优惠对投资者的吸引力度较小，具体来看，对于个人所得税税率为 3% 的投资者，当购买个人税延养老保险产品之后，在领取期的税率反而上升到了 7.5%，而对于个人所得税税率为 10% 的投资者，每月的税收优惠最多为 75 元。

在此背景下，为了进一步加强养老第三支柱的供给，又一新品种商业养老保险出世——专属商业养老保险。2021 年 5 月，《关于开展专属商业养老保险试点的通知》公布，指出自 2021 年 6 月 1 日起，中国人寿、人保寿险、太平人寿、太保寿险、泰康人寿、新华人寿将在浙江（含宁波）和重庆开展专属商业养老保险试点。2022 年 3 月 1 日起，试点扩大到全国范围，新增 10 家养老保险公司（平安养老、大家养老、恒安标准养老、国民养老等）。

2022 年 11 月《个人养老金实施办法》的正式出台进一步助推了商业养老保险领域的发展，符合银保监会规定的商业养老保险将被纳入个人养老金投资范畴，长期稳定的增量资金的入市，商业养老保险前景广阔。2022 年 11 月 23 日，首批个人养老金保险产品名单公布，包含了 6 家公司的 7 敬请参阅报告结尾处免责声明

款产品，且均为专属商业养老保险产品。个人养老金保险产品进一步扩容，截至2023年3月2日，共包含20只产品，产品类型也由最初的专属商业养老保险，拓宽到了两全保险和年金保险，丰富了投资者的选择。

表 105 2022 年养老保险相关文件

时间	发布主体	发布事项	相关内容
2022.02.21	银保监会	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	2022年3月1日起，专属商业养老保险试点区域将扩大到全国范围，在原有6家试点保险公司基础上，允许养老保险公司参加试点
2022.04.28	银保监会	《关于规范和促进商业养老保险金融业务发展的通知》	银行保险机构开展商业养老金融业务应体现养老属性，产品期限符合客户长期养老需求和生命周期特点，并对资金领取设置相应的约束性要求
2022.09.29	银保监会	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》	<p><b>保险公司参与个人养老金业务需满足：</b>上季度末所有者权益不低于50亿元且不低于公司股本（实收资本）的75%；上季度末的综合偿付能力充足率不低于150%、核心偿付能力充足率不低于75%；上季度末责任准备金覆盖率不低于100%；近3年未受到金融监管部门重大行政处罚；具备完善的信息管理系统，与保险行业个人养老金信息平台实现系统连接并按相关要求信息进行登记和交互；银保监会规定的其他条件</p> <p><b>保险公司提供的商业养老保险包括年金保险、两全保险等，产品保险期间不短于5年，保险责任限于生存保险金给付、满期给付、死亡、全残、达到失能或护理状态，能够满足个人养老金制度参加人交费灵活性要求</b></p>
2022.11.21	银保监会	《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》	<p><b>开展个人养老金业务的保险公司需满足：</b>上年度末所有者权益不低于50亿元且不低于公司股本（实收资本）的75%；上年度末综合偿付能力充足率不低于150%、核心偿付能力充足率不低于75%；上年度末责任准备金覆盖率不低于100%；最近4个季度风险综合评级不低于B类；最近3年未受到金融监管机构重大行政处罚；具备完善的信息管理系统，与银行保险行业个人养老金信息平台实现系统连接，并按相关要求信息进行登记和交互；养老主业突出、业务发展规范、内部管理机制健全的养老保险公司，可以豁免上年度末所有者权益不低于50亿元的规定</p>

资料来源：中国银保监会网站，华宝证券研究创新部

表 106 个人养老金保险产品名单

管理人	产品名称	产品类型
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	专属商业养老保险
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	专属商业养老保险
太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	专属商业养老保险
太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险	专属商业养老保险
泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	专属商业养老保险
泰康人寿	泰康臻享百岁B款专属商业养老保险	专属商业养老保险
国民养老	国民共同富裕专属商业养老保险	专属商业养老保险
新华人寿	新华人寿卓越优选专属商业养老保险	专属商业养老保险
太平人寿	太平鑫多多两全保险(互联网专属)	两全保险
阳光人寿	阳光人寿阳光寿养老年金保险	年金保险
工银安盛人寿	工银安盛人寿盛享颐年养老年金保险	年金保险
工银安盛人寿	工银安盛人寿金账户年金保险(万能型)	年金保险
中国人寿	国寿鑫民宝两全保险	两全保险
泰康养老	泰康尊享一生年金保险E款(万能型)	年金保险
泰康养老	泰康幸福赢家年金保险(分红型)	年金保险
国民养老	国民美好生活养老年金保险	年金保险
国民养老	国民美好生活B款养老年金保险	年金保险
国民养老	国民福寿双全两全保险	两全保险

敬请参阅报告结尾处免责声明

交银人寿	交银人寿个人养老年金保险(万能型)	年金保险
太保寿险	太保易生福专属商业养老保险	专属商业养老保险

资料来源：中银保信官网，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2023.03.02

较个人税收递延型养老保险而言，专属商业养老保险旨在满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的长期养老需求，具有投保简便、缴费方式灵活、参保门槛低等特点，支持月付、年付等方式，部分产品最低可每月支付 100 元和 200 元。此外，专属商业养老保险在积累期采用了“保证利率+浮动利率”的收益模式，设立了稳健型（更多配置固收资产，保证利率 2%-3%，大多为 2.5%）和进取型（更多配置权益资产，保证利率 0-1%，大多为 0.5%）两种账户供投资者选择，在有效期内两种账户还可以进行转换。

截至 2022 年底，6 家寿险公司和 6 家养老保险公司共发行 13 只专属商业养老保险产品，其中有 9 只被纳入个人养老金投资范畴。就收益表现来看，2022 年稳健型账户的结算利率区间为 [4.00%,5.15%]，进取型账户的结算利率区间为 [4.50%,5.70%]，均明显高于保证利率，其中，太平养老旗下的太平盛世福享金生专属商业养老保险和国民养老旗下的国民共同富裕专属商业养老保险综合表现较为优秀。在 2022 年整体投资风险偏好下行的背景下，专属商业养老保险的收益表现还是较为可观的，正是保险公司发挥其绝对收益投资能力的体现。

表 107 专属商业养老保险产品 2022 年的业绩表现

管理人	产品名称	2022 年结算利率 稳健型账户	2022 年结算利率 进取型账户
中国人寿	国寿鑫享宝专属商业养老保险	4.50%	5.00%
人保寿险	人保寿险福寿年年专属商业养老保险	4.80%	5.10%
太平人寿	太平岁岁金生专属商业养老保险	4.00%	5.10%
太平养老	太平盛世福享金生专属商业养老保险	5.10%	5.70%
泰康人寿	泰康臻享百岁专属商业养老保险	5.05%	5.50%
泰康人寿	泰康臻享百岁 B 款专属商业养老保险	4.80%	5.00%
国民养老	国民共同富裕专属商业养老保险	5.15%	5.60%
新华人寿	新华人寿卓越优选专属商业养老保险	5.00%	5.15%
太保寿险	太保易生福专属商业养老保险	4.30%	4.80%
新华养老	新华养老盈佳人生专属商业养老保险	4.60%	4.60%
平安养老	平安养老富民宝专属商业养老保险	4.30%	4.50%
恒安标准养老	恒安标准养老信天翁·启航专属商业养老保险	5.00%	5.60%
大家养老	大家福满万家专属商业养老保险	4.50%	5.25%

资料来源：各保险公司官网，华宝证券研究创新部

注：结算利率即保险公司实际给客户结算的收益率

## (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，主要包括了团体养老保障产品和个人养老保障产品两大类。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。一直以来个人养老保障产品的规模远超团体养老保障产品的规模，但根据 2021 年底银保监会发布《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》，要求养老保险机构持续压降清理现有短期个人养老保障管理产品，政策导向养老保险公司的个人养老保障管理业务向长期养老规划方向转型。

目前国内提供专业养老保险服务的公司共计 11 家，包含了 10 家养老保险公司（平安养老、太平养老、长江养老、泰康养老、国寿养老、大家养老、新华养老、人保养老、恒安标准养老和国民养老）和 1 家养老金管理公司（建信养老金）。截至 2022 年底，顺应政策要求，个人养老保障管理敬请参阅报告结尾处免责声明

产品的规模出现了明显下滑，例如太平养老 2022 年底个人养老保障管理产品总规模由 498.46 亿元降至 266.19 亿元，降幅达 46.60%；长江养老在 2022 年清盘了全部的个人养老保障管理产品；大家养老个人养老保障管理产品的规模降至 320.63 亿元，降幅达 16.26%。此外，整体来看，团体养老保障产品的规模相对稳定，部分公司出现一定幅度的上涨。

表 108 部分公司养老保障管理业务情况

公司	产品类型	2022 年存量资产规模 (亿元)	2021 年存量资产规模 (亿元)
太平养老	团体型	140.55	125.78
	个人型	266.19	498.46
长江养老	团体型	233.24	220.21
	个人型	清盘	937.43
人保养老	团体型	0.32	0.34
泰康养老	团体型	37.34	32.17
	个人型	-	-
新华养老	团体型	0.02	0.09
大家养老	团体型	-	0.45
	个人型	320.63	382.87

资料来源：各养老保险公司官网，华宝证券研究创新部

除了上述较为传统的养老保障管理业务外，2022 年 12 月 1 日，银保监会颁布《开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》，表明自 2023 年 1 月 1 日起，人保养老、人寿养老、太平养老、国民养老将在北京、上海、江苏、浙江、福建、山东、河南、广东、四川、陕西等 10 个省（市）开展商业养老金业务试点。商业养老金业务是指养老保险公司为个人客户提供商业养老金账户管理、养老规划、资金管理和风险管理等服务的创新型养老金融业务。与个人养老金相比，两者均为养老第三支柱的重要组成部分，但是商业养老金并非由政府政策支持，因此也并不能享受税收优惠。此外，两者的投资范畴也有所不同，个人养老金只能用于购买符合银保监会规定的银行理财、商业养老保险、公募基金和养老储蓄等金融产品，而商业养老金可购买由养老保险公司创设的各类商业养老金产品。

商业养老金在一定程度上是养老保险公司响应《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》的重要举措，是个人养老保障管理业务的重要创新。对于养老保险公司而言，商业养老金无疑带来了巨大的发展机遇，但同时，如何发挥自身专长、基于客户差异化的养老需求来设计满足其全生命周期的商业养老金产品，并在养老目标基金等养老金融产品中脱颖而出，是需要重点考虑的问题。

### 3.2.4. 保险系公募业务——规模增速转负，新产品偏好债券型

2022 年 5 月 20 日，证监会出台《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套细则，突出了放管结合的特点，从“准入-内控-经营-治理-退出-监管”全链条完善了公募基金管理人监管要求。在准入方面，提出了要有序扩大公募基金管理人队伍，提升行业包容度，并允许符合要求的其他资产管理机构申请公募基金管理业务资格，且放宽了同一主体参股的基金管理公司的数量，同一集团下旗下的券商资管子、保险资管、银行理财子等只要满足要求均可申请公募基金牌照。

2022 年 5 月 28 日，泰康资产正式成立泰康基金，并以此作为其公募基金产品的管理人。因此，截至 2022 年底，全市场共有 9 家保险系公募基金公司，其中仅有中国人保资产管理有限公司为保险资产管理公司，合计共管理资产规模 11375.83 亿元，较 2021 年同期同比减少 0.59%，规模增速由正转负。具体来看，平安基金、国联安基金、浙商基金和人保资管规模出现了较大幅度的上行，太平基金相对稳定，平安基金以 5079.81 亿元的在管规模稳坐首把交椅；规模缩水的保险系公募基金公司的缩水幅度超 10%，其中泓德基金幅度最大，高达 32.03%，主要是源于混合型基金和债券型

基金的规模的减少，主要是受到了 2022 年底债市大幅跳水、权益市场全年表现不佳的宏观背景的影响。

表 109 保险系基金公司规模（2022 年）

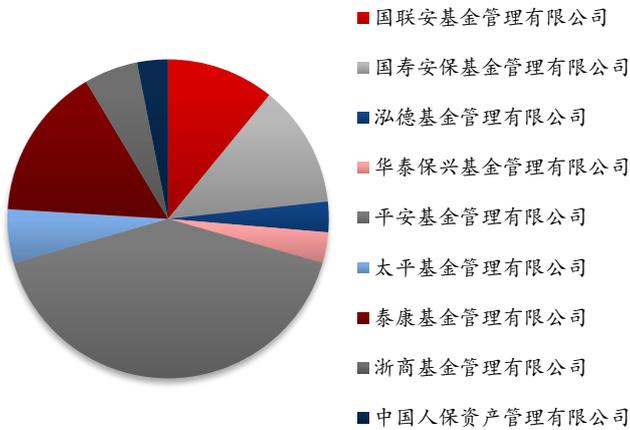
基金公司	2022 年基金数量 (只)	2022 年管理资产 规模合计(亿元)	2021 年管理资产 规模合计(亿元)	管理资产规模 同比增长%
平安基金管理有限公司	181	5079.81	4560.07	11.40%
国寿安保基金管理有限公司	93	2303.50	2561.43	-10.07%
泰康基金管理有限公司	70	909.86	1012.4	-10.13%
泓德基金管理有限公司	35	669.74	985.3	-32.03%
国联安基金管理有限公司	74	926.66	893.9	3.66%
太平基金管理有限公司	30	570.74	570.61	0.02%
华泰保兴基金管理有限公司	23	295.90	329.69	-10.25%
浙商基金管理有限公司	43	526.07	450.44	16.79%
中国人保资产管理有限公司	21	93.55	79.59	17.54%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：基金数量是合并份额进行计算的，即只包含 A 份额

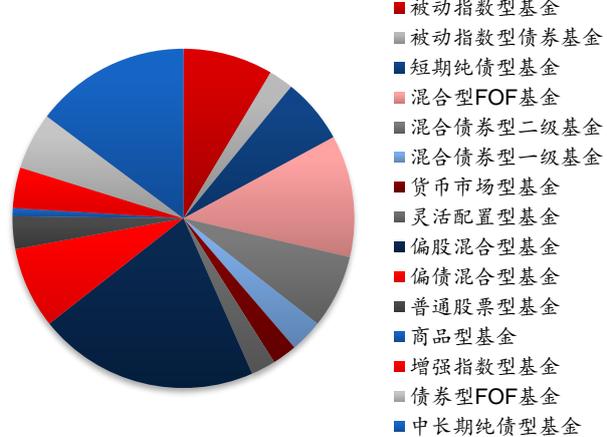
就新发基金而言，2022 年保险系基金公司新发基金 129 只（包含 7 只养老目标基金 Y 份额，2 只 E 份额基金，54 只 C 份额基金）。从管理人来看，平安基金发行数量最多，为 53 只，占比高达 41.09%，新发产品以偏股混合型基金和混合型 FOF 基金为主，其次就是泰康基金（20 只）和国寿安保基金（16 只）。从产品类型来看，偏股混合型基金新发基金中占比最大的，共计 27 只，中长期纯债型基金紧随其后，达 19 只。整体而言，2022 年保险系公募基金公司偏好新发债券型基金，其次就是混合型基金，与 2021 年偏好新发混合型基金有所不同。

图 110 2022 年保险系公募基金新发基金数量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 111 2022 年保险系公募基金新发基金数量（分类别）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 110 保险系公募基金在管产品情况（收益率排名前五）

基金公司	基金简称	投资类型 (二级分类)	2022 年收 益%	2022 年 同类收益排名 (二级分类)	2021 年收 益%	2021 年 同类收益排名 (二级分类)
平安基金	平安富时中国国企开放共赢 ETF	被动指数型基金	6.21	14/1472		
	平安季开鑫三个月定开 C	中长期纯债型基金	5.43	10/2007	7.32	31/1720
	平安惠融纯债	中长期纯债型基金	5.04	16/2007	4.19	712/1720
	平安季开鑫三个月定开 A	中长期纯债型基金	4.95	18/2007	7.59	28/1720
	平安惠智	中长期纯债型基金	4.87	21/2007	5.98	108/1720
国寿	国寿安保中债 3-5 年政金债 C	被动指数型债券基金	6.11	1/266	4.32	72/198

敬请参阅报告结尾处免责声明

安 保	国寿安保瑞和 66 个月定开	中长期纯债型基金	3.87	136/2007	3.66	1104/1720
	国寿安保安吉纯债半年	混合债券型一级基金	3.30	51/611	4.52	307/519
	国寿安保尊弘短债 A	短期纯债型基金	3.11	27/479		
	国寿安保安泽 39 个月定开	中长期纯债型基金	3.05	331/2007	3.10	1420/1720
泰 康 基 金	泰康港股通中证香港银行 A	被动指数型基金	5.21	18/1472	4.28	439/917
	泰康港股通中证香港银行 C	被动指数型基金	4.77	19/1472	3.87	450/917
	泰康润颐 63 个月	中长期纯债型基金	3.94	120/2007	3.66	1109/1720
	泰康安欣纯债 A	中长期纯债型基金	3.27	256/2007	3.52	1202/1720
	泰康安惠纯债 A	中长期纯债型基金	3.21	268/2007	4.06	800/1720
泓 德 基 金	泓德裕泰 A	混合债券型二级基金	5.07	1/705	5.90	268/529
	泓德裕泰 C	混合债券型二级基金	4.70	3/705	5.53	290/529
	泓德裕瑞三年定开	中长期纯债型基金	2.28	1093/2007	2.31	1617/1720
	泓德裕丰中短债 A	短期纯债型基金	1.98	301/479	2.98	227/358
	泓德裕丰中短债 C	短期纯债型基金	1.58	399/479	2.57	266/358
国 联 安 基 金	国联安恒利 63 个月定期开放 A	中长期纯债型基金	4.43	45/2007	4.23	685/1720
	国联安恒利 63 个月定期开放 C	中长期纯债型基金	4.13	88/2007	3.92	904/1720
	国联安安心成长	灵活配置型基金	3.15	56/2151	0.92	1558/1983
	国联安增瑞政策性金融债 A	中长期纯债型基金	2.91	389/2007	3.78	1006/1720
	国联安增瑞政策性金融债 C	中长期纯债型基金	2.86	412/2007	3.70	1074/1720
太 平 基 金	太平恒泽 63 个月定开	中长期纯债型基金	4.10	91/2007	3.62	1144/1720
	太平中债 1-3 年政策性金融债 A	被动指数型债券基金	2.52	147/266	4.97	34/198
	太平中债 1-3 年政策性金融债 C	被动指数型债券基金	2.42	183/266	3.42	162/198
	太平恒安三个月定开	中长期纯债型基金	2.39	952/2007	5.17	228/1720
	太平恒兴纯债	中长期纯债型基金	2.26	1125/2007		
华 泰 保 兴 基 金	华泰保兴久盈 63 个月定开	中长期纯债型基金	3.95	117/2007	3.74	1038/1720
	华泰保兴科荣 A	偏债混合型基金	3.20	28/1127	5.98	272/581
	华泰保兴科荣 C	偏债混合型基金	3.10	31/1127	5.88	286/581
	华泰保兴安盈三个月	偏债混合型基金	2.37	37/1127	6.05	266/581
	华泰保兴恒利中短债 C	短期纯债型基金	2.25	205/479	3.74	1038/1720
浙 商 基 金	浙商智选价值 A	偏股混合型基金	9.37	13/2658		
	浙商智选价值 C	偏股混合型基金	8.84	15/2658		
	浙商惠裕纯债 A	中长期纯债型基金	3.77	150/2007	5.73	134/1720
	浙商惠隆 39 个月定开	中长期纯债型基金	3.66	170/2007	3.49	1227/1720
	浙商丰裕纯债 C	中长期纯债型基金	2.66	582/2007	3.58	1168/1720
人 保 资 产	人保鑫盛纯债 A	混合债券型一级基金	2.68	94/611	5.67	224/519
	人保鑫泽纯债 A	混合债券型一级基金	2.68	95/611	4.84	276/519
	人保鑫泽纯债 C	混合债券型一级基金	2.63	106/611	4.84	278/519
	人保鑫盛纯债 C	混合债券型一级基金	2.51	136/611	5.58	231/519
	人保福欣 3 个月定开 A	中长期纯债型基金	2.06	1376/2007	5.67	224/519

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 4.行业展望：发力养老业务，推动行业市场化进程

2022 年 1 月 1 日，资管新规正式结束了过渡期，以全面净值化为标志的资管新规元年正式到来，刚性兑付的理财产品退出历史舞台。2022 年作为资管新规正式落地后的第一年，资管行业积极变革，就保险资管而言，首先偿二代二期工程正式施行，接着《保险资产管理公司管理规定》（以下简称保险资管新规）出台，规范了保险资管公司的运作，将其从保险公司和保险资金运用的监管规则体系中彻底剥离出来，从此拥有了相对独立、成体系的监管制度，解除了此前存在的诸多发展束缚，保险资管终于能在大资管市场中大步迈向开向前行。

除了自身的变革，2022年外部市场的变化也给保险资管带来了巨大的机遇。个人养老金制度的正式出台，逐渐为资本市场带来较为可观的长期稳定的增量资金。符合规定的养老保险产品将被纳入个人养老金投资范畴，作为保险资金核心管理人的保险资管有望迎来新发展。

展望未来，我们建议保险资管机构重点关注以下方面：

**转变买方心态，提升资产管理服务能力，积极参与市场化竞争。**保险资管新规取消了外资持股比例上限，拓宽了管理资金来源，除保险资金外，还将受托管理其他中长期资金和合格投资者资金。保险资管一改此前相对封闭的态势，将以越来越开放的状态面向市场，与此同时，海外资管机构带来的竞争压力，也迫使国内的保险资管进一步改革。目前，国内的保险资管依旧保持着较重的买方心态，产品同质化情况尚未明显缓解，这在与其他类型经济主体同台竞争中较为不利。由买方心态积极主动向买方+卖方心态转变，学习海外同业先进的管理、服务、转型经验，增强市场化意识，才能在未来市场中脱颖而出。

**扎根保险主业，积极服务碳达峰碳中和、科技强国、数字中国、制造强国等重大战略，加快保险资管绿色化、科技化、数字化建设进程，探索服务实体经济新模式。**2023年是贯彻二十大精神的开局之年，也是疫情防控政策全面放松的开局之年，值此关键之际，保险资管作为市场上重要的专业投资者，肩上的担子不可谓不重。尽管保险资管新规将保险资管与保险公司相剥离，但保险资管服务保险主业的立足点是不可改变的，未来保险资管要在做好主业的基础上，积极服务科技强国、数字中国、制造强国等重大国家战略。一方面，加快保险资管行业自身绿色化、科技化、数字化建设进程，提升发展韧性；另一方面，发挥自身优势，大胆创新资金运用方式，不断丰富国家重大项目、重点领域、重点行业的参与渠道，加大对实体经济的支持力度，进一步推动市场经济结构优化升级。

**大力发展第三方业务，发力养老市场，推进产品创新与市场化进程。**目前保险资管管理资金仍以系统内保险资金为主，但近年来业外资金规模呈现高速增长的态势，保险资管新规也将第三方业务提到了新高度。就国外资管机构的发展经验来看，占比较高的普遍是第三方业务，目前国内的第三方业务正处于起步阶段，未来发展前景广阔，大有可为。

第三支柱商业养老市场发展方兴未艾，养老金这类长期稳定资金和保险资金天然具有较高的相似度，经过多年管理保险资金，保险资管机构在长期资金管理、大类资产配置和绝对收益获取等方面积累了丰富的经验，在个人养老金制度建设过程中发挥着不可或缺的作用。保险资管机构可凭此优势，进一步加强投研管理和产品设计，不断丰富能满足不同风险偏好居民全生命周期的养老产品，将养老业务作为切入点，差异化抢滩市场，加快推进行业的市场化进程。

## 五、2022 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 111 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 2020 年-2022 年月报、中报和年报的披露的相关信息，目前已纳入排名统计的 217 只投连险账户最新总规模为 1974.55 亿元。具体到各家公司看，泰康人寿旗下共计 18 只投连险账户纳入排名统计，总规模 773.96 亿元，位居首位；中国平安人寿和中信保诚人寿紧随其后，分别有 6 只和 8 只投连险账户纳入排名统计，总规模分别达 262.34 亿元和 257.25 亿元。

表 112 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）
泰康人寿	773.96	18
中国平安人寿	262.34	6
中信保诚	257.25	8
恒大	200.34	3
弘康人寿	180.23	8
国华人寿	59.49	7
友邦保险	44.68	5

汇丰	34.90	7
光大永明	27.37	11
工银安盛	26.18	3

资料来源：各公司官网，华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2022 年纳入华宝投连险账户排名的 217 只投连账户，未公布 2022 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

截至 2022 年底，已纳入统计的各类投连险账户规模从高到低排序如下表所示，具体来看，激进型账户 46 只，最新总规模为 734.00 亿元，占总规模的 37.17%，排名第一；其次是混合型账户共计 67 只，最新总规模 531.73 亿元，占比 26.93%；类固定收益型账户共计 26 只，最新总规模 480.92 亿元，占比 24.36%，位居第三。

表 113 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）
<b>激进型</b>	<b>734.00</b>	<b>46</b>
<b>混合型</b>	<b>531.73</b>	<b>67</b>
混合激进型	321.62	40
混合保守型	210.12	27
<b>类固定收益型</b>	<b>480.92</b>	<b>26</b>
<b>债券型</b>	<b>179.65</b>	<b>32</b>
增强债券型	149.57	17
全债型	30.08	15
<b>货币型</b>	<b>46.44</b>	<b>40</b>
<b>指数型</b>	<b>1.82</b>	<b>6</b>

资料来源：各公司官网，华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2022 年纳入华宝投连险账户排名的 217 只投连账户，未公布 2022 年底规模数据的账户以最新披露日的规模数据替代

表 114 各分类投连险账户规模之首

账户二级分类	华宝账户名称	最新规模时点	最新规模-亿元	投资管理人
激进型	泰康行业配置型	2022/6/30	260.49	泰康人寿
混合激进型	中信保诚成长先锋	2022/6/30	101.98	中信保诚
混合保守型	平安发展	2021/12/31	157.28	中国平安人寿
类固定收益型	恒大稳赢增值	2021/6/30	161.19	恒大
增强债券型	中信保诚稳健配置	2022/6/30	84.38	中信保诚
全债型	中信保诚优选全债	2022/6/30	13.31	中信保诚
货币型	泰康 e 理财货币避险型	2022/6/30	27.05	泰康人寿
指数型	建信指数成长型	2020/12/31	1.13	建信人寿

资料来源：各公司官网，华宝证券研究创新部

注：统计标的为 2022 年纳入华宝投连险账户排名的 217 只投连账户，未公布 2022 年底规模数据的账户以最新披露日的规模数据替代；华宝账户名称是指在华宝分类体系下投连险账户的名称（下同）

## 3. 中国投连险账户收益情况总览

### 3.1. 市场回顾

2022 年，权益市场上半年先抑后扬，下半年震荡调整，全年两次探底，整体表现不佳；债券市场前三季度表现优异，但第四季度赎回潮的出现，导致债市大幅下行。具体来看，关于权益市场，敬请参阅报告结尾处免责声明

全年沪深 300 指数下跌 21.63%，中证 500 指数下跌 20.31%。关于债券市场，全年中债总指数（总值）全价指数上涨 0.19%，中债国债总指数（总值）全价指数上涨 0.51%，中债企业债总指数（总值）全价指数下跌 1.44%。

表 115 2022 年市场主要指数收益

重要指数	2022 年区间涨跌幅 (%)
沪深 300	-21.63
中证 500	-20.31
中债总指数（总值）全价指数	0.19
中债国债总指数（总值）全价指数	0.51
中债企业债总指数（总值）全价指数	-1.44

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

### 3.2. 中国投连险账户收益情况汇总

由于“弘康平稳增利型”和“弘康增利 90”两个投连险账户分别于 2022.05.23 和 2022.06.09 发布公告称，与“弘康弘云 4 号”和“弘康弘云 1 号”投连险账户进行合并，汇丰人寿旗下的“低碳环保投资精选账户”也于 2022.07.10 正式更名为“未来智选混合投资账户”，因此 2022 年共有 217 个投连险分类账户纳入我们的排名体系，在 2022 年全年收益区间为 [-33.96%，4.95%]，收益均值为-9.45%。各账户平均累计年度收益情况如下表所示。

表 116 2022 年投连险二级账户回报统计

一级分类	二级分类		混合型		债券型		货币型	类固定收益类	总计
	指数型	激进型	混合激进型	混合保守型	增强债券型	全债型			
账户个数	6	46	40	27	17	15	26	40	217
均值(简单平均,%)	-20.48	-20.84	-17.56	-12.05	-1.83	-1.59	1.98	1.58	-9.45
最小值(%)	-32.68	-33.96	-28.68	-29.97	-7.07	-8.44	-6.02	-0.96	-33.96
最大值(%)	-11.73	-8.6	-1.21	-3.59	1.43	2.34	4.95	3.78	4.95

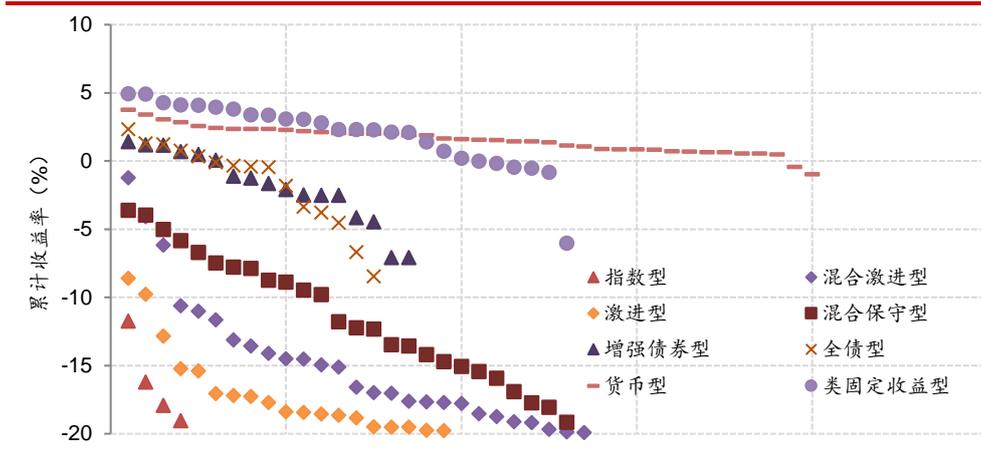
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

表 117 2022 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	2022 年平均收益%	基金指数类型	2022 年平均收益%
指数型	-20.48	指数型基金指数	-19.17
激进型	-20.84	普通股票型基金指数	-19.86
混合激进型	-17.56	偏股混合型基金指数	-21.03
混合保守型	-12.05	偏债混合型基金指数	-3.78
增强债券型	-1.83	债券型基金指数	0.76
全债型	-1.59	债券型基金指数	0.76
货币型	1.98	货币市场基金指数	1.76
类固定收益型	1.58	——	——

资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

图 112 投连险分类账户 2022 年累积收益率情况



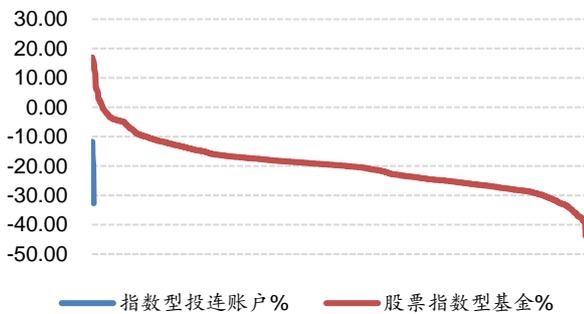
资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

## 4. 中国投连险账户市场表现分类点评

### 4.1. 指数型账户

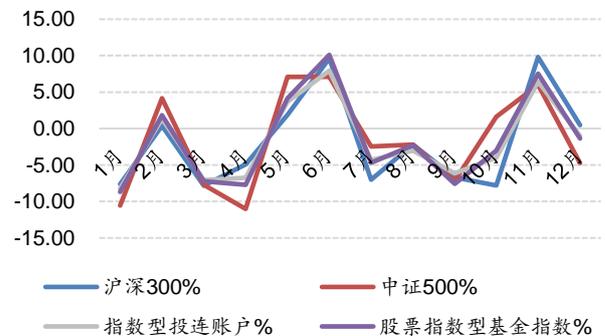
2022 年，指数型账户的平均收益为-20.48%。根据华宝证券分类标准，目前共有 6 只指数型投连险账户纳入排名统计，年度平均累计收益率为-20.48%。指数型投连险账户 2022 年收益位于指数型基金收益率排名的[14.35%, 94.86%]分位数区间内。

图 113 指数型投连账户与股票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

图 114 2022 年指数型投连险月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 118 指数型投连险账户 2022 年累积收益率表现

数据截止日期：2022/12/30 华宝账户名称	2022 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
同方全球指数加强型	-11.73	1/6	-12.82	1/6	1.41	2/6	同方全球
中英指数型	-16.19	2/6	-17.59	2/6	-0.74	3/6	中英
中英指数增强型	-17.91	3/6	-19.98	3/6	-4.72	4/6	中英
中德安联指数优势型	-19.04	4/6	-24.65	5/6	-8.10	5/6	中德安联
建信指数成长型	-25.31	5/6	-22.76	4/6	14.35	1/6	建信人寿
光大永明指数型	-32.68	6/6	-35.95	6/6	-12.44	6/6	光大永明

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

敬请参阅报告结尾处免责声明

## 4.2. 激进型账户

2022年，激进型账户的平均收益为-20.84%。根据华宝证券的分类标准，目前共有46只激进型投连险账户纳入统计，平均年度累计收益为-20.84%。激进型投连险账户2022年收益位于普通股票型基金收益率排名的[9.68%, 95.71%]分位数区间。

图 115 激进型投连账户与普通股票型基金收益对比

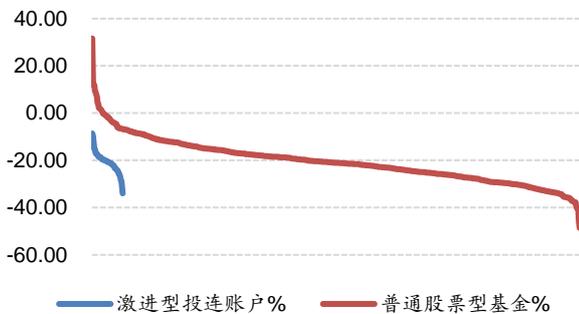
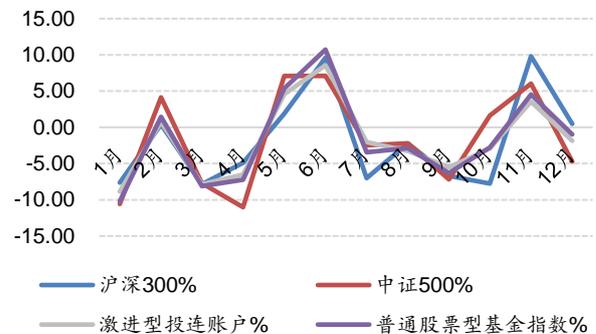


图 116 2022年激进型投连险月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 119 部分激进型投连险账户 2022 年累计收益率表现

数据截止日期：2022/12/30 华宝账户名称	2022 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
陆家嘴国泰增长型	-8.60	1/46	-23.27	35/46	3.57	33/46	陆家嘴国泰人寿
德华安顾进取型壹	-9.77	2/46	-23.51	36/46	-26.47	43/46	德华安顾
泰康优选成长型	-12.83	3/46	20.99	1/46	83.35	1/46	泰康人寿
德华安顾价值增长	-15.21	4/46	-13.41	7/46	23.78	16/46	德华安顾
中宏积极成长型	-15.38	5/46	-17.76	24/46	15.79	22/46	中宏
瑞泰成长型	-17.03	6/46	-16.83	20/46	25.98	10/46	瑞泰
泰康行业配置型	-17.19	7/46	-12.78	4/46	25.40	12/46	泰康人寿
汇丰粤港澳大湾区精选	-17.26	8/46					汇丰
中英积极型	-17.69	9/46	-19.12	27/46	11.01	28/46	中英
瑞泰财智进取	-18.37	10/46	-17.00	21/46	19.84	19/46	瑞泰
中宏行业焦点型	-18.41	11/46	-14.33	9/46	27.73	7/46	中宏
太平价值精选型	-18.53	12/46					太平
中英成长型	-18.63	13/46	-15.40	14/46	24.00	15/46	中英
瑞泰财智成长	-18.83	14/46	-15.55	15/46	25.71	11/46	瑞泰
同方全球精彩型	-19.47	15/46	-13.18	6/46	34.71	4/46	同方全球
泰康创新动力型	-19.50	17/46	-21.77	30/46	15.65	23/46	泰康人寿
泰康进取型	-19.50	16/46	-10.83	3/46	16.65	21/46	泰康人寿
瑞泰进取型	-19.74	18/46	-16.60	19/46	24.10	14/46	瑞泰
联泰大都会 8020 进取型	-19.76	19/46	-22.87	33/46	-8.63	39/46	中美联泰大都会
中宏股票型	-20.04	20/46	-15.05	12/46	18.08	20/46	中宏

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 20 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

## 4.3. 混合型账户

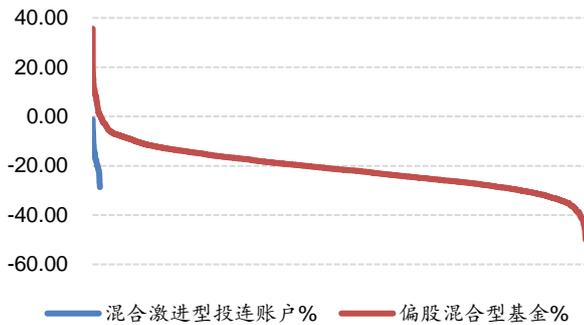
2022年，混合型账户的平均收益为-15.34%。按照华宝证券投连险分类标准，混合型账户投资于权益类资产的比例约在20%-70%。目前共有67只混合型投连险账户纳入统计，具体到其下设的敬请参阅报告结尾处免责声明

两个二级分类账户来看，混合激进型与混合保守型各有 40 只和 27 只产品。混合激进型的权益配置比例在 40%-70%，混合保守型的权益配置比例在 40% 以下。

### (1) 混合激进型账户：平均收益-17.56%

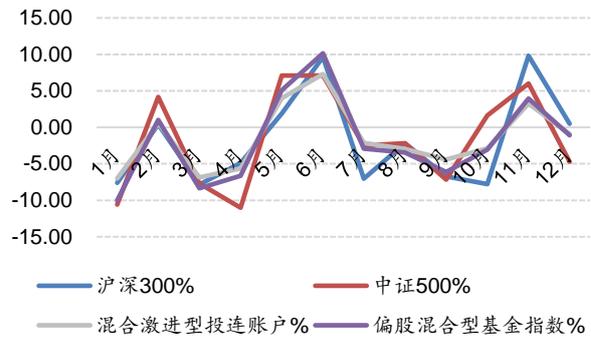
2022 年纳入统计的 40 只混合激进型账户整体平均年度累计收益为-17.56%，均录得负收益。从混合激进型投连险账户月度收益表现与偏股混合型基金表现对比来看，混合激进型投连险账户 2022 年收益位于偏股混合型基金收益率排名的[1.92%,82.68%]分位数区间内。

图 117 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

图 118 2022 年混合激进型投连险月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 120 部分混合激进型投连险账户 2022 年累计收益率表现

数据截止日期：2022/12/30 华宝账户名称	2022 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
招商信诺灵动 A 型	-1.21	1/40	-10.62	12/40	21.97	14/40	招商信诺
新华创世之约	-4.07	2/40	18.60	2/40	69.21	1/40	新华人寿
中宏灵活配置型	-6.15	3/40	4.50	3/40	9.83	23/40	中宏
瑞泰平衡型	-10.61	4/40	-1.44	5/40	34.54	4/40	瑞泰
国华 1 号进取型	-10.99	5/40	-15.84	24/40	-9.59	36/40	国华人寿
友邦优选平衡组合	-11.64	6/40	-4.22	6/40	20.55	16/40	友邦保险
中英平衡配置型	-13.11	7/40	-7.17	8/40	22.95	12/40	中英
中英平衡型	-13.55	8/40	-8.84	10/40	26.22	8/40	中英
联泰大都会 5545 平衡型	-14.10	9/40	-14.43	18/40	-2.49	33/40	中美联泰大都会
国寿平衡增长	-14.48	10/40	-15.10	20/40	6.82	26/40	中国人寿
工银安盛卓越	-14.51	11/40	-8.66	9/40	25.76	9/40	工银安盛
5545 平衡型 (原中美)	-14.93	12/40	-15.89	25/40	-6.09	35/40	中美联泰大都会
汇丰平衡增长	-15.09	13/40	-10.84	13/40	6.67	27/40	汇丰
国寿精选价值	-16.57	14/40	-19.46	30/40	4.13	28/40	中国人寿
中宏稳健成长型	-16.97	15/40	-17.71	26/40	8.89	25/40	中宏
恒安标准成长型	-17.02	16/40	-15.49	22/40	1.00	30/40	恒安标准
中宏混合偏股型	-17.60	17/40	-15.47	21/40	16.20	20/40	中宏
中意增长理财	-17.64	18/40	-0.96	4/40	39.82	2/40	中意
泰康安盈回报	-17.69	19/40	-26.43	36/40	-3.65	34/40	泰康人寿
瑞泰财智平衡	-17.76	20/40	-13.03	14/40	25.58	10/40	瑞泰

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 20 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

(2) 混合保守型账户：平均收益-12.05%

2022年纳入统计的27只混合保守型账户整体平均年度累计收益为-12.05%，均录得负收益。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2022年收益位于偏债混合型基金收益率排名的[53.85%，100.00%]分位数区间内。

图 119 混合保守型投连账户与偏债混合型基金收益对比

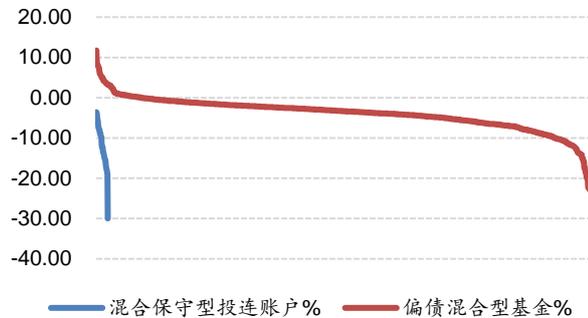
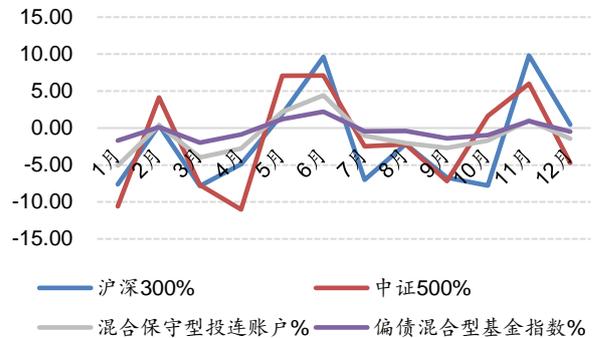


图 120 2022年混合保守型投连险月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 121 部分混合保守型投连险账户 2022 年累计收益率表现

数据截止日期：2022/12/30 华宝账户名称	2022 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
联泰大都会混合偏债型	-3.59	1/27	1.42	3/27	8.47	12/27	中美联泰大都会
混合偏债型基金 (原中美)	-3.96	2/27	1.41	4/27	16.25	5/27	中美联泰大都会
太平智优平衡稳健型	-5.00	3/27					太平
联泰大都会 3070 稳健型	-5.82	4/27	-5.91	13/27	0.29	21/27	中美联泰大都会
工银安盛稳健	-6.69	5/27	-4.37	9/27	12.05	9/27	工银安盛
友邦稳健组合	-7.47	6/27	-2.33	6/27	12.06	8/27	友邦保险
3070 稳健型 (原中美)	-7.78	7/27	-7.63	16/27	-1.30	24/27	中美联泰大都会
陆家嘴国泰平衡型	-7.86	8/27	-3.00	7/27	3.97	18/27	陆家嘴国泰人寿
恒安标准平衡型	-8.74	9/27	-5.65	11/27	0.94	20/27	恒安标准
泰康平衡配置型	-8.87	10/27	-5.70	12/27	11.84	10/27	泰康人寿
中德安联安赢慧选 1 号	-9.45	11/27	-9.45	18/27	0.23	22/27	中德安联
同方全球成长型	-9.79	12/27	-4.44	10/27	4.99	17/27	同方全球
汇丰未来智选混合	-11.78	13/27	-6.58	14/27	7.17	14/27	汇丰
平安发展	-12.22	14/27	-3.74	8/27	23.44	2/27	中国平安人寿
中德安联理财平衡型	-12.32	15/27	-12.76	23/27	2.70	19/27	中德安联

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 15 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

4.4. 债券型账户

2022 年，债券型账户的平均收益为-1.72%。按照华宝证券投连险分类标准，目前共有 32 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 17 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。

### (1) 增强债券型账户：平均收益-1.83%

2022年17只增强债券型账户整体平均年度累计收益为-1.83%。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2022年收益位于混合债券型二级基金收益率排名的[7.37%，80.31%]区间内。

图 121 增强债券型投连账户与混合二级债基收益对比

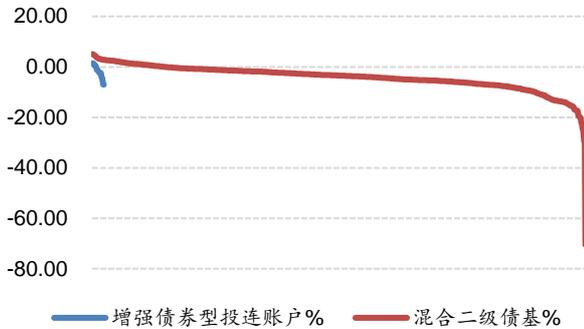
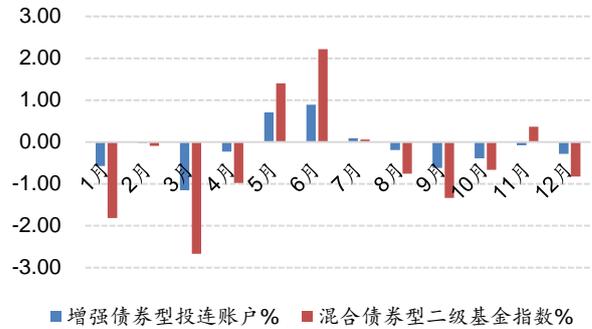


图 122 2022年增强债券型投连险月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 122 增强债券型投连险账户 2022 年累计收益率表现

数据截止日期：2022/12/30 华宝账户名称	2022 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
华泰稳健型	1.43	1/17	4.99	3/17	8.10	5/17	华泰人寿
联泰大都会债券型	1.19	2/17	3.39	5/17	7.64	6/17	中美联泰大都会
光大永明进取型	1.17	3/17	5.12	1/17	7.57	7/17	光大永明
光大永明稳健型	0.70	4/17	4.53	4/17	5.37	11/17	光大永明
债券型基金（原中美）	0.50	5/17	2.94	6/17	7.18	8/17	中美联泰大都会
泰康开泰稳利精选	0.07	6/17	5.02	2/17	13.40	1/17	泰康人寿
中英稳健型	-1.09	7/17	2.33	8/17	4.66	13/17	中英
瑞泰财智稳定	-1.23	8/17	2.85	7/17	5.61	10/17	瑞泰
平安价值增长	-1.63	9/17	1.23	11/17	3.59	15/17	中国平安人寿
泰康稳健收益型	-2.07	10/17	1.26	10/17	10.10	3/17	泰康人寿
建信现金增利型	-2.48	11/17	0.92	13/17	8.76	4/17	建信人寿
中宏债券型	-2.50	12/17	1.09	12/17	6.95	9/17	中宏
泰康开泰宏利	-2.51	13/17	2.16	9/17	11.68	2/17	泰康人寿
中信保诚稳健配置	-4.13	14/17	-0.85	15/17	5.34	12/17	中信保诚
瑞泰增值型	-4.45	15/17	-0.64	14/17	2.98	16/17	瑞泰
中意稳健理财	-7.06	16/17	-1.30	17/17	2.05	17/17	中意
中意安逸稳健	-7.07	17/17	-0.99	16/17	4.58	14/17	中意

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

### (2) 全债型账户：平均收益-1.59%

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 2022 年收益位于中长期纯债基金收益率排名的[50.57%，100.00%]之间。

图 123 全债型投连账户与中长期纯债基金收益对比

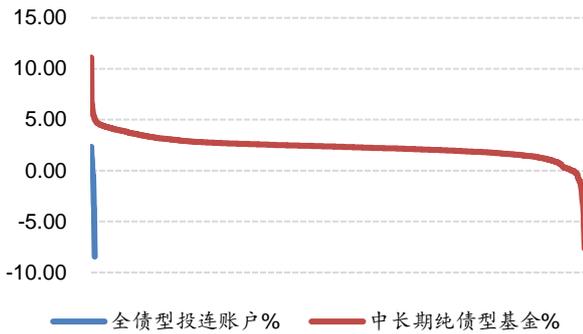
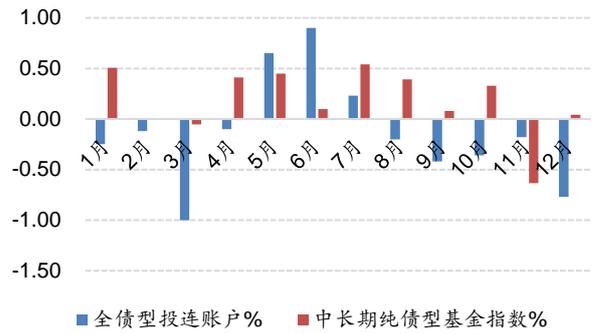


图 124 2022 年全债型投连险月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 123 全债型投连险账户 2022 年累计收益率表现

数据截止日期：2022/12/30 华宝账户名称	2022 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
阳光债券型	2.34	1/15	7.26	1/15	10.28	1/15	阳光人寿
泰康五年定期保证收益	1.32	2/15	7.15	2/15	9.75	2/15	泰康人寿
国寿稳健债券	1.24	3/15	4.10	6/15	6.74	5/15	中国人寿
泰康悦享配置	0.77	4/15	4.18	5/15	6.89	4/15	泰康人寿
泰康稳盈增值	0.36	5/15	4.93	4/15	8.28	3/15	泰康人寿
汇丰稳健成长	-0.09	6/15	3.75	7/15	5.46	10/15	汇丰
同方全球稳健型	-0.33	7/15	0.08	13/15	1.18	15/15	同方全球
中德安联债券稳健型	-0.40	8/15	2.75	8/15	4.67	13/15	中德安联
恒安标准债券型	-0.44	9/15	5.52	3/15	3.74	14/15	恒安标准
招商信诺添利 A 型	-1.80	10/15	1.82	9/15	6.55	6/15	招商信诺
中信保诚优选全债	-3.34	11/15	0.13	12/15	4.70	12/15	中信保诚
中荷稳健型	-3.77	12/15	-0.24	14/15	6.16	8/15	中荷
瑞泰稳定型	-4.52	13/15	0.78	10/15	6.54	7/15	瑞泰
北大方正稳健型	-6.68	14/15	-0.75	15/15	5.24	11/15	北大方正
太平平衡稳定型	-8.44	15/15	0.33	11/15	5.52	9/15	太平

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

## 4.5. 货币型账户

2022 年，货币型账户的平均收益为 1.58%。按照华宝证券分类标准，目前共有 40 只货币型投连险账户纳入统计，2022 年货币型投连险账户整体平均年度累计收益为 1.58%，其中共 38 只录得正收益，占比达 95.00%。

图 125 货币型投连账户与货币市场基金收益对比

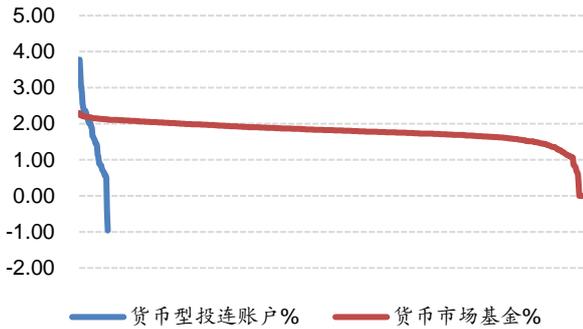
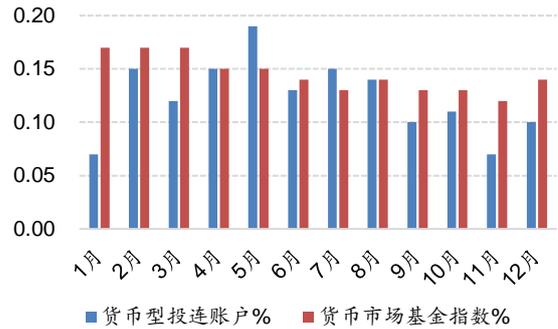


图 126 2022 年货币型投连险月度收益情况



资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：大智慧大数据，Wind，华宝证券研究创新部

表 124 部分货币型投连险账户 2022 年累计收益率表现

数据截止日期：2022/12/30 华宝账户名称	2022 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	3.78	1/40	7.24	1/40	11.01	1/40	中国平安人寿
建信稳健增值型	3.42	2/40	7.24	2/40	10.29	2/40	建信人寿
恒大现金宝	3.08	3/40	6.51	3/40	9.76	3/40	恒大
平安货币	2.86	4/40	5.8	4/40	8.75	4/40	中国平安人寿
建信价值成长型	2.57	5/40	5.48	7/40	7.73	8/40	建信人寿
陆家嘴国泰货币型	2.45	6/40	5.17	8/40	8.12	7/40	陆家嘴国泰人寿
泰康赢家理财货币避险型	2.37	7/40	5.58	5/40	8.49	5/40	泰康人寿
泰康 e 理财货币避险型	2.37	7/40	5.58	5/40	8.49	5/40	泰康人寿
建信平稳增利型	2.36	9/40	5.15	9/40	7.32	10/40	建信人寿
建信锦绣 3 号	2.30	10/40	4.64	12/40	6.56	14/40	建信人寿
中信保诚现金增利	2.21	11/40	4.60	13/40	6.75	13/40	中信保诚
中德安联省心安益型	2.14	12/40	3.87	15/40	5.72	16/40	中德安联
建信锦绣 2 号	2.07	13/40	4.07	14/40	5.78	15/40	建信人寿
建信锦绣 1 号	2.02	14/40	3.30	21/40	4.15	26/40	建信人寿
新华稳定增利货币型	2.01	16/40	4.79	10/40	6.92	12/40	新华人寿
德华安顾货币型	2.01	15/40	4.64	11/40	7.56	9/40	德华安顾
太平人寿鑫安避险型	1.91	17/40					太平
建信安心优先型	1.89	18/40	1.90	35/40	1.94	36/40	建信人寿
中德安联安益型	1.66	19/40	3.15	23/40	4.45	24/40	中德安联
瑞泰避险型	1.62	20/40	3.80	16/40	5.55	17/40	瑞泰

资料来源：大智慧大数据，华宝证券研究创新部

注：篇幅有限，本表格仅列出收益率前 20 标的；受数据可得性影响，收益率排序可能不客观，仅展示使用，不作为评价依据

## 4.6. 类固定收益账户

2022 年，类固定收益账户的平均收益为 1.98%。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。2022 年共有 26 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 1.98%，其中 20 只录得正收益，占比达 76.92%。

表 125 类固定收益投连险账户 2022 年累计收益率表现

数据截止日期: 2022/12/30 华宝账户名称	2022 年		最近 2 年		最近 3 年		公司
	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	回报 (%)	排名	
民生稳健增利	4.95	1/26	9.72	5/26	15.36	7/26	民生人寿
弘康稳赢 5 号	4.92	2/26	10.51	3/26	16.49	3/26	弘康人寿
弘康弘云 1 号	4.29	3/26	9.83	4/26	15.99	5/26	弘康人寿
弘康增利灵活型	4.12	4/26	8.37	10/26	13.37	10/26	弘康人寿
弘康弘云 4 号	4.09	5/26	9.03	8/26	14.93	8/26	弘康人寿
弘康弘云 3 号	3.95	6/26	9.34	6/26	16.31	4/26	弘康人寿
德华安顾积极稳健	3.83	7/26	8.47	9/26	13.92	9/26	德华安顾
弘康弘云 2 号	3.40	8/26	7.40	11/26	11.75	14/26	弘康人寿
国华 1 号平衡型	3.38	9/26	9.24	7/26	15.76	6/26	国华人寿
恒大民安增益	3.09	10/26	6.31	13/26	10.98	15/26	恒大
恒大稳赢增值	3.08	11/26	2.49	20/28	7.58	17/26	恒大
光大永明光明 2 号	2.82	12/26	10.68	2/26	18.02	2/26	光大永明
国华 1 号保守型	2.32	13/26	6.49	12/26	12.30	11/26	国华人寿
瑞泰平稳 B 型	2.31	14/26	4.55	16/26	6.31	19/26	瑞泰
瑞泰财智平稳型	2.30	15/26	4.37	17/26	6.14	20/26	瑞泰
国华 1 号成长型	2.13	16/26	6.29	14/26	11.86	13/26	国华人寿
国华 1 号稳健型	2.10	17/26	6.19	15/26	11.99	12/26	国华人寿
弘康增利 180	1.40	18/26	4.27	18/26	8.74	16/26	弘康人寿
光大永明优选	0.74	19/26	3.78	19/26	7.48	18/26	光大永明
光大永明光明 3 号	0.22	20/26	-8.51	26/26	-10.21	26/26	光大永明
弘康创富领先	0.00	21/26	0.00	23/26	2.99	23/26	弘康人寿
国华灵活型	-0.15	22/26	0.13	22/26	0.35	24/26	国华人寿
光大永明财富稳定收益	-0.44	23/26	14.82	1/26	31.23	1/26	光大永明
国华稳健型	-0.51	24/26	-0.07	24/26	0.09	25/26	国华人寿
光大永明光明 1 号	-0.81	25/26	1.51	21/26	3.31	22/26	光大永明
恒安标准灵活配置	-6.02	26/26	-5.16	25/26	4.27	21/26	恒安标准

资料来源: 大智慧大数据, 华宝证券研究创新部

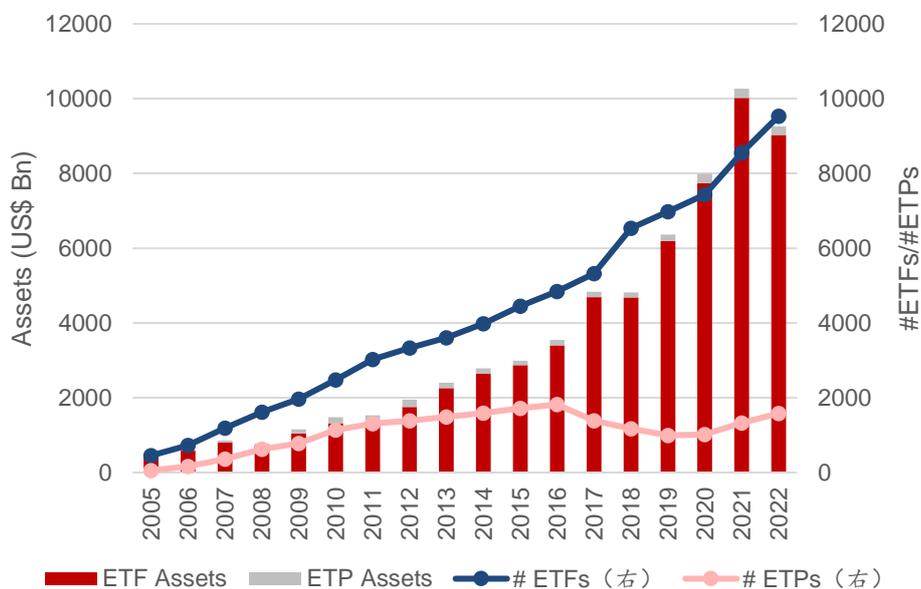
注: 受数据可得性影响, 收益率排序可能不客观, 仅展示使用, 不作为评价依据

## 六、2022 年海外 ETP 年度报告

### 1. 海外 ETP 概况：全球 ETF 规模下滑，美国 ETF 规模占比提升

2022 年全球 ETF 数量增速较 2021 年有所回落，但仍保持较快增速，管理规模较 2021 年有所缩减，其它 ETP 同样也呈现数量增，管理规模跌的态势。根据 etfgi.com 的统计，截止 2022 年 12 月，全球 ETF 总数量为 9535 只，较 2021 年底增加了 985 只，增速为 11.5%，较 2021 年有所放缓，但仍然保持了 2 位数的增幅。管理规模上，受到 2022 年全球股债双杀的影响，全球 ETF 规模从 2021 年的 10.02 万亿美元降至 9.02 万亿美元。尽管 2022 年市场表现不佳，但全球 ETF 仍然吸引了 8561.6 亿美元的净流入。截止 2022 年 12 月，有 1584 只全球 ETP（ETF 除外）存续，数量较 2021 年末增加了 259 只，增速为 19.54%，较 2021 年有所放缓，管理规模下降 160 亿美元至 2310 亿美元。（由于 ETF 规模每日发生变化，后文 ETF 规模如无特殊说明，皆为 2023 年 2 月 5 日的收盘规模）

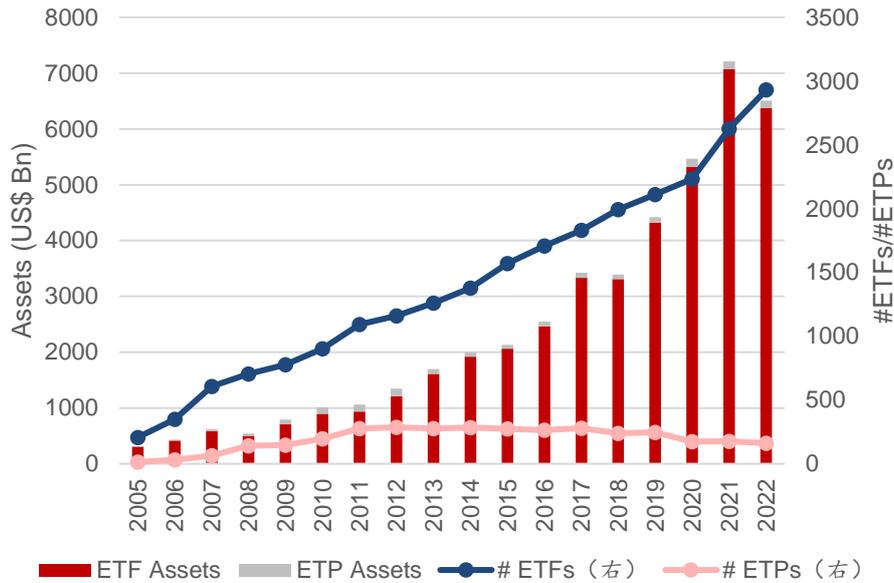
图 127 2022 年全球 ETF 规模下滑，数量上涨



资料来源：etfgi.com，华宝证券研究创新部

2022 年美国 ETF 数量增加，规模下跌，在全球 ETF 中的规模占比上升，其它 ETP 数量规模齐下跌。截止 2022 年 12 月，美国 ETF 总数量 2931 只，相对 2021 年增长 303 只，增幅 11.53%；总管理规模为 6.38 万亿美元，较 2021 年下降 9.83%；管理规模在全球 ETF 中的占比达到 70.65%，较 2021 年小幅提升。同期美国 ETP（ETF 除外）产品数量和规模均较 2021 年出现下滑，产品数量减少 7 只至 129 只，规模降低 160 亿美元至 1610 亿美元。

图 128 2022 年美国 ETF 规模下滑，规模占比小幅上升，数量上涨

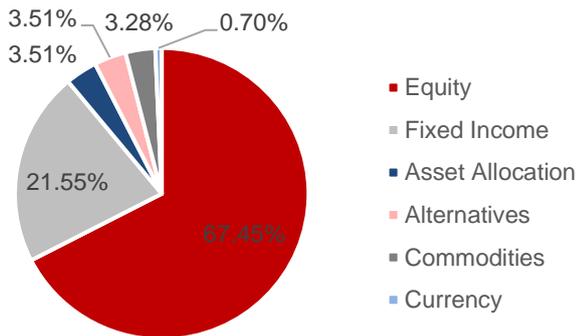


资料来源: etfgi.com, 华宝证券研究创新部

## 1.1. 美国新发 ETP 产品布局: 权益型 ETP 数量占比下降

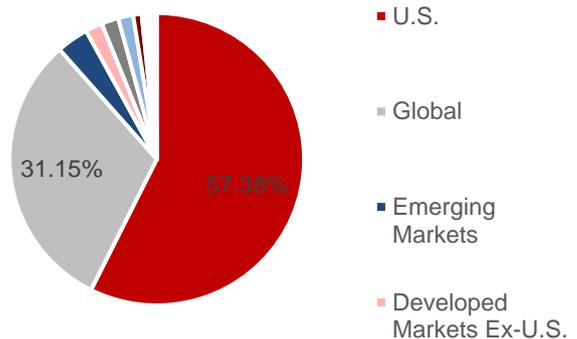
根据 etf.com 的数据, 2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日, 美国新成立 427 只 ETP 产品。从新发产品资产类别来看, 权益和固收类 ETP 数量最多, 分别占到总数的 67.45% 和 21.55%, 权益 ETP 数量占比相较 2021 年有所下降, 固收 ETP 数量占比有所上升。其它资产类别中, 资产配置类 ETP 数量占比为 3.51%, 较 2021 年的 9% 有较大幅度下滑。从区域上来看, 新发 ETP 产品主要布局于美国以及全球市场, 两类 ETP 数量占比分别为 57.38% 和 31.15%, 布局于美国市场的 ETP 数量占比较 2021 年有所上升, 布局于全球市场的 ETP 数量占比较 2021 年有所下降。

图 129 美国新发 ETP 资产类别布局



资料来源: etf.com, 华宝证券研究创新部

图 130 美国新发 ETP 区域布局



资料来源: etf.com, 华宝证券研究创新部

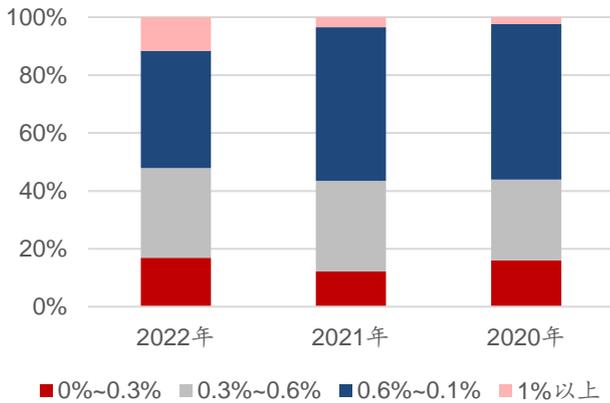
## 1.2. 美国新发 ETP 费率趋势: 权益 ETP 费率两极化

2022 年新发权益类 ETP 中高费率 (1% 以上) 和低费率 (0.3% 及以下) ETP 数量占比皆较 2021 年提升。新发权益 ETP 中, 有 11.62% 的产品的费率超过 1%, 较 2021 年提升 8.11%; 16.9% 的新发 ETP 的费率小于等于 0.3%, 较 2021 年的占比提升 4.76%。费率位于 0.6%-1% 的权益 ETP 敬请参阅报告结尾处免责声明

数量占比显著下降，由 2021 年的 53.04% 降至 40.49%。费率呈现两极化的趋势。分策略来看，Active 权益 ETP 的费率两极化特征最为明显，2022 年新发高费率和低费率 ETP 占比分别为 8.6% 和 15.23%，而 2021 年的新发 ETP 中高费率和低费率的占比分别为 2.94% 和 12.5%。Vanilla 策略的费率则是整体提升，2022 年新发 Vanilla 权益 ETP 的平均费率为 0.81%，较 2021 年提升 0.17%。

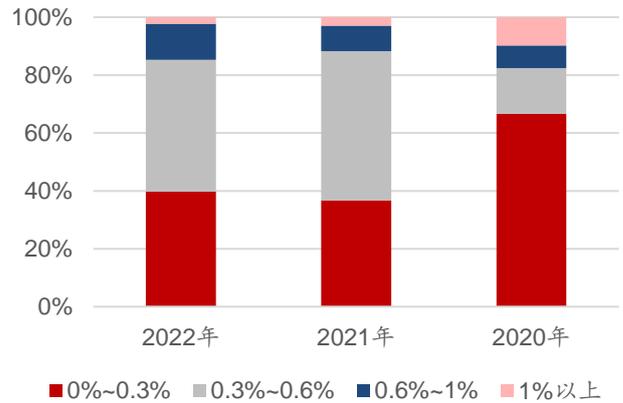
**2022 年新发固收 ETP 中低费率产品占比增加。**2022 年新发固收产品中，费率在 0.3% 及以下的产品占比为 39.77%，较 2021 年提升 3.01%。2022 年新发固收产品的平均费率为 0.38%，较 2021 年进一步下降，固收 ETP 费率整体小幅下降。分策略来看，2022 年新发 Active 固收 ETP 的平均费率为 0.47%，较 2021 年小幅提升 0.03%；新发 Vanilla 固收 ETP 的平均费率 0.39%，较 2021 年提升 0.2%。2022 年新发了 8 只 Target Duration 固收 ETP，平均费率仅为 0.06%，而 2021 年无新发 Target Duration 策略 ETP。

图 131 新发权益 ETP 费率：高、低费率产品占比增加



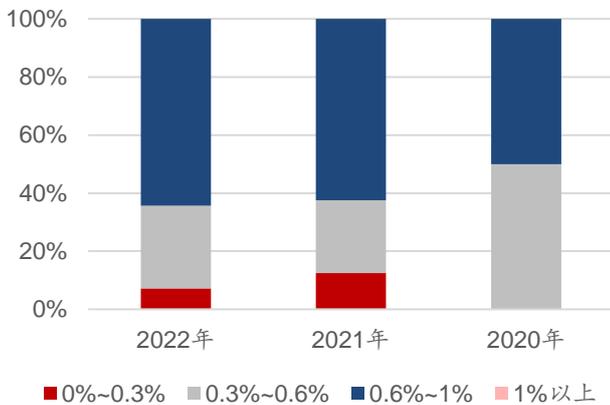
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 132 新发固收 ETP 费率：低费率产品占比增加



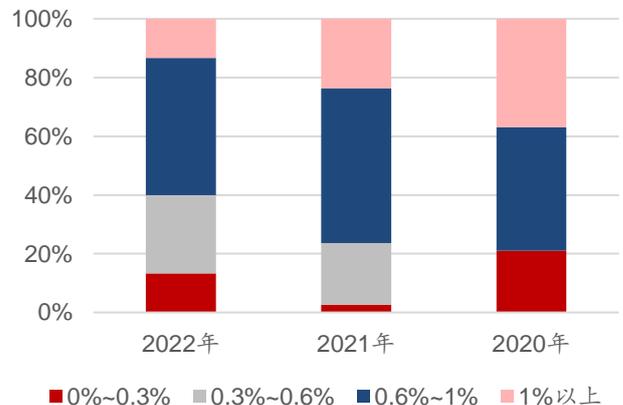
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 133 新发商品 ETP 费率：费率整体上移



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 134 新发资产配置 ETP 费率：费率整体下行



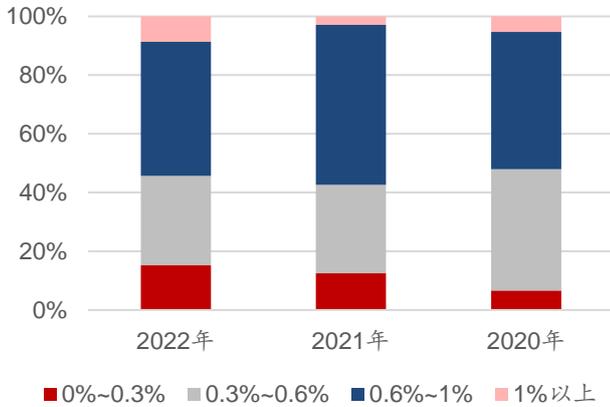
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

**2022 年新发商品类 ETP 数量增加，费率整体上移。**2022 年共新发 14 只商品类 ETP，其中有 9 只的费率在 0.3%~0.6% 之间，占比达到 64.29%，较 2021 年小幅提升。分策略来看，2022 年新发 Active 商品 ETP 的平均费率为 0.71%，和 2021 年持平；新发 Vanilla 商品 ETP 的平均费率 0.53%，较 2021 年大幅提升 0.38%。

**2022 年新发资产配置类 ETP 数量大幅减少，费率整体下行。**2022 年共新发 15 只资产配置类 ETP，数量较 2021 年大幅下滑，其中费率在 0.3% 以下和 0.3%~0.6% 的占比为 13.33% 和 26.67%，较 2021 年大幅提升；费率在 0.6%~1% 和 1% 的占比为 46.67% 和 13.33%，较 2021 年有所下降。

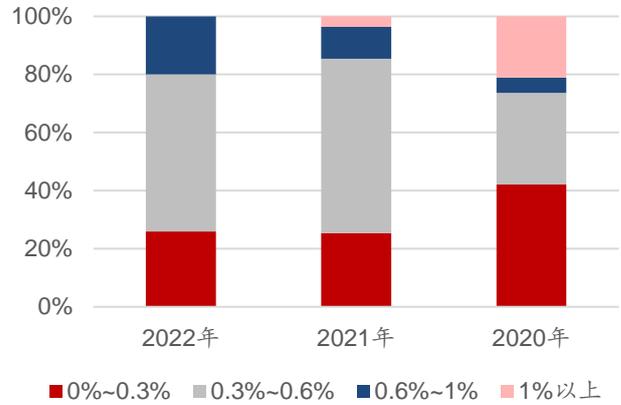
新发主动管理类 ETP 费率分析。相比于被动类产品，主动管理类 ETP 的收益表现更多地依赖于基金经理及管理团队的择时与选股能力。因此也有更高的费率水平。此外，以往主动权益类产品的费率水平往往高于主动固收类，这一规律在 2022 年得到了延续。2022 年新发的主动权益类产品平均费率为 0.73%，高于新发主动固收类产品平均 0.47% 的费率水平。

图 135 新发主动权益 ETP 费率：费率两极化



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 136 新发主动固收 ETP 费率：低费率产品占比增加



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2022 年新发主动权益 ETP 中，费率呈现两极化的趋势。2022 年新发主动权益 ETP 费率在 0.3% 及以下和 1% 以上的占比分别为 8.6% 和 15.23%，相比 2021 年分别提升了 5.66% 和 2.77%；费率在 0.6%~1% 的占比从 2021 年的 54.41% 降至 45.70%，降幅最为明显。

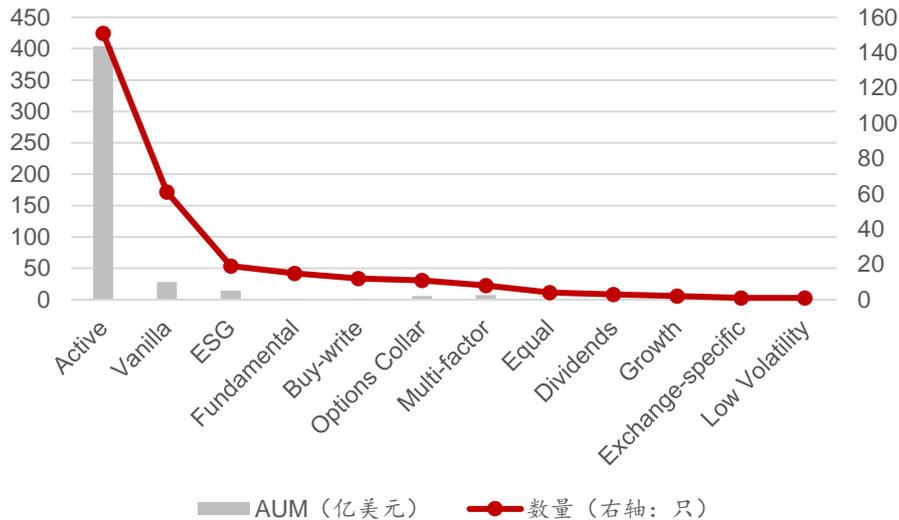
2022 年新发主动固收 ETP 中，平均费率小幅提升，无费率在 1% 以上的产品。2022 年新发主动固收 ETP 平均费率为 0.47%，较 2021 年小幅提升 0.3%，其中费率在 0.6%~0.1% 的产品占比从 2021 年的 10.91% 提升到 20%，但没有新发主动固收 ETP 费率在 1% 以上。

### 1.3. 美国新发 ETP 策略布局：主动管理策略持续火热

#### 1.3.1. 权益类产品策略布局

2022 年新发权益类产品的策略布局上，发行数量排名前三的策略类别分别是 Active、Vanilla 和 ESG，它们同样也是管理规模排名前三的策略。2022 年新发权益类产品的策略种类较 2021 年有所缩减，从 2021 年的 16 类缩减至了 12 类，Momentum、Value、Technical、Copycat、Volatility Hedged 策略在 2022 年无新产品发行，但同时 2022 年也新增了 3 只 Dividends 策略的权益类产品。和 2021 年相比，主动管理类产品延续了火热的态势，2022 年发行了 151 只主动权益 ETP，管理规模达到 404 亿美元，遥遥领先其它策略。Options Collar 策略的发行数量则是出现了显著的下滑，全年仅有 11 只新发产品，发行数量排名第 6，管理规模为 5.6 亿美元，排名第 5。ESG 策略在 2022 年的新发市场中受到欢迎，新发的 19 只产品合计管理规模达到 14.4 亿美元。

图 137 新发权益类 ETP：主动管理策略持续火热，ESG 策略受到关注



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### Active 策略

2022 年新发权益类 ETP 共 288 只，其中包括 151 只主动策略产品，主动策略在新发权益 ETP 中的占比达到 52.43%，占比较 2021 年进一步提升，并首次突破 50% 大关。

2022 年主动权益 ETP 持续受到市场热捧，新发的 151 只主动权益 ETP 总管理规模达到 404 亿美元，在新发权益 ETP 中的占比达到 87%。值得注意的是，新发主动权益 ETP 中管理规模排名前两位的 ETP 都是从共同基金转换而来的产品，它们分别是 Dimensional 的 DFUV（管理规模为 86.6 亿美元）和 JPMorgan Chase 的 JIRE（管理规模为 54.4 亿美元）。除上述机构之外，Franklin Templeton、Fidelity 等海外知名资产管理机构也纷纷加入共同基金转 ETF 行列。

### ESG 策略

2022 年新发权益类 ETP 共 288 只，其中包括 19 只 ESG 策略产品，管理规模达到 14.4 亿美元，在权益 ETP 中的占比为 3.1%，较 2021 年有大幅的提升。

19 只 ESG 策略产品共由 10 家资管机构发行。其中 Blackrock 的 4 只产品管理规模合计达到 9.4 亿美元，远超其它机构，ORIX 在 2022 年共发行 2 只 ESG 策略权益 ETP，管理规模为 2.4 亿美元，排名第二。从跟踪指数上来看，MSCI 的气候指数受到的市场的认可，2022 年新发的 ESG 策略产品中规模排名前三的有两只是以 MSCI 的气候指数作为跟踪标的，它们是 PABU 和 NZUS，跟踪指数分别为 MSCI USA Climate Paris Aligned Benchmark Extended Select Index 和 MSCI USA Climate Paris Aligned Index。

### Multi-factor 策略

2022 年新发权益类 ETP 共 288 只，其中包括 8 只 Multi-factor 策略产品，管理规模达到 7.6 亿美元，在权益 ETP 中的占比为 1.6%，是除 Vanilla 策略之外，权益 ETP 中管理规模第三大的策略。

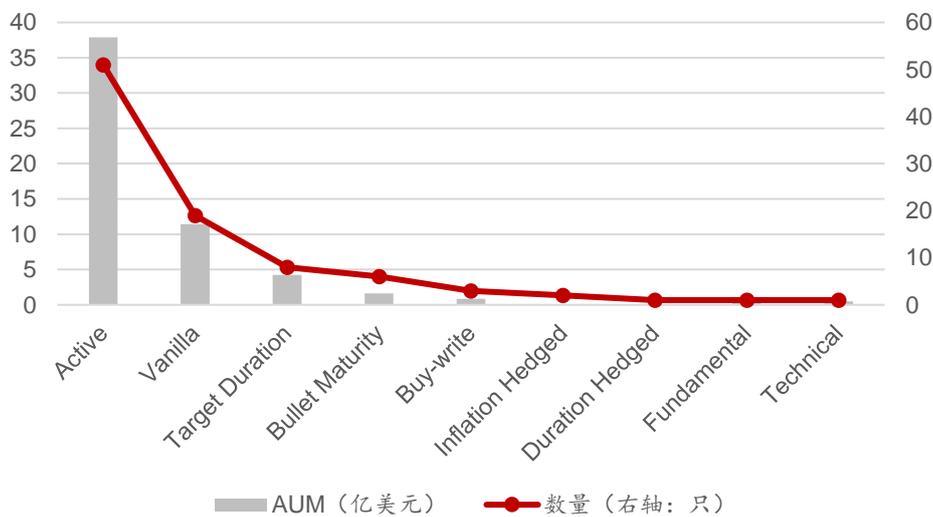
Multi-factor 是因子投资的一种方式，通过将多个长期有效但相关性较低的因子相结合，可以有效地缓解当某个因子在短期失效所带来的波动，在获取超额收益的同时降低组合风险，以得到更好的收益风险比。在 8 只新发 Multi-factor 策略产品中，Goldman Sachs 的 GLOV 管理规模达到 6.2 亿美元，远超其它 7 只管理规模之和，该产品以低波因子打底，在此基础上用质量、动量和价值因子做增强，自成立以来小幅跑赢标普 500，并且拥有更好的收益风险比。

### 1.3.2. 固收类产品策略布局：主动管理策略为主，策略分布趋于均衡

2022年新发的固收类ETP仍以主动管理策略为主。新发的92只固收类ETP中，有51只采取主动管理策略，19只为Vanilla策略，8只采取Target Duration策略。管理规模上，主动管理策略的管理规模为37.89亿美元，占比为66.42%。虽然主动管理策略的固收ETP仍然占据头把交椅，但占比较2021年有所下滑。相比之下，2022年新发的Vanilla和Target Duration策略的固收ETP无论是在数量占比还是管理规模占比上都较2021年有大幅的回升。

Target Duration是固收产品的特有策略，2022年有8只固收ETP采取Target Duration策略，管理规模合计4.2亿美元，是除了Vanilla之外第二大的固收ETP策略。Target Duration即久期盯住策略，使用该策略的组合管理者会定期调整投资组合，将组合的久期稳定在一个目标范围内。久期盯住策略可以在一定程度上达到对利率波动的免疫，从而获得更为平滑的净值曲线。2022年新发的8只Target Duration策略固收ETP全部由Bondbloxx Investment Management LLC发行，其中目标久期为6个月的产品XHLF管理规模最大。

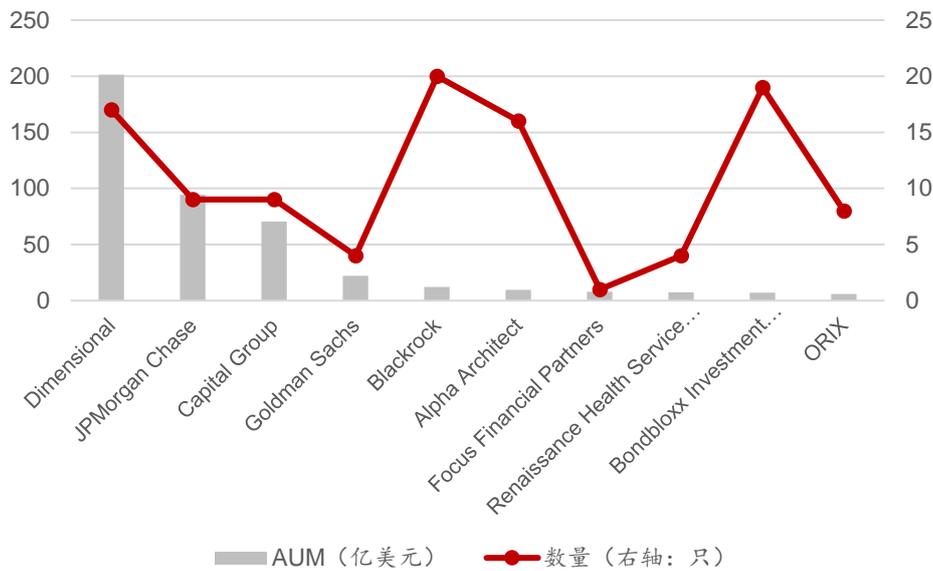
图 138 新发固收类 ETP：主动管理策略为主，策略分布趋于均衡



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 1.4.ETP 发行人统计

图 139 2022 年新发 ETP 规模最大的前十大发行人



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从规模上来看，2022 年新发 ETP 规模最大的发行人依次为 Dimensional、JPMorgan Chase 和 Capital Group。从数量上来看，2022 年新发 ETP 数量最多的发行人依次为 BlackRock、Bondbloxx Investment Management LLC 和 Dimensional。

Dimensional 连续第二年成为新发 ETP 管理规模最大的机构。2022 年 Dimensional 共发行 17 只 ETP，规模合计 201 亿美元。其中 16 只为权益型 ETP，1 只为固收型 ETP，全部为主动管理策略。Dimensional 在 2022 年持续将旗下数只共同基金转换为 ETF。其在 2022 年 5 月 9 日将 The Tax-Managed US Marketwide Value Portfolio II 转换成为 Dimensional US Marketwide Value ETF (DFUV) 并在纽交所上市，管理规模达到 86.6 亿美元。DFUV 为史上规模最大的从共同基金转换而来的 ETF，同时也是 2022 年规模最大的新发 ETP。

JPMorgan Chase 在 2022 年共发行 9 只 ETP，规模合计 94 亿美元。其中 8 只为权益型 ETP，1 只为固收型 ETP，全部为主动管理策略。和 Dimensional 类似，JPMorgan Chase 也在 2022 年将旗下 4 只共同基金转换为 ETF，转换后的 ETF 代码分别是 JCPI、JMEE、JPRE 和 JIRE。其中 JIRE 的管理规模达到了 54.4 亿美元，在所有 2022 年新发 ETP 中排名第 2。

Capital Group 在 2022 年共发行 9 只 ETP，规模合计 70.6 亿美元。其中 5 只为权益型 ETP，4 只为固收型 ETP，全部为主动管理策略。Capital Group 的权益型 ETP 规模较为平均，其中最大的是 Capital Group Dividend Value ETF (CGDV)，管理规模 16.6 亿美元；最小的是 Capital Group Core Equity ETF (CGUS)，管理规模 7.0 亿美元。固收型 ETP 中，除了 Capital Group Core Plus Income ETF (CGCP) 规模达到 5.2 亿美元外，其余固收型 ETP 规模皆不足 2 亿美元。

## 2.新发 ETP 产品：单股票 ETF 发行蔚然成风

### 2.1.单股票 ETF

2018年，单股票ETF在欧洲市场首次出现。2022年7月14日，AXS Investments在美国发行了首批单股票ETF共计8只，标的资产涉及特斯拉、英伟达、辉瑞、耐克和PayPal。随后，Direxion、GraniteShares等资管机构又陆续发行了数十只单股票ETF产品。

单股票ETF多为杠杆型产品，为投资者提供多倍做多、做空单只股票的机会。从杠杆模式上，单股票ETF主要可以分为以下四种：

#### 多倍做多单股票ETF

此类ETF的单日涨幅目标是标的股票单日涨幅的正倍数。比如AXS 2X PFE Bull Daily ETF (PFEL)就是以辉瑞日涨幅的2倍作为跟踪目标的。

#### 单倍做空单股票ETF

此类ETF的单日涨幅目标是标的股票单日涨幅的相反数。代表性ETF包括AXS TSLA Bear Daily ETF (TSLQ)。当特斯拉上涨1%，该ETF的目标涨幅为-1%。

#### 多倍做空单股票ETF

此类ETF的单日涨幅目标是标的股票单日涨幅的负倍数。代表性ETF包括AXS 1.25X NVDA Bear Daily ETF (NVDS)。当英伟达上涨1%，该ETF的目标涨幅为-1.25%。

#### 收益对冲单股票ETF

此类ETF通过期权的方式帮助投资者获取非线性收益。代表性ETF包括Innovator Hedged TSLA Strategy ETF (TSLH)。该ETF为Option Collar策略产品，其单日涨跌幅跟踪特斯拉的单日涨跌幅，但是被限制在-10%~9.29%的区间。

单股票ETF的发行为高风险偏好的投资者提供了更为丰富的投资标的，但市场普遍对此类产品持有谨慎的态度。美国证券交易委员会委员Caroline Crenshaw曾在SEC官网上提出，如果持有单股票ETF超过1日，再平衡和复利机制会导致持有此类ETF的收益相较标的股票出现显著的偏差。财富顾问们普遍认为单股票ETF带有更多的短期投机属性，不会将其推荐给普通的投资者。

## 2.2.巴黎气候协定主题ETF

2022年巴黎气候协定主题(Paris-Aligned)ETF受到市场关注。19个ESG策略产品中有3只是巴黎气候协定主题ETF，管理规模合计11.0亿美元，占比新发ESG策略产品规模的76.43%，3只产品的规模分列19个ESG策略产品中的1、3、4位。

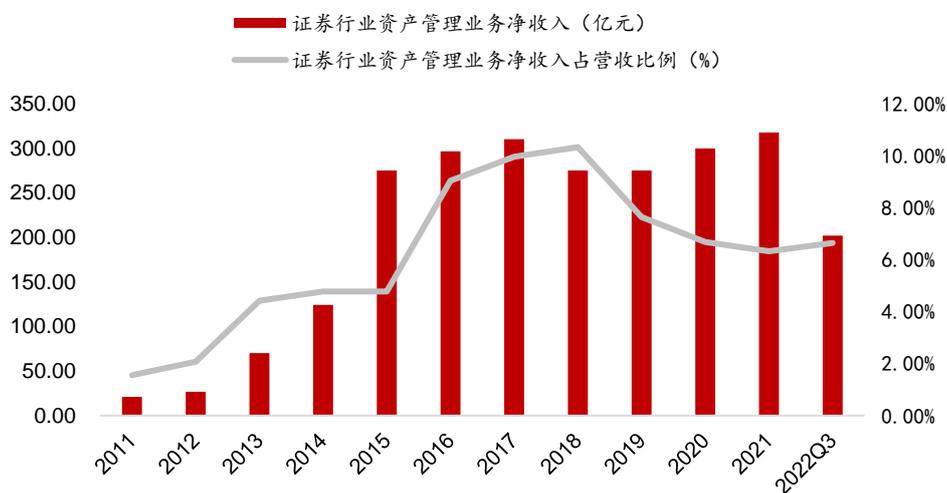
在3只新发巴黎气候协定主题ETF中，BlackRock发行的iShares Paris-Aligned Climate MSCI USA ETF (PABU)规模最大，达到9.2亿美元。PABU所跟踪的指数是MSCI USA Climate Paris Aligned Benchmark Extended Select Index。该指数是在MSCI USA Index(母指数)的基础上进行了ESG优化策略后得到的子指数，其ESG优化策略聚焦在气候变化议题上。具体来看，该优化策略旨在投资于欧盟分类气候授权法案中最低技术标准之上的经济活动，同时遵从TCFD(气候相关财务披露工作组)相关建议，并以全球1.5摄氏度温升为目标(使用MSCI气候在险价值以及降碳率等指标衡量目标完成情况)，最终将指数面临的、由极端气候变化带来的风险敞口降低了至少50%，此外该优化策略通过使用MSCI低碳转型评分以及剔除化石能源相关标的的筛选策略，来提高“绿色”标的以及把握气候变化机遇的标的的权重，同时降低“棕色”标的、高碳排放标的(考察范围1、2、3)以及暴露在气候变化风险的标的的权重。另外，该指数剔除了存在ESG争议(例如火箭、动力煤开采、油气等)以及和争议性武器有关联的公司。

## 七、2022 年券商资产管理年度报告

### 1. 业务动态：公募业务牌照放开，新发产品规模下降

2022 年作为资管新规正式落地元年，去通道化、回归资产管理初心的效果显著，券商私募资管规模持续压降，券商主动管理规模创新高。“一参一控一牌”政策正式落地，公募业务牌照放开，鼓励券商资管子公司等一众资管机构参与公募市场竞争，券商申请子公司热情高涨，但是受权益市场波动叠加债市大幅调整影响，券商资管产品全年运营难度升高，新发产品数量和规模下降，存量产品改造迎瓶颈期，券商资管规模化收入减少。根据中证协披露，2022 年前三季度，140 家证券公司合计实现资产管理业务净收入 201.95 亿元，同比下降 8.05%，占行业营业收入比例为 6.64%。为了突破困境，券商在产品端丰富 FOF、REITs 条线布局，渠道端加强拓展机构资源的抱团合作，人才端引进投研和公募业务团队，同时券商资管出手自购产品，全年累计自购规模超 3 亿。

图 140 证券行业资产管理业务净收入及占营收比例



资料来源：中国证券业协会，华宝证券研究创新部

#### 1.1. 政策利好：“一参一控一牌”落地，公募化转型布局提速

自 2020 年证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《管理人办法（征求意见稿）》）后，“一参一控一牌”的利好预期吸引多家券商布局公募市场，2022 年重磅政策出台加速了券商资管公募化进程，明确了券商资管参与公募化途径。

2022 年 4 月，证监会推出《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，提出推进证券公司等优质金融机构依法设立基金管理公司，支持证券资管子公司等专业资产管理机构依法申请公募基金牌照。紧接着 5 月《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》（以下简称《管理人办法》）出台，标志着券商资管实现公募化的“一参一控一牌”制度正式落地，即券商可以在参股一家基金公司、控股一家基金公司的基础上，再以资管子公司形式申请一块公募牌照。

对比证监会 2013 年发布的《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》（以下简称《资管机构开展公募业务暂行规定》），以及 2020 年发布的《证券投资基金管理公司管理办法》，《管理人办法》的出台主要有以下三方面的影响：

**第一，放开机构参与公募基金业务的准入条件，统一规范取得公募业务牌照的途径，拓宽了券商资管经营范围。**《管理人办法》延续了《管理人办法（征求意见稿）》的适用机构组成，整合了

敬请参阅报告结尾处免责声明

《公司办法》和《资管机构开展公募业务暂行规定》对资管机构申请公募牌照的要求，将基金管理公司和其他资管机构并称为公募基金管理人，强调公募业务合规持牌经营。

表 126 2013 年以来与公募基金管理机构相关的重要监管文件

文件简称	文件全称	发布时间	适用机构	适用机构的组成
《管理人办法》	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》	2022 年 5 月	公募基金管理人	基金管理公司+其他资产管理机构（证券公司资产管理子公司、保险资产管理公司、商业银行理财子公司、非公开募集证券投资基金管理业务的机构）
《管理人办法（征求意见稿）》	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》	2020 年 7 月	公募基金管理人	基金管理公司+其他资产管理机构（证券公司资产管理子公司、保险资产管理公司、商业银行理财子公司、非公开募集证券投资基金管理业务的机构）
《公司办法》	《证券投资基金管理公司管理办法》	2020 年 3 月	证券投资基金管理公司	基金管理公司
《资管机构开展公募业务暂行规定》	《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》	2013 年 2 月	符合条件的资产管理机构	证券公司、保险资产管理公司以及专门从事非公开募集证券投资基金管理业务的资产管理机构

资料来源：中国证监会，华宝证券研究创新部

**第二，调整了其他资产管理机构范围，删减证券公司申请资格，再度掀起券商申请子公司热潮。**《资管机构开展公募业务暂行规定》中关于符合条件的资产管理机构包括“证券公司”，而《管理人办法》中调整为“证券公司资产管理子公司”，推测其属于对券商参与公募市场的规模附加约束，根据证监会发布的《证券公司设立子公司试行规定》，申请成立资管子公司需要具备较强的经营管理能力，最近 1 年公司经营该业务的市场占有率不低于行业中等水平，用“资管子公司”替代“证券公司”的表述间接表明了，要申请公募牌照的券商需要先具备在私募业务方面的行业领先优势。2022 年共计 4 家资管子公司获批，券商资管子公司数量增至 25 家；另有 4 家券商递交资管子公司申请，申请队列中的券商资管子公司扩至 11 家。

表 127 截至 2022 年 12 月证券公司申请设立资管子公司情况

序号	证券公司	证券公司资管子公司名称	成立时间/申请时间	展业状态
1	东方证券	上海东方证券资产管理有限公司	2010.07	已展业
2	华泰证券	华泰证券(上海)资产管理有限公司	2014.10	已展业
3	国泰君安	上海国泰君安证券资产管理有限公司	2010.10	已展业
4	海通证券	上海海通证券资产管理有限公司	2012.07	已展业
5	财通证券	财通证券资产管理有限公司	2014.12	已展业
6	光大证券	上海光大证券资产管理有限公司	2012.05	已展业
7	招商证券	招商证券资产管理有限公司	2015.04	已展业
8	天风证券	天风(上海)证券资产管理有限公司	2020.08	已展业
9	广发证券	广发证券资产管理(广东)有限公司	2014.01	已展业
10	中泰证券	中泰证券(上海)资产管理有限公司	2014.08	已展业
11	银河证券	银河金汇证券资产管理有限公司	2014.04	已展业
12	安信证券	安信证券资产管理有限公司	2020.01	已展业
13	浙商证券	浙江浙商证券资产管理有限公司	2013.04	已展业
14	长江证券	长江证券(上海)资产管理有限公司	2014.09	已展业
15	兴业证券	兴证证券资产管理有限公司	2014.06	已展业
16	东北证券	东证融汇证券资产管理有限公司	2015.12	已展业
17	渤海证券	渤海汇金证券资产管理有限公司	2016.05	已展业

敬请参阅报告结尾处免责声明

18	德邦证券	德邦证券资产管理有限公司	2015.03	已展业
19	国盛证券	国盛证券资产管理有限公司	2015.05	已展业
20	甬兴证券	上海甬兴证券资产管理有限公司	2020.01	已展业
21	山西证券	山证（上海）资产管理有限公司	2021.05	已展业
22	国金证券	国金证券资产管理有限公司	2022.09	已批复
23	申万宏源	申万宏源证券资产管理有限公司	2022.11	已批复
24	万联证券	万联证券资产管理（广东）有限公司	2022.11	已批复
25	中信证券	中信证券资产管理有限公司	2022.12	已批复
26	五矿证券	/	2019.11	申请中
27	华金证券	/	2020.08	申请中
28	国海证券	/	2020.10	申请中
29	中金公司	/	2021.03	申请中
30	中信建投	/	2021.04	申请中
31	华创证券	/	2021.04	申请中
32	东兴证券	/	2021.10	申请中
33	国信证券	/	2022.04	申请中
34	国联证券	/	2022.04	申请中
35	华安证券	/	2022.06	申请中
36	长城证券	/	2022.07	申请中

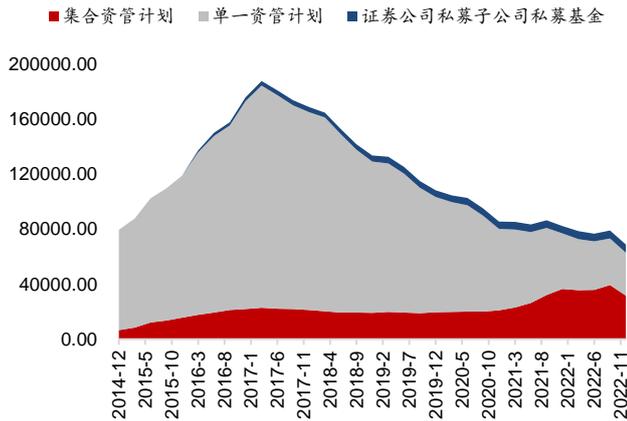
资料来源：中国证监会，公司公告，华宝证券研究创新部

**第三，新规迅速落地，首批券商资管子公司申请公募牌照申请已受理，头部入局公募意愿强烈。**《管理人办法》自 2022 年 6 月 20 日起施行，截至 2023 年 1 月，已有 2 家头部券商资管子公司递交公募基金牌照申请获受理，分别是招商资管、广发资管，根据中基协披露 2022 年四季度证券公司私募资产管理月均规模排名，广发资管、招商资管以 2,991.21 亿元、2,284.57 亿元规模分列行业第 7 位、第 9 位，待公募资格获批后，“一参一控一牌”全方位参与公募市场竞争。

## 1.2.业务提升：私募主动管理规模创新高，公募业务渗透率有所提升

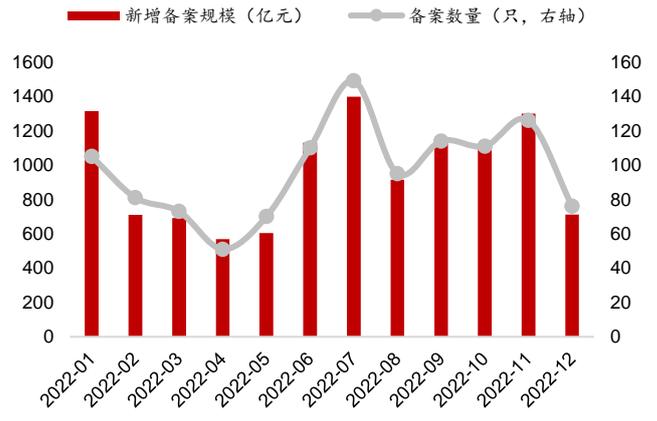
**券商私募资管规模持续压降，管理规模结构有所改善，发力主动管理初见成效。**根据中基协披露，截至 2022 年末，券商私募管理规模（不含证券公司私募子公司私募基金）为 6.28 万亿（2021 年末为 7.69 万亿），同比降幅 18.23%，主要是以通道业务为主的定向资管计划规模缩小。券商集合资管计划规模首次超过单一资管计划，截至 2022 年末，集合资管计划规模 3.18 万亿，成为券商私募资管产品中的主力。券商资管作为资产证券化产品发行主力，2022 年存续规模和新增规模都呈现不同比例减少，根据中基协披露数据，截至 2022 年末，存续企业资产证券化产品 2200 只，同比减少 1.35%，存续规模 1.95 万亿，同比下降 13.47%；全年新增备案规模 1.16 万亿，新增产品备案数量 1161 只。

图 141 2022 年券商私募规模持续压降 (亿元)



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 142 2022 年企业资产证券化业务备案情况



资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

分机构来看，2022 年头部券商资管私募规模整体缩降压力较大，受四季度产品赎回影响，大部分券商较年初管理规模有不同程度减少，中金公司 2022 年四季度月均规模同比腰斩一半。2022 年也不乏资管规模逆势增长的中小券商，安信证券、首创证券私募资管月均规模增至 TOP20 榜单，国金证券四季度月均规模突破 2000 亿元，主动管理的权益类产品、结构融资业务以及高端资管的定制业务拉动集合资管业务规模迅速提升。

表 128 2021 年与 2022 年四季度证券公司私募资产管理月均规模 (亿元)

序号	公司名称	2022 年四季度月均管理规模(亿元)	2021 年四季度月均管理规模(亿元)	四季度月均规模同比变化 (%)
1	中信证券	10917.06	10462.53	4.34%
2	中银证券	5342.99	4111.76	29.94%
3	中金公司	4088.02	8575.48	-52.33%
4	光大资管	3934.19	2673.17	47.17%
5	中信建投	3763.76	2326.56	61.77%
6	国君资管	3049.16	2267.79	34.46%
7	广发资管	2991.21	4748.97	-37.01%
8	申万宏源	2585.77	1370.12	88.73%
9	招商资管	2284.57	3480.75	-34.37%
10	国金证券	2000.06	833.31	140.01%
11	平安证券	1964.93	1346.76	45.90%
12	华泰资管	1872.92	2353.97	-20.44%
13	中泰资管	1614.77	1678.37	-3.79%
14	财通资管	1211.19	1010.67	19.84%
15	安信资管	1184.15	未上榜	/
16	首创证券	929.42	未上榜	/
17	国信证券	923.01	1032.86	-10.64%
18	五矿证券	826.66	983.82	-15.97%
19	银河金汇	823.5	694.55	18.57%
20	东证资管	684.72	784.81	-12.75%

资料来源：中国证券投资基金业协会，华宝证券研究创新部

持有公募牌照的券商资管机构实现公募业务规模同比提升，中部资管机构规模扩容增速较快。截至 2022 年末，共有 6 家券商、8 家券商资管子公司合计 14 家券商机构取得公募牌照，除了北京高华证券、国新证券（原华融证券）、东兴证券（资管公募业务已转移至东兴基金）暂无公募资管数据披露，其余 11 家券商机构均在公募业务有所布局。Wind 数据统计显示，截至 2022 年末，券商

旗下公募基金数量达 360 只，合计规模 6896.97 亿元，同比增长 1.55%，其中非货规模 5347.34 亿元，同比下降 7.22%，国君资管、中泰资管、浙商资管 2022 年公募产品规模增幅 50% 以上。

在公募业务渗透率方面，随着持牌机构逐步倾斜向公募规模的投入，渗透率不断提升。根据各上市券商 2022 年中报披露，截至 2022 年 6 月 30 日，9 家已上市的持牌券商机构的所有管理资产规模（私募+公募）为 26309.27 亿元，公募业务规模为 7203.89 亿元，占比达 27.38%，较 2021 年末提升 2.84 个百分点。整体来看，持牌券商机构首尾差异较大，在公募产品竞争中有提升但仍处于相对弱势，除了东证资管、财通资管、山证资管（2021 年山西证券已将公募业务移交至资管子公司）公募规模占比超过 40% 外，其余机构均在 20% 左右。

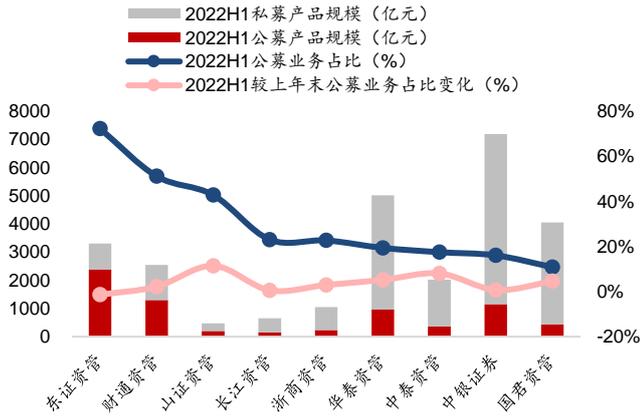
在公募产品分布方面，2022 年券商机构管理的公募产品以债券型和混合型产品为主，在创新公募产品方面实现较大优势。根据 Wind 数据显示，截至 2022 年末，11 家券商机构合计管理债券型产品 3194.82 亿元，占比 46.32%，混合型产品 1908.15 亿元，占比 27.67%，货币型产品 1549.64 亿元，占比 22.47%，股票及其他产品规模仅 244.38 亿元，千亿规模以上的机构为 3 家，分别是东证资管、财通资管和中银证券。内部各机构管理产品差异较大，如华泰资管和国君资管以管理货币市场型产品为主导；东证资管和国都证券管理混合型产品较多。2022 年券商机构利用全业务链条优势，在管理公募 REITs 产品方面取得较大突破。截至 2022 年末，市场上共有 14 家公募机构管理 24 只 REITs 产品，规模为 770.88 亿元，其中，包含了浙商资管、华泰资管、国君资管 3 家券商持牌机构管理的 4 只产品。发行 REITs 既丰富产品线奠定产品差异化竞争基础，又能将券商投行、自营、财富、资管等业务进行高度协同，最终形成有机联动。

表 129 2022 年持牌经营的证券公司及其资管子公司管理公募基金资产净值及排名情况

2022 年全部基金资产净值排名	证券公司及其资管子公司	截至 2022 年末全部基金资产净值 (亿元)	全部规模同比 (%)	截至 2022 年末非货币型基金资产净值 (亿元)	非货规模同比 (%)	全部基金净值排名同比变化
33	东证资管	2071.21	-23.21%	1911.22	-25.55%	-9
39	财通资管	1245.56	-0.61%	1173.17	-0.77%	+3
49	中银证券	1065.78	-5.09%	868.14	-11.98%	-2
54	华泰资管	929.70	26.12%	202.88	24.04%	+8
81	国君资管	444.11	109.24%	244.06	14.99%	+21
84	中泰资管	401.30	95.32%	357.58	74.04%	+19
94	浙商资管	272.63	56.07%	268.24	53.56%	+10
105	山西证券	176.48	12.71%	124.11	37.31%	+1
107	长江资管	158.95	28.00%	77.31	-3.04%	+4
111	渤海汇金	130.75	22.07%	120.12	19.71%	+3
151	国都证券	0.51	-42.72%	0.51	-42.72%	-4

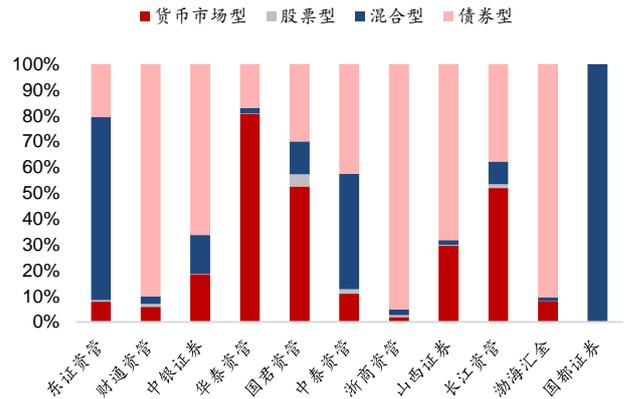
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 143 截至 2022H1 券商全部资产管理规模及公募业务占比



资料来源：母公司 2022 年中报，华宝证券研究创新部

图 144 2022 年券商公募管理规模分布



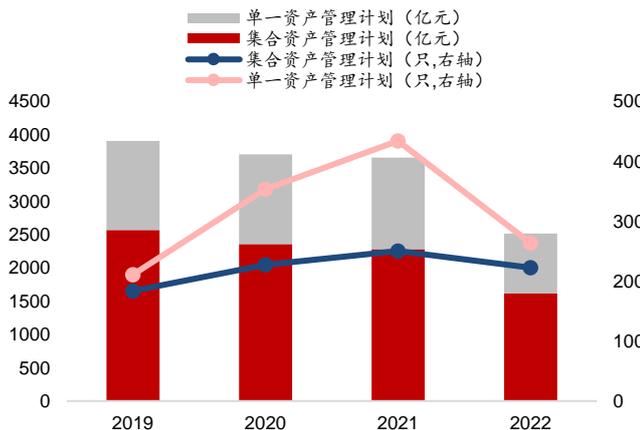
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 1.3. 面临挑战：私募新发数量规模下降，大集合产品公募化改造遇瓶颈期

受 2022 年权益市场波动及债市下调影响，券商资管新发产品数量和规模双降，存量的大集合产品改造受阻，3 年改造期满暂无公募牌照的机构无法实现产品规模扩增，存量和增量的双重挑战使券商资管收入下滑。

2022 年 1-12 月，券商私募资管发行备案产品数量 4856 只，同比下滑 29.01%，发行产品规模 2514.28 亿元，同比下滑 31.16%。单一资管计划的新增备案规模大幅减少，2022 年券商资管单一资产管理计划备案通过 894.19 亿元，首次跌破千亿，同比降幅达 34.85%，集合资管计划受市场影响减少了 659.65 亿元，仅备案通过 1620.09 亿元。券商私募资管自 2018 年后新增产品的去通道化，集合资管计划的新增规模占比呈小幅提升的趋势。分产品类别来看，2022 年券商私募资管新增设立产品规模以固收型产品为主，其新增设立规模 1795.75 亿元，占比 71.42%；其次为混合类产品，新增设立规模 532.36 亿元，占比 21.17%，权益类产品新增规模有所压低，新增设立规模仅 69.3 亿元，占比降至 4.65%，同比下降 4.4 个百分点。

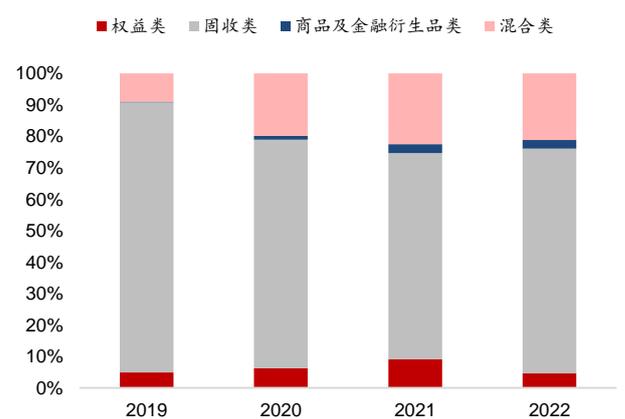
图 145 2019-2022 年券商私募资管产品新增设立规模情况



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

注：设立规模指备案通过时间在当期的产品（含当期备案当期清盘的产品）初始备案时的初始规模或募集规模。

图 146 2019-2022 年券商私募资管产品新增设立规模分布



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

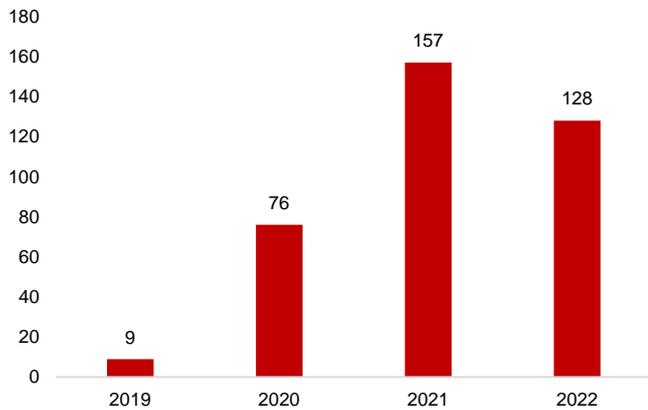
注：设立规模指备案通过时间在当期的产品（含当期备案当期清盘的产品）初始备案时的初始规模或募集规模。

在大集合产品改造方面，券商大集合存量产品改造放缓，Wind 数据显示，2022 年券商大集合公募化改造产品 128 只，同比 2021 年的 157 只改造产品数量下降 18%，以债券型产品改造落地数量最多。截至 2022 年末，券商大集合存量产品改造数量约 370 只，以存量债券型、混合型产品改

敬请参阅报告结尾处免责声明

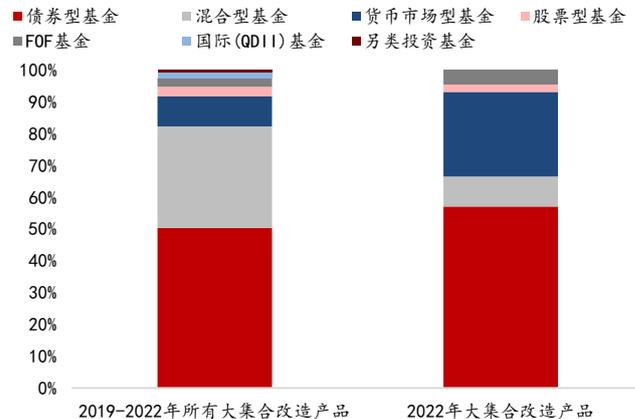
造为主，分别改造 186、118 只，合计占比超过 80%。从规模来看，2022 年大集合产品改造进入尾期，改造产品规模有所提升，截至 2022 年末，部分券商资管大集合改造产品规模突破 350 亿元。在改造进程中，公募牌照成大集合改造“卡脖子”的关键。首批在 2019 年 8 月获批推进大集合资管计划改造的券商资管，因三年改造期满，暂未取得公募牌照，已有 2 家公告改造产品到期延期。由于目前监管暂未批复公募牌照申请，预期 2023 年会有更多券商发布改造产品延期公告，影响大集合产品的增量产品规模扩容。

图 147 2019-2022 年券商大集合产品改造数量（只）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 148 2019-2022 年券商大集合改造产品的分布情况



资料来源：中基协，华宝证券研究创新部

## 2. 产品表现：投资布局趋于多样，市场震荡收益分化

### 2.1. 私募资管：债券型产品表现更优，部分中小券商特色产品突出

2022 年私募集合资管计划产品整体表现欠佳，Wind 统计显示，剔除 2022 年新成立的以及没有更新净值数据的产品后，截至 2022 年末，2438 只券商私募资管集合理财产品平均收益率为-1.39%，主要系权益类产品投资拖累整体业绩表现，首尾产品差异较大。券商私募资管产品数量方面，债券型、FOF 和混合型基金占据主要地位，合计产品数占比超过 90%；分类别来看，仅债券型集合资管计划和货币市场型集合资管计划 2022 年投资平均收益为正，含权益类产品的股票型、混合型等产品受市场波动影响，整体收益情况较不理想。

表 130 2022 年券商集合理财产品数量（只）及收益情况（%）

序号	投资类型	纳入统计产品数量（只）	2022 年平均收益（%）
1	债券型	1548	3.17
2	货币市场型	27	0.27
3	FOF	306	-8.37
4	国际(QDII)	4	-8.99
5	混合型	438	-10.15
6	股票型	101	-10.27
7	另类投资	14	-16.23
	合计	2438	-1.39%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

根据 2022 年私募资管产品平均收益 TOP10 榜单，头部券商优秀私募产品收益排名靠前，中小券商精细化赛道特色产品突出。在含权益类的股票型产品、混合型产品中，头部券商资管产品收益

更靠前，如中金公司、中信建投均有产品净值增长超过 50%。债券型产品中，申港证券、中泰证券、太平洋证券的多只产品 2022 年年化收益均超过 10%。

## 2.2.大集合改造：产品收益表现差距较小，股票型改造产品相对弱势

券商大集合改造产品以债券型、混合型为主导，总体规模较小，整体业绩差异较小。Wind 统计显示，在剔除 2022 年新成立的以及没有更新净值的产品后，截至 2022 年末，29 家券商管理的 234 只参公大集合产品 2022 年平均收益率-9.49%。纳入统计的 100 只混合型产品中，受股债市场波动影响，仅 3 只偏债混合型产品取得正收益，其余混合型产品净值均有下跌。

表 131 2022 年券商大集合改造产品数量（只）及收益情况（%）

序号	投资类型	纳入统计产品数量（只）	2022 年平均收益（%）
1	货币市场型	1	1.22
2	债券型	111	0.64
3	另类投资	3	-1.36
4	国际(QDII)	7	-7.02
5	股票型	8	-12.59
6	FOF	4	-19.48
7	混合型	100	-20.62
	合计	234	-9.49

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

分机构来看，各家机构的产品布局不同，部分中小券商在深耕领域产品表现较亮眼。债券型产品方面，东北证券资管子公司东证融汇 2021 年底改造的多只债券产品霸榜前三，随后为中信证券的资管产品，2022 年年均收益率超过 3%。混合型产品方面，仅华安证券 3 只混合型产品取得 1%左右的正收益，其余券商大集合改造产品均是负收益情况。从产品的收益分布来看，券商还是延续了固收产品的管理经验，在股票产品改造落地方面较为滞后，股票型产品数量较少、规模较小、回撤较大。

## 2.3.公募产品：债券型基金稳健发力，产品布局侧重不同

11 家持牌机构的整体产品表现仍然呈现出债强股弱。Wind 统计显示，在剔除 2022 年新成立的以及没有更新净值的产品后，截至 2022 年末，438 只券商公募基金平均收益率为-7.72%，债券型基金和混合型基金占据了市场产品数量的 85%以上。业绩层面，债券型产品 2022 年平均收益勉强保持在 1%左右，混合型产品 2022 年平均收益跌幅较大。

表 132 2022 年持牌券商管理的公募产品数量（只）及收益情况（%）

序号	投资类型	纳入统计产品数量（只）	2022 年平均收益（%）
1	货币市场型	21	1.68
2	债券型	174	0.98
3	REITs	1	-1.26
4	FOF	13	-10.23
5	混合型	188	-14.78
6	股票型	41	-16.39
	合计	438	-7.72

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

各家持牌券商及其资管子公司因为投研经验积淀、发展历程以及团队建设等因素，在公募产品布局时的侧重各有不同。业内最为成熟、入局最早的东证资管在权益型基金投研体系方面相对成熟，敬请参阅报告结尾处免责声明

也是唯一一家在混合型产品管理规模上突破 2000 亿元的券商资管；中银证券、财通资管延续了证券公司在债券型产品的管理优势，通过稳健投资的债券型基金吸引了大量投资者，其管理的债券型基金规模均突破 1000 亿元；入局较晚的浙商资管等则抓住发行新型产品的机会，率先布局 REITs 产品，配合券商全业务链条优势，打通财富管理等多项业务协同发展。

### 3. 发展展望：五大考验亟待思考，推动转型特色发展

#### 3.1. 券商资管子 vs 保险资管 vs 理财子，有何公募化入局优势？

根据《管理人办法》，证券公司资产管理子公司、保险资产管理公司、商业银行理财子公司均可以作为“其他资产管理机构”申请公募牌照，三类机构在公募入局方面各有千秋，其中券商凭借投研背景、更相似的团队管理和产品运营机制以及较早布局等优势，在申请牌照方面更为积极。

**银行理财子最突出的优势是渠道端强大。**相比其他资管机构，商业银行具备雄厚的客户资源储备，营业网点布局广，销售团队配置成熟，可以实现客户的精准触达。银行理财子可以利用母公司客户资源，依靠银行业金融机构、银保监会认可的其他机构实现产品代销，同时公募理财还可以通过电视、互联网渠道进行宣传。

**保险资管具备较强的资金端优势，但公募布局规模较小。**保险资金规模庞大，资金来源稳定，可以为保险资管展业提供稳定的资金端支持。与理财子和券商资管相比，险资更加关注绝对收益的获取，偏好通过大类资产配置实现长周期投资，久期偏长，资管业务布局可选产品范围窄。同时保险系公募基金布局规模小，据 Wind 统计，目前保险系公募基金仅 7 家，高端管理人才配置与券商资管子和银行理财子相比有所欠缺。

**券商资管投研体系和人员配置完善，具备全业务链服务优势，且已有成熟入局案例。**保险资管和理财子投研能力相对薄弱，券商持续深耕研究业务，在宏观策略、资产配置、行业研究等领域有所建树；投行业务在资产端获取、定价方面具备优势；财富管理业务积累了大量的 C 端和机构类客户。券商资管权益投资能力更强，不仅能够与理财子、保险资管偏好债券类投资形成产品布局差异化，在资管主动管理转型中也更具灵活性。此外，券商资管人才配置完善，高端人才储备充足，激励机制相对完善。目前券商已经在公募基金领域积极布局，券商系公募基金达 67 家，其中东证资管已具备成熟的公募模式，能够为券商资管子发展提供借鉴。

#### 3.2. 持牌券商资管的成熟公募模式，有无复制可能？

东证资管作为持牌券商资管中管理公募产品规模最大的机构，凭借**强股东背景+业内最早持牌地位、广泛渠道绑定+丰富产品线布局、合规文化+成功品牌打造**等多项优势，享受前瞻布局红利，跻身公募机构规模排名的三十强，堪称券商资管参与公募市场的成功案例。截至 2022 年末，11 家持牌券商资管子公司中有 8 名百亿权益类基金经理，6 名花落东证资管，包括孙伟（217.02 亿元）、王延飞（202.39 亿元）、李竞（198.49 亿元）、张锋（153.12 亿元）、张伟锋（139.36 亿元）、秦绪文（116.77 亿元），中泰资管和财通资管各有一名，分别为姜诚（152.86 亿元）和姜永明（107.79 亿元）。

从团队稳定性方面来看，东证资管凭借中长期考核激励机制留住了绝大部分基金经理。根据 Wind 数据统计，截至 2022 年末，在东证资管任职 4 年以上的基金经理数有 11 位，居 11 家持牌机构之首，第二名的财通资管也仅有 5 位基金经理任职期超过 5 年，较长任职年限代表了公司就业吸引力和稳定性，给予基金经理足够的时间检验产品布局，也会赢得稳健长期投资者的偏爱。

在产品布局方面，东证资管也是相对成熟，不同于其他券商出身的持牌机构以固收产品为主，东证资管以股混类产品见长。对于其他 11 家持牌券商资管来说，完全复制东证资管的公募转型模式可能性较小，在券商内部业绩竞争激烈，外部银行理财、保险资管等“公募候选人”蓄势待发的双重压力下，实现公募赛道的弯道超车难度较高。但其他持牌券商资管可借鉴东证资管发展模式：以“专业投研+专业服务”为把手，加强投研团队建设，结合市场环境、客户需求及自身特色，落实投资端和资产端的研发，树立品牌优势；采用中长期考核和人才培养机制，引导投资经理着眼长期价值，为客户带来长线投资回报。

### 3.3. 券商资管推动公募化业务转型，该如何布局发展？

在大财富管理背景下公募市场蓬勃发展、牌照放开政策利好、现有私募规模去通道化主动管理能力待提升等前提下，券商资管向公募化业务布局发展确是大势所趋，而且券商申请公募牌照在主体原则上仅限券商资管子公司，也就意味着券商资管子公司的定位和未来发展的基点是以公募业务为主。但当前公募基金市场规模破 25 万亿后增速放缓，市场上超过 1 万只基金同质化严重，公募机构规模集中度趋高，如何尽可能发挥所长赢得公募市场竞争力是摆在券商资管转型前的难题。

根据现有公募机构的管理成功经验，券商资管后发制人的关键在**团队打造+标签化运营+市场营销**。首先，如前所述，券商相对保险资管、银行理财子等机构，在投研人才、激励机制方面与公募基金更为接近，券商资管需要在引入成熟基金经理、合规前提下给予基金经理更多自由度、打造成成熟基金投研模式方面下功夫，让券商资管成为优秀公募基金经理的理想工作去处，给予基金经理发挥空间。

其次，券商资管可以在**产品管理方面针对基金经理的多种维度进行标签化，在发展模式上考虑实施覆盖五大赛道的矩阵式打法**。所谓的五大赛道是针对基金经理的投资风格、培养机制、运营模式而提出：第一种是短平快打法，支持多点开花，基金经理针对涵盖市场热点、预期重点战略的多个行业进行持仓布局，在市场大盘走势向好时不仅能为产品赢得业绩，也为公司赚到口碑；第二种是术业专攻式打法，仅重仓 1-2 个领域，让基金经理贴上某领域的专家标签，给投资者打上印象烙印；第三种是小组模式打法，团队形式作战，3-5 人基金经理形成团队组合，以团队形式各自发挥所长，走稳健风格道路；第四种是学院派打法，从研究出发，完善内部培养机制，从投研内部提拔人才。这是券商系公募的优势，像国泰君安资管、中银证券、华泰证券资管等持牌机构都是将研究员作为储备军，完善内部培养机制、挖掘更多人才；第五种是量化打法，发挥金融科技的优势，学习海外资管的成熟模式，其高频量化投顾的手段和系统不仅可以用于券商私募资管衍生品投资等领域，也可以考虑平移推广到基金产品的设计、筛选、投研等方面。

最后，券商资管在**市场营销方面相对其他基金公司仍有很大进步空间，需破除桎梏、接地气式地拉近和投资者距离**。除了全面向公域流量渗透，如进行公开直播、录制短视频、抓住市场热点多方位完善投顾工作外，2022 年基金公司持续推陈出新：在 ETF 产品宣传过程中将基金经理打造成类似“选秀式团体”推向大众；养老金入市后，迅速上线相关产品进行推广和撰写相应科普推文，向投资者传递养老必要性的观点；和银行渠道深度绑定进行窗口端传导等。相较基金公司的营销方式，券商资管在总部层面的宣导力度有待加强。

### 3.4. 弥补去通道化业务萎缩，私募资管规模该如何提升？

2018 年资管新规发布后，从券商资管规模压降、收入减少且业务占比下降、新发产品数减少均可以看出，在粗放发展模式被规范化后，行业对券商资管的主动管理能力提出了更高的要求。券商在平衡增长私募资管规模和改善业务结构的过程中任重道远：一方面，个别难以处理的长期限股权

类资产规模亟待压降；另一方面，主动管理规模短期难扩增，如何在合规要求下实现规模化收入提升是券商在后资管时代的工作重点。

**服务国家战略，规范促进股权投资业务。**政策端针对券商资管规范化发展，监管也在不断出台政策查漏补缺，推行差异化监管，释放股权投资业务的利好信号。2023年1月13日，证监会修订了《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及其配套规范性文件《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，明确从事并购投资、私募股权投资的资管计划不受“同一机构管理的全部集合资管计划投资单一资产不超过该资产净值的25%”限制，为开展“投早”、“投小”的创业投资及并购投资打开了空间，并引导资金合理加大私募股权投资，鼓励券商私募资管发展。同时2023年2月全面注册正式启动，各市场板块明确定位，券商资管在积极服务国家战略、支持实体经济发展、助力共同富裕中迎来重要发展机遇。券商资管既可以通过已有投研体系服务于“投早”、“投小”，也可以创设相关低碳类、科创类、专精特新类主题资管产品，为前沿科技企业提供投融资支持和发展助力。

**加大权益类资产布局，丰富“固收+”策略。**根据美国投资公司协会（ICI）2022年12月披露数据显示，截至2022年三季度末，全球受监管的开放式共同基金（对应我国的开放式公募基金）总规模56.19万亿美元（不含FOF），其中股票型基金24.77万亿美元，占比44%，接近半壁江山，证券公司的权益类在管产品比例对比国际水平相差甚远。随着国内管控政策放开，2023年经济修复预期加强，权益类市场投资非常具有吸引力，券商从投研端出发，加大多市场板块的权益资产布局，吸引更多中长期资金参与，扩大主动管理规模。同样，券商在债券领域深耕多年，结合其在固收产品的优势和权益资产的投入，丰富“固收+”的产品组合，提升稳健投资，这也是扩大主动管理规模的重要途径。

**全员投顾化发展，从大财富管理端贴近客户需求。**在大财富管理背景下，券商相对银行等机构触手并不长，直接面对的个人客户有限，在客户服务和信任管理方面主要靠前台的投资顾问来触达。根据中证协披露，2017-2022年投资顾问人数年均增幅达12.8%，投顾人数占从业人数比例从11.76%跃升至20.84%，足见券商对于投顾端拉动资管规模的重视。随着可投资资产增加，居民对产品收益波动更为敏感，对热点舆情更为关注，当前投资顾问人数远远无法支撑起客户端的需求反馈和信任陪伴，未来券商一定是全员投顾化的倾向，做好需求端的输送和反馈，促使券商资管端的长久发展，回归“受人之托、代人理财”的本质。

**基金专户子分类监管启动，券商资管子或可合规扩容提高市场份额。**2023年2月，中国证监会证券基金机构监管部发布2023年第1期《机构监管情况通报》，基金专户子公司分类监管正式启动。近年来，基金子私募资管产品表现不佳，存续规模逐步缩水。根据中证协披露，2023年1月末基金子公司私募资管产品存续规模为18275.79亿元，环比下降4.83%，市占率环比下降1个百分点至13%。同时，基金子公司产品数量和资产规模逐步下降，据Wind统计，截至2022年末，基金子公司资产规模19,202.95亿元，环比缩减8.74%，基金子公司管理产品数量3521只，同比2021年末减少613只。随着基金专户子分类监管正式启动，行业将进一步强化基金子公司的合规管理与风险管控职责，审慎从严监管将会出清部分经营不善的基金子公司，或会进一步压缩基金子私募资管产品规模市占率。券商资管未来可以聚焦私募资管领域继续发力，丰富产品种类提高产品数量，在风控合规前提下努力提升市场占有率。

### 3.5. 马太效应强者恒强，中小券商资管路在何方？

从当前券商各业务条线收入规模来看，资管业务同样保持二八分层，头部效应明显，行业集中度较高。中小券商相对头部、外部渠道机构合作资源相对匮乏，内部团队建设激励机制较不完善，品牌化声誉建设相对乏力，在未来的资管业务竞争中如何利用“特色化”差异实现突破是中小券商的必思课题。从近几年进行业务沉淀并实现厚积薄发的中小券商资管经验中看出，特色化要义在于

敬请参阅报告结尾处免责声明

盘活现有所有资源、打通业务协同链条、加大“投”“顾”两端投入，将主动管理能力打造成为核心竞争力，驱动行业梯队格局变化。

### 业务端：以全面注册制下的投行业务为火车头，拉动财富管理+资产管理业务

券商打造“大资管”需打通各个业务链条，利用证券公司多业务协同优势、全面注册制下依托投行部门为火车头带动、合规前提下挖掘更多可靠投资项目，最终拓宽资金流向；依托研究所完善投研框架，广泛覆盖各个资本市场投资标的，自上而下宏观层面引导长效资金投资；依托衍生品业务，设计另类投资产品，挖掘更高潜在回报率产品；依托前台经纪业务，了解客户需求动向，精准投放产品，放大投行业务+财富管理+资产管理效应，打通资金端到资产端的服务链，强化协同机制的生态闭环效应，举全业务之力，贴上特色化标签，实现资管业务发展。

### 产品端：强化公募产品研究，扩大产品条线种类，丰富和同业机构合作模式

在产品端设计方面，保持合规前提下的抢滩布局，强化公募产品的基础研究。为了满足投资者需求，服务于企业发展，监管也在探索保障投资者权益前提下的公募产品创新，近年来推出的公募 REITs、同业存单指数基金、ETF、ESG 主题等产品，都是布局的热点和焦点。例如浙商资管积极研究和参与 REITs 试点的各项工作，依托股东背景和公募牌照率先实现产品试点落地，抢先行业头部等券商参与创新产品。除了场内公募产品，商品和金融衍生品类等场外产品也是券商资管布局的重点，通过扩大产品线，定向根据同业机构的需求丰富合作模式。

### 运营端：善用金融科技工具，提高运营效率，打造数字化生态

中小券商在资金运用方面，更要用到“刀刃”上，而信息技术投入就是抓住弯道超车机会的重点投资。近年来券商资管积极探索数字化进程，优化交易及风控系统，在智能获客、智慧投研、数字化运营等多方面提升竞争力。多家资管投资交易系统的合规模块更新迭代，新一代资管业务合规风控管理系统纷纷上线，不断提升合规风控系统的准确性、稳定性，新一代资管系统为券商实现追求可持续的绝对收益目标提供更好支撑。面对我国现有超过 2 亿的投资者规模，大多数券商的系统承载能力有待加强，中小券商可以抓住行业转型机遇，完善 IT 系统建设，打造以业务场景为抓手的资管生态，更早载入 AI 式自主服务，给用户提供更好的投资体验，才能在数字化竞争中拔得头筹。

## 八、2022 年互联网金融年度报告

### 1. 温故知新：2022 年数字金融发展回顾

#### 1.1. 数字金融：互联网金融向平台和数字经济的转变

平台经济是数字经济时代背景下的新型经济模式，已经成为引领经济发展和科技创新的新动力，正在逐渐成长为国民经济的中流砥柱。近年来，国家政策层面大力支持平台经济发展，也为平台经济的发展不断注入信心。2022 年 12 月 17 日，中央经济工作会议提出：“要大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手”。因此，传统的互联网金融已经逐渐被平台经济和数字经济概念所代替。本文把互联网金融的外在表现与内在实质相结合，用数字金融的新定义来概述互联网金融的发展。

##### 1.1.1. 分类管理，发挥平台经济的支柱效应

平台经济对国民经济的重要性不言而喻。如今，平台经济不断涌现的新业态和新服务不仅满足了消费者个性化、多样化和品质化的消费需求，更推动了消费扩容提质，打开了增长新空间。

根据国民经济行业分类，平台经济按服务对象、作用机制等不同，可以分为生产服务平台、生活服务平台、科技创新平台、公共服务平台等四种类型，深刻作用于经济社会各领域。

表 133 传统意义平台经济四大类

平台类型	平台功能	细分种类
互联网生产服务平台	专门为生产服务提供第三方服务平台的互联网活动。	覆盖研发设计、生产制造、经营管理、销售服务等领域，包括互联网智能制造服务平台、互联网协同制造平台、互联网生产监测感知平台平台、互联网大数据服务平台、互联网大宗商品交易平台等。
互联网生活服务平台	专门为居民生活服务提供第三方服务平台的互联网活动。	覆盖“衣、食、住、行、玩”等领域，包括互联网零售平台、互联网订餐平台、互联网酒店住宿平台、互联网出行购票平台、互联网旅游平台、互联网娱乐应用服务平台、互联网音视频服务平台等。
互联网科技创新平台	专门为科技创新、创业等提供第三方服务平台的互联网活动。	覆盖研创意、技术、产权、孵化等领域，包括互联网创新创意平台、互联网技术交易平台、互联网科技成果平台、互联网知识产权平台、互联网众创平台、互联网众创平台、互联网众扶平台等。
互联网公共服务平台	专门为公共服务提供第三方服务平台的互联网活动。	覆盖政务治理、环保节能、数据共享等领域，包括互联网政务平台、互联网公共安全服务平台、互联网交通服务平台、互联网市政服务平台、互联网节能平台、互联网环境保护平台、物联网数据开放平台等。

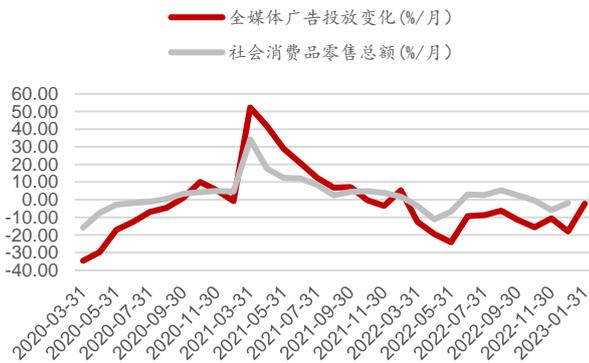
资料来源：国家统计局《2021 年国民经济行业分类注释》，华宝证券研究创新部

随着数字经济和数字社会快速发展，外卖骑手、快递员、网约车司机、网约家政服务员和网络主播等平台用工已成为当前重要的新就业形态，规模快速增长。平台经济在云计算、电子商务、互联网医疗等新兴领域的投入，也推动了我国数字经济的快速发展，助力数字技术与实体经济的融合创新。

自新冠疫情发生以来，以线上为代表的各项新型消费业态，凭借着能够超越时间和空间限制、高效连接广大用户和产品、重构“人货场”、减少供需之间信息不对称、与即时互动等优势，不仅大大降低了经营者销售和消费者购买之间的成本，还有效促进了生产、流通、经营等各个环节运行的提

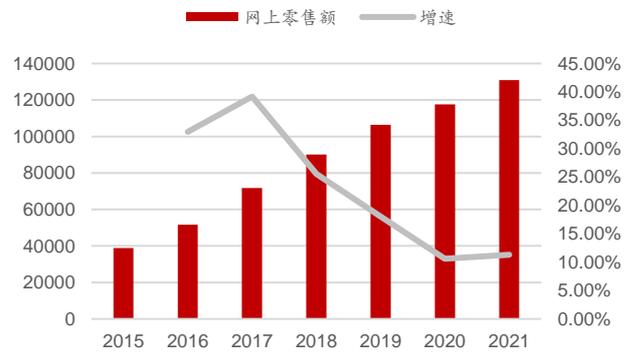
质增效降本，为消费市场的复苏和复工复产的推进提供了重要支撑。而新型消费恰恰是典型的平台经济业态，这也足以凸显出平台经济的经济价值和社会价值。

图 149 社会消费品零售总额和全媒体广告投放变化



资料来源：ifind，华宝证券研究创新部

图 150 网上商品和服务零售额及增速



资料来源：ifind，华宝证券研究创新部

从数据来看，自 2020 年疫情爆发以来，全媒体平台广告投放迅速增长并同步带动社会消费品零售总额增长，其中以网上商品和服务零售额增长为主力。根据国家统计局数据显示，2022 年 1 至 11 月，全国网上零售额达 12.46 万亿元，同比增长 4.2%。与此同时，自 2021 年以来，网上商品消费增速下行趋势也逐步显现，阿里巴巴、京东、拼多多等主要电商平台营收增速出现下滑，平台经济发展基本面也持续承压，主要平台企业的营收增速、利润水平、市值规模均出现不同程度的下降。

### 1.1.2. 强化监管，完善平台经济营商环境

党的二十大报告指出，“加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合”，平台经济有利于提高全社会资源配置效率，推动技术和产业变革朝着信息化、数字化、智能化方向加速演进，有助于贯通国民经济循环各环节，也有利于提高国家治理的智能化、全域化、个性化、精细化水平。

一方面，平台经济全面推动数字经济发展，平台经济的不断壮大，可为数字经济高质量发展注入全新动能，带动如工业互联网平台、数字农业平台和数字政府平台等各类互联网平台产业规模提升。党中央、国务院围绕平台经济统筹工作部署，为平台经济发展指明目标和方向，为数字经济创新发展注入全新动能。

表 134 历年政府工作报告关于强调发展平台经济的相关表述

年份	平台经济相关政策表述
2018	1、要提供全方位创新创业服务，推进“双创”示范基地建设，鼓励大企业、高校和科研院所等开放创新资源，发展平台经济、共享经济，形成线上线下结合、产学研用协同、大中小企业融合的创新创业格局，打造“双创”升级版。 2、推进智能制造，发展工业互联网平台。
2019	1、坚持包容审慎监管，支持新业态新模式发展，促进平台经济、共享经济健康成长。 2、推行网上审批和服务，抓紧建成全国一体化在线政务服务平台。 3、打造工业互联网平台，拓展“智能+”，为制造业转型升级赋能。 4、加快建设科技创新资源开放共享平台，强化对中小企业的技术创新服务。
2020	1、深化新一轮全面创新改革试验，新建一批双创示范基地，坚持包容审慎监管，发展平台经济、共享经济，更大激发社会创造力。 2、发展工业互联网，推进智能制造。
2021	1、深化新一轮全面创新改革试验，新建一批双创示范基地，坚持包容审慎监管，发展平台经济、共享经济，更大激发社会创造力。 2、发展工业互联网，推进智能制造。
2022	1、引导大型平台企业降低收费，减轻中小商户负担。

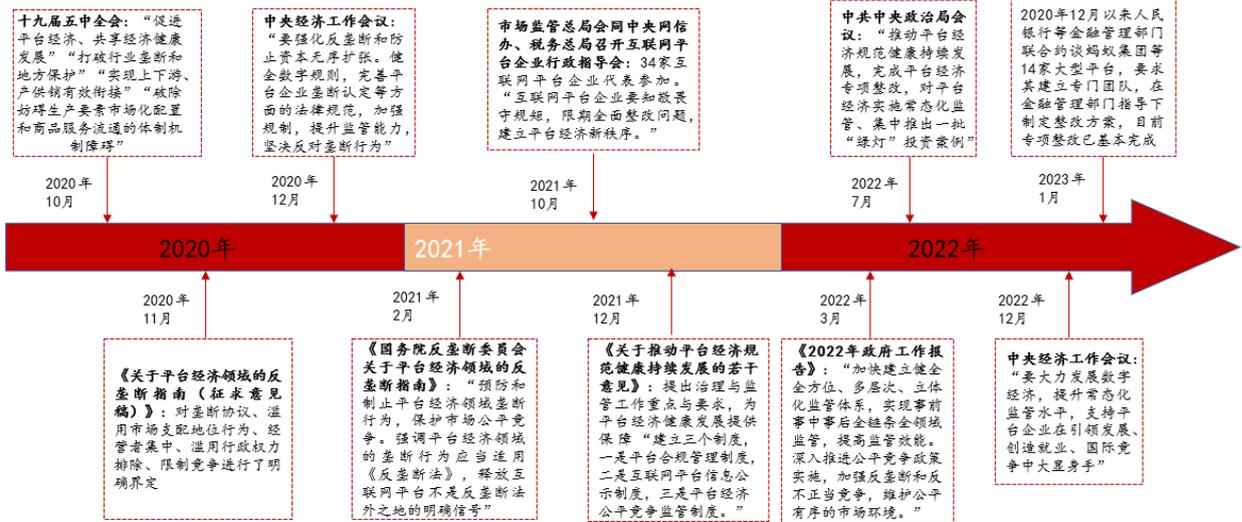
敬请参阅报告结尾处免责声明

- 2、深入开展大众创业万众创新，增强双创平台服务能力。
- 3、着力培育“专精特新”企业，在资金、人才、孵化平台搭建等方面给予大力支持
- 4、加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力

资料来源：国务院历年《政府工作报告》、华宝证券研究创新部梳理

另一方面，平台经济的规范化健康发展，对于我国建设数字经济可持续发展至关重要。2022年《中华人民共和国反垄断法》针对部分平台企业凭借垄断地位或技术优势，通过“二选一”、“大数据杀熟”等方式，侵害经营者、劳动者和消费者的合法权益，扰乱正常经济秩序的行为。完善了反垄断相关制度规则，遏制资本无序扩张，强化了平台企业的监管，加大了对垄断行为的惩治力度。

图 151 近三年针对平台经济发展的监管政策



资料来源：国务院，发改委，华宝证券研究创新部

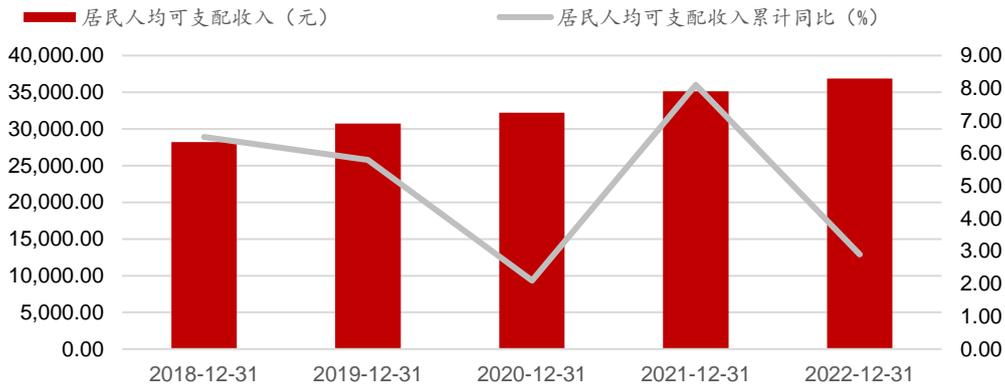
综合改革动向与平台经济发展情况，本文认为，我国平台经济监管政策调整将紧跟科技发展步伐，针对部分短期新兴领域如元宇宙、区块链、数字货币等将延续采取“监管沙盒”的模式，针对可能产生的漏洞如反洗钱、投机倒把和非法避税等行为采取必要干预与监管指导补缺口等形式，避免出现从监管政策层面对新兴事物的过度挤压，干扰市场经济主体的正常运行。对于已经暴露出来的平台经济在发展过程中所出现的问题，参考2022年央行对于金融业务存在的无牌经营、监管套利、无序扩张、侵害消费者权益等问题的整改报告，企业合规经营、公平竞争，提升消费者保护意识等举措将是未来平台经济监管政策的重要抓手。

## 1.2. 智慧创新，需求细分引导平台经济发生变革

近年来，国内早期互联网红利逐渐消耗殆尽，各家用户增长见顶。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的第51次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至2022年12月，我国网民规模达10.67亿，较2021年12月增长3549万，互联网普及率已达75.6%，较2021年12月仅增长6.8%，增速进一步下滑。而在2022年受到疫情状况波及，全球疫情进一步改变了人们居家生活习惯的影响下，以互联网平台为基的数字经济在全球范围内得到了快速普及。

另一方面，受疫情影响，2022年我国人均可支配收入增长出现下滑现象，商品的流通受疫情阻塞并不畅通，而这一现象直接影响到双十一收官后，天猫、京东等平台均未公布2022年双十一最终交易数据。而同一时间，部分小众领域如国潮文创、宠物周边、IP联名产品的销售量却逆势取得正增长，表现出当下消费需求的特异化与对高质量产品的追求逐渐升温。

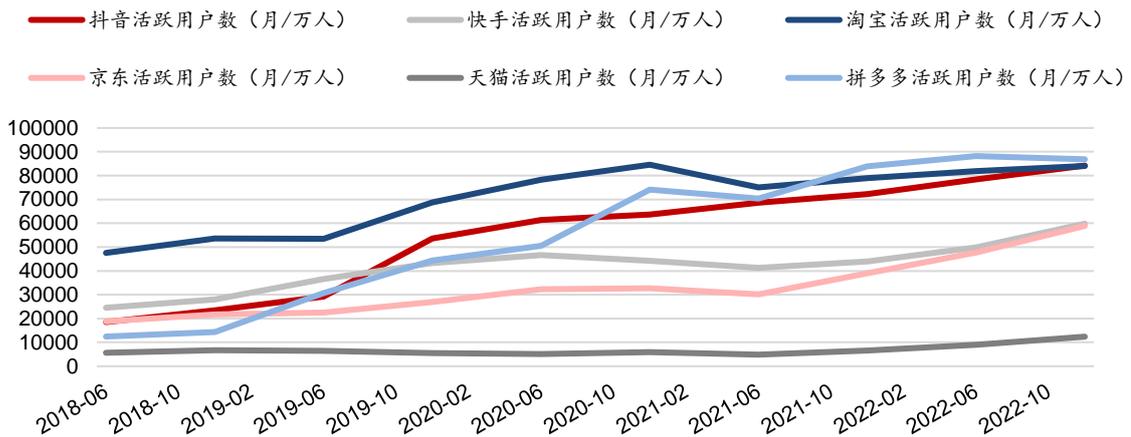
图 152 近三年针对平台经济发展的监管政策



资料来源：ifind，华宝证券研究创新部

在这一由需求创新所引领的平台经济发展过程中，以抖音、拼多多为代表的新兴平台企业表现在近 5 年显著强于以淘宝、京东为代表的传统消费电商。截至 2022 年末，拼多多月均活跃用户数已突破 8 亿人，仅用了 7 年时间达成这一目标，而淘宝达成这一目标用了将近 20 年。

图 153 各主流平台活跃用户数近 5 年变化



资料来源：ifind，华宝证券研究创新部

平台经济未来应实现从传统要素驱动向创新驱动转变，在推动高质量发展的同时走内涵式的发展道路，增强数字经济发展内生动力。首先，从理念、目标、制度到具体领域等工作细节进行全方位变革，提高数字经济发展的质量效益，优化供给体系质量。其次，平台经济通过有效市场和有为政府相结合，激发企业主体活力，改善供需关系，提高供给效率。特别是放眼人口众多的东亚东南亚国家，随着经济发展和人口上涨，数字经济需求必然进一步扩大，数字经济市场发展潜力巨大。中国互联网企业的全球化之路虽不平坦，但是大势所趋。2022 年 TikTok 和 SHEIN 的迅速崛起，也为中国互联网全球化突围提供了新的成功案例，本文判断未来的海外市场或将成为中国互联网企业的下一个可持续增长点。

## 2.纵贯东西：2022年数字金融生态回顾

### 2.1.数字人民币：数字金融底层要素迈向国际化发展

针对2022年疫情风控与海外区块链虚拟货币如火如荼的特殊状况，由央行牵头组织各级单位，在数字人民币方向进行大规模试点，并取得了一系列突破性进展。

央行对数字人民币的定义，数字人民币是由人民银行发行，由指定运营机构参与运营并向公众兑换，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与纸钞和硬币等价，并具有价值特征和法偿性的可控匿名的支付工具。数字人民币的概念有两个重点，一个是运行模式采取两层体系的数字人民币是数字形式的法定货币，也就是流通中的现钞和硬币，因此将与实物人民币长期并存，助力普惠金融。

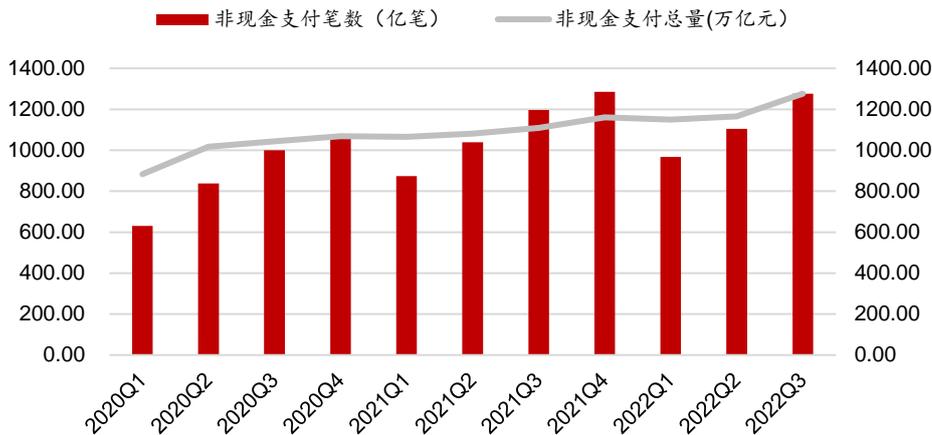
表 135 数字人民币发展历程

序号	主体单位	数字人民币关联事件	时间
1	中国人民银行	央行正式成立数字货币研究所，着眼于实时交易结算、资源利用、敏感数据保护以及加强区块链技术的风险预防研究。	2017年1月
2	深圳、苏州、雄安新区、成都市政府	数字人民币相继在深圳、苏州、雄安新区、成都开启测试。	2019年9月
3	中国人民银行	央行发布《盘点央行的2019：金融科技》，表示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。	2020年1月
4	中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、中国邮政储蓄银行和交通银行	六大国有银行全面推出并开始推广数字人民币钱包。包括京东、美团等互联网头部平台，与上海地铁自动贩卖机等实体购物中心，同步开始接受数字人民币作为支付货币。	2021年3月
5	中国人民银行、香港金管局	人民银行数字货币研究所与香港金管局就数字人民币在内地和香港地区的跨境使用进行了技术测试。	2021年4月
6	深圳、苏州、雄安新区、成都市政府	深圳、雄安新区、苏州、成都等地陆续开启数字人民币红包发放试点工作。	2021年1月
7	支付宝	数字人民币接入支付宝新增饿了么、盒马等三个子钱包，数字人民币APP更新。	2021年5月
8	中国人民银行	数字人民币试点场景截至2021年年末已超过808.51万个，累计开立个人钱包2.61亿个，交易金额875.65亿元。	2021年12月
9	青岛西海岸新区	全国首批数字人民币线上贷款落地青岛。	2022年4月
10	中国人民银行	中国人民银行数字货币研发工作组发布了《中国数字人民币的研发进展白皮书》，为当下数字人民币发展研究提供了最新指导。	2021年7月
11	厦门市农业农村局、人民银行厦门市中心支行等	全国首场“农业碳汇交易助乡村、数字人民币万人购”活动在厦门市同安区莲花镇白交祠村启动。	2022年6月
12	中国国际服务贸易交易会	中国国际服务贸易交易会在京召开，人民银行数字货币研究所设计的数字人民币IP“圆圆”首次公开展出。	2022年9月

资料来源：中国证监会，公司公告，华宝证券研究创新部

从数字人民币定位上来看，数字人民币是央行发行的法定货币，主要定位于现金类支付凭证（M0），将与实物人民币长期并存。数字人民币与实物人民币一样具备货币的价值尺度、交易媒介、价值贮藏等基本功能。另一方面，我国网络零售市场消费升级趋势明显，受此影响近年来的非现金支付比例持续提高，总支付量在2022年已经达到1003.83万亿。

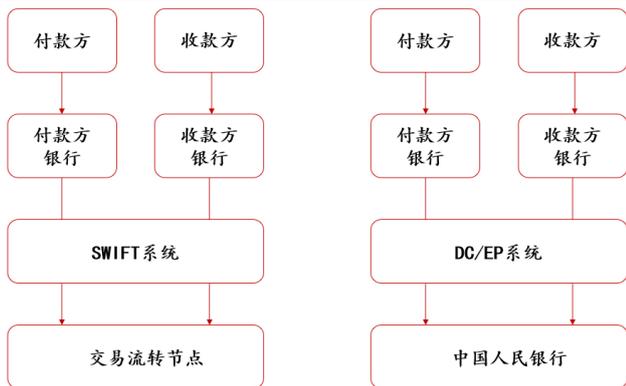
图 154 2020-2022Q2 我国非现金支付表现



资料来源：中国人民银行官网、国家统计局、华宝证券研究创新部

从框架来看，我国数字人民币架构上大致分为三层：发行层（中国人民银行）；流通层（指定运营机构：目前 10 家国有商业银行）；用户层（商户和消费者）。在三层运营的基础体系上，存在第 2.5 层，三方支付机构网络层（支付宝、微信、城商行），三方支付机构不直接参与同央行间的数字人民币的兑换，主要提供交易场景设计服务。

图 155 DC/EP 结算对比 SWIFT 系统结算



资料来源：中国人民银行，华宝证券研究创新部

数字人民币在框架之外包括更加灵活的 2.5 层，顶层优势是不产生利息，不产生交割等复杂的东西。流通层中的商业银行作为央行指定的运作机构，承担起维持数字人民币稳定运转，提供服务支持数字人民币兑换、现金存取。由于目前数字人民币仍处于试点流通阶段，因此流通层中尚未纳入除国有大行外的商业银行，而根据《非银行支付机构网络支付业务管理办法》第九条规定，非银行支付机构不得经营或者变相经营货币兑换、现金存取等业务。因此三方支付机构无法作为流通层参与数字货币的直接兑换。采取流通层与三方网络机构的分层运作，能够有效加速资金回流商业银行的速度和效率，促进其发挥金融中介作用，为货币政策传导提供更直接、高效的渠道。

通过运用以区块链技术为基础的数字人民币可以降低金融市场风险，为国际主体打造安全便利的跨境支付结算系统，提升境外投资者对人民币的持有信心。防范数字人民币被用于洗钱、恐怖融资、电信诈骗等犯罪行为，同时可以为打击跨境违法犯罪提供信息支持。通过境外支持数字人民币的银行进行兑换即可进行交易，降低使用人民币的交易成本，从而激励更多的境外主体持有、使用数字人民币，从而削弱美元霸权地位。截至 2022 年末，我国数字人民币流通值 M0 已突破 100 亿大关，预计 2023 年正式发行后将达到千亿规模，从而强化稳固人民币市场地位，同时也将开启新一轮的海内外人民币交易浪潮。

图 156 数字人民币运行框架



资料来源：中国人民银行，华宝证券研究创新部整理

## 2.2. 数字智能：OpenAI 为生态带来新的增长机遇

作为微软旗下 OpenAI 团队为人工智能行业注入的一针强心剂，ChatGPT（Chat Generative Pre-trained Transformer）于 2023 年年初一经发布就点燃了市场，重塑了互联网平台与人工智能的行业生态。

ChatGPT 的神经网络有多达 1600 多亿的参数，数量接近人类大脑的神经网络，能够在大量文本数据集上预先训练深度神经网络，然后在特定任务上对其进行微调，回答所有提问或生成文本。在此之前，一般的人工智能、机器学习、聊天对话软件在很大程度上都是局限于观察、分析和内容分类以及图像识别。而 ChatGPT 作为以生成性为技术核心的人工智能，在生成新内容的能力上表现突出。比如 ChatGPT 可以根据我们的需要去创建新的文本、生成程序代码、诗歌、文章和艺术品或图像视频等。

从竞品对象来看，OpenAI 基于大数据、大模型所打造的 GPT 系列产品，在识别、理解、决策、生成效果上表现优异，相比于目前海内外已有的产品处理能力更高，在文本、图像乃至视频等领域内容生成的可能性和商业化潜力更强。

表 136 境外 ChatGPT 类似产品

产品	所属公司	产品简介
Bard	Google	基于谷歌 LaMDA 模型，提供支持的全新实验性对话谷歌 AI 服务，有编写代码功能，可从互联网直接提取最新数据，表现已接近人类水平但和 ChatGPT 相比仍有差距。
Sparrow	Deepmind	与 ChatGPT 类似，使用强化学习(RL)进行训练，无代码编写能力，可从互联网直接提取数据。
Neuroflash	Neuroflash	基于 GPT-3.5 构建的智能聊天助手，无需网络端访问接口，可从文本编辑器访问。有代码编写能力，可直接从互联网提取数据。
JasperChat	Jasper	目前市场上最流行的文本生成器之一。有代码编写能力，无互联网提取数据功能。
Chatsonic	Writesonic	目前仍处于测试阶段，无编写代码功能，有互联网提取数据功能，可以访问当下谷歌数据库，回答内容质量高于 ChatGPT，拟人程度相较于 ChatGPT 仍有差距。
Perplexity AI	Perplexity	Perplexity 基于 OpenAI 的搜索引擎开发，无代码编写能力，可从互联网直接提取数据。但截至目前，拟人程度与答案搜集质量表现不佳，其功能更偏向于搜索引擎。

资料来源：相关公司官网，华宝证券研究创新部

相比较海外产品在人机交互方向的表现，截至 2023 年 3 月，国内的类 ChatGPT 产品从数据处理能力到数据处理效果都有待于提升，部分产品在发布后市场反响显著不及预期，但从整体上来看我国在 AI 大模型方向已有所布局，相关成果转化还需要一定时间，对标海外产品而言不存在技术壁垒，市场需静待算力与多模态数据训练的规模化转变。

表 137 境内 ChatGPT 类似产品

产品	所属公司	产品简介
文心一言	百度	“文心一言”是一款人工智能对话产品，目前正处于内测和试用阶段。这是继 ChatGPT 人工智能对话产品后，我国第一个宣布开发类似产品的企业。目前在训练量、算力、模型构建完备性上仍存在巨大进步空间。
ChatJD	京东	ChatJD 包含一个平台、两个领域、五个应用。1 个平台指 ChatJD 智能人机对话平台，预计参数量达千亿级。2 个领域包含零售与金融领域。5 个应用包含内容生成、人机对话、用户意图理解、信息抽取、情感分类，涵盖零售和金融行业复用程度最高的应用场景。
阿里巴巴通义大模型	阿里巴巴	阿里类 ChatGPT 产品目前也处于内测阶段。2021 年，阿里巴巴达摩院先后发布多个版本的多模态及语言大模型，使用相对较少算力即实现 10

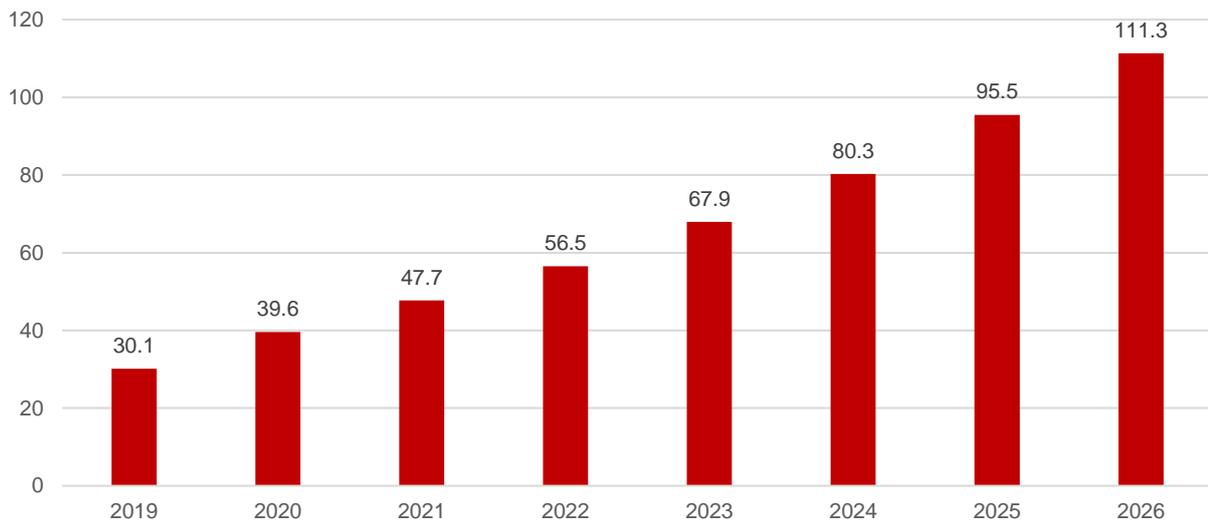
敬请参阅报告结尾处免责声明

		万亿参数大模型 M6，降低了大模型训练门槛。阿里巴巴通义大模型系列已在超过 200 个场景中提供服务，实现了 2%~10% 的应用效果提升。
“混元”AI 大模型	腾讯	腾讯目前在 AI 大模型、机器学习算法以及 NLP 等领域拥有技术储备，并表示在 ChatGPT 相关方向上已有布局。腾讯“混元”AI 大模型在 MSR-VTT、MSVD、LSMDC、DiDeMo 和 ActivityNet 五大跨模态视频检索数据集榜单中先后取得第一名的成绩，实现了该领域的大满贯。
AI 学习机	科大讯飞	5 月将推出 AI 学习机产品。在认知智能领域，公司已陆续开源了 6 大类、超过 40 个通用领域的系列中文预训练语言模型。AI 学习机、讯飞听见等将成为公司类 ChatGPT 技术率先落地的产品，将于 2023 年 5 月发布。

资料来源：相关公司官网，华宝证券研究创新部

模型预训练过程需要消耗大量算力。ChatGPT 在 Transformer 的模型架构下，预训练过程可以根据上下文一次处理所有输入，实现大规模并行计算。通过堆叠多个解码模块，模型的层数规模也会随着提升，可承载的参数量同步增长，模型训练所需要消耗的算力也就越大。从统计上来看，我国通用算力规模自 2019 年以来增长超过 80%，截至 2022 年算力规模已达到每秒 56.5 百亿亿次浮点运算，后续随着我国的高质量发展战略与智慧赋能相关政策制度落实，以及“东数西算”的战略规划逐步落实，预计我国算力能力与数据能力也将迎来迅猛发展。

图 157 2019-2026 中国通用算力规模及预测（百亿亿次浮点运算/秒）

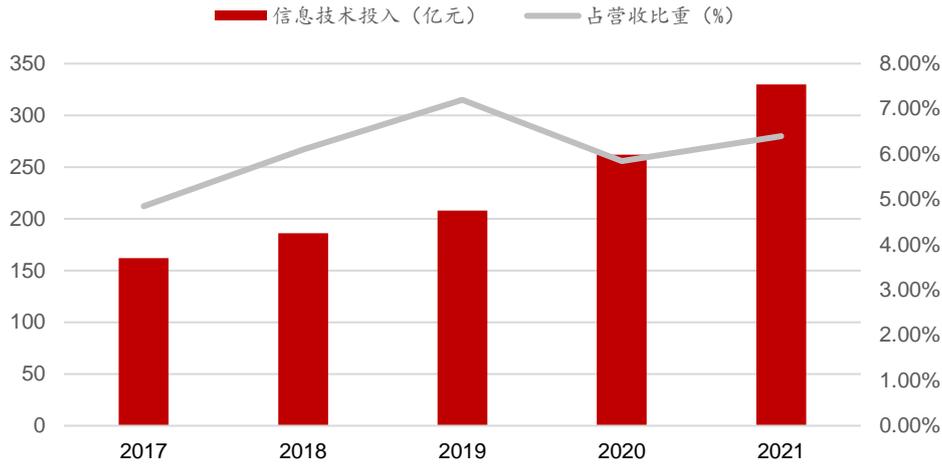


资料来源：IDC 国际数据公司、华宝证券研究创新部

### 3. 精耕细作：国内金融生态如何拥抱数字金融时代？

以证券公司未来发展为例，当下证券公司在信息技术开发投入正逐年上升，我国证券行业信息技术在 2022 年投入 338.20 亿元，同比增长 28.7%，2017 年至今，行业证券公司在信息技术领域累计投入近 1200 亿元。持续增长的信息技术投入比例为推进证券行业数字化转型提供了资本支撑市场。

图 158 证券公司信息技术投入

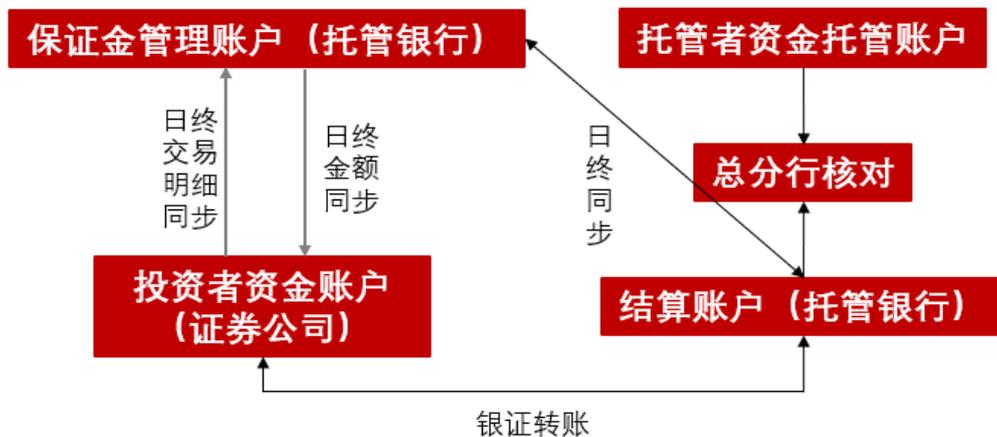


资料来源：ifind、华宝证券研究创新部

### 3.1. 积极参与，证券业参与数字人民币试点建设

从数字货币建设方面看，目前相关建设已经趋于成熟。通过数字人民币购买理财产品，交易基金已经逐步形成可靠完善的体系，在加强反洗钱监控方面，数字货币在现行三方存管体系下形成了巨大助力。券商、银行等各参与方因业务独立、数据隔离等原因，导致客户静态信息不一致、动态信息不完整，识别分析大额和可疑交易方面存在的困难等问题，可通过接入数字人民币的可溯源性进行一站式解决。

图 159 三方存管运作示意图



资料来源：ifind、华宝证券研究创新部

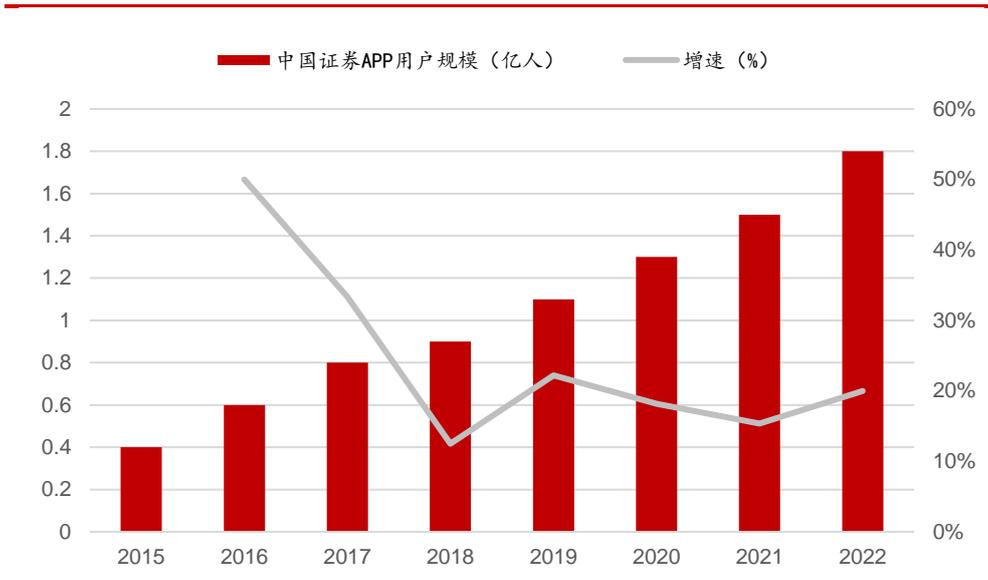
随着数字人民币相关测试与革新工作在证券领域逐渐深化，数字人民币的支付结算体系不断完善，相关应用场景也在不断跟随需求更新。截至目前，数字人民币在全国 34 个省级行政区的测试工作仍在进行，进行模式围绕监管沙盒在限定范围内展开，部分高流动性领域也尚未完成相关测试，在当下运行体系定调后，距离数字人民币接入股市、债市交易指日可待。

在第三方消费场景运用方向，商家接入数字人民币在技术维度上面临的情况较复杂。数字人民币钱包管理功能与现有的结算系统结合，在正式上线前，全社会共同推进数字人民币在全场景应用的系统搭建，体系的安全性、稳定性、合规性有待检测评估。从支付维度，结算维度，场景维度等多方面不断优化商户入驻、开户，结算流程具有必要性。商家总量需要三方支付机构与银行金融机构共同推动普及，使数字人民币支付、兑换与交易更为实用。

### 3.2.线上布局，渠道与流量的争夺

随着互联网传播速度的增快，互联网使用人数的进一步增长，中小证券公司财富管理服务的运营重心已经转向线上运作。一方面我国证券公司数量在近 10 年内迅速增长，后继力量如指南针入局网信证券、华林证券收购海豚 APP，多家券商已经陆续明确互联网展业战略。另一方面，线下网点进一步收缩，根据证券业协会统计，2022 年有 8 家上市券商发布公告撤销超过 20 家营业部及分公司，对比 2019 年的券商营业部及分公司数据来看，券商营业部网点 3 年来减少了 400 余家。相较而言，在证券类 APP 的使用规模上，自 2015 年以来规模持续突破新高，截至 2022 年，证券类 APP 应用市场规模已突破 1.8 亿人，尽管规模增速同比 2016-2018 区间有所放缓，但线下向线上转移的整体趋势仍然存在。

图 160 2015-2022 年中国证券 APP 用户规模



资料来源：ifind、华宝证券研究创新部

然而在线上展业过程中，部分持牌金融机构在进行线上直播销售过程中也存在着展业不规范问题。2022 年 12 月 23 日，中央网信办秘书局、中国证监会办公厅印发了《非法证券活动网上信息内容治理工作方案》，进一步规范证券活动网上信息内容，严厉打击股市“黑嘴”、非法荐股等行为，对证券从业人员通过直播、自媒体等形式非法荐股或编造传播虚假证券信息，多种手段引人入局，造成投资者的财产损失的相关事项给予了通报批评，规范“大 V”开展相关合作模式，禁止直播荐股，强化组织外部人士发表评论的管理。

### 3.3.数字化破局，拥抱大模型 AI

#### 3.3.1. ChatGPT 为基的智能客服或主播，提供全天候投教服务

传统的客户服务工作主要由客服人员来跟踪完成的，由于近年来客户数量规模增大，服务需求增加，很多券商为了降低成本，客服部门往往都是外包第三方公司，然而人员的培训上岗都需要一定的时间，造成展业不便。在未来，预期 ChatGPT 能够更好地强化智能客服，以全新角度帮助客户答疑解惑。

另一方面，随着金融科技的发展，很多金融机构尤其是证券业开始通过视频路演和网络直播等数字化手段开展各种营销培训及投资者教育活动。通过运用数字化手段进行投资者教育，不仅形式

更加生动活泼，有更高的参与度，还可以增加投资者的金融知识，提升投资者的金融素养水平，因而受到越来越多投资者和金融机构的青睐。

表 138 券商 APP 抖音粉丝数量（截至 2023 年 3 月 28 日）

序号	证券公司	抖音粉丝人数（万人）
1	东方财富证券	234.7
2	平安证券	71.2
3	中国银河证券	47.5
4	招商证券	46
5	兴业证券	45.8
6	华泰证券	44.2
7	光大证券	37.2
8	首创证券	36.4
9	国联证券	24.6
10	国金证券	24.2

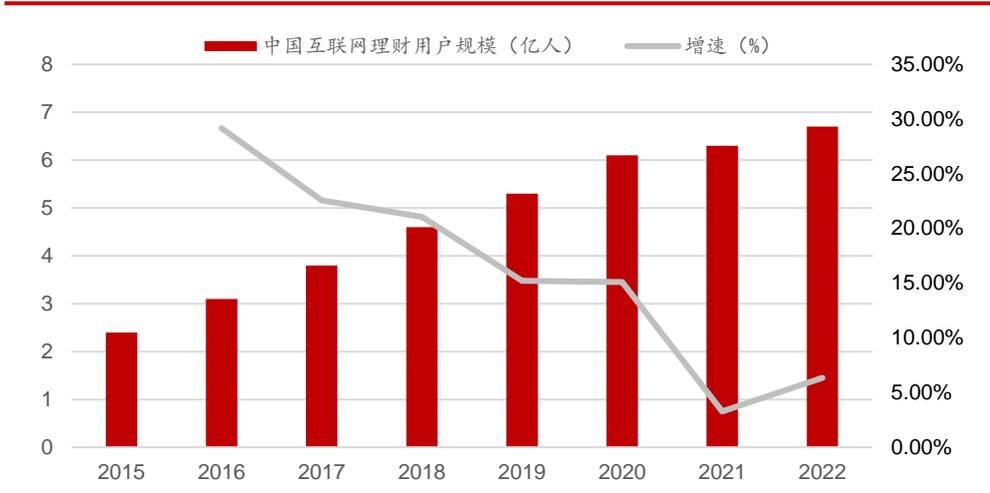
资料来源：直播数据平台，华宝证券研究创新部

2022 年，各券商 APP 明显加大对抖音等公域流量平台的运营力度，目前十余家券商已取得 10w+ 关注量。伴随用户积累，已有部分券商 APP 开始尝试在抖音等平台开展投教和开户活动。而 ChatGPT 的出现，可以打造虚拟主播为投资者提供全天候的投资理财服务，一方面虚拟主播没有时间的限制，能够为投资者提供更为灵活的观看时间；另一方面，虚拟主播的科技属性与新鲜感可以更好拉近和“Z 世代”投资者的距离。同时，以人工智能为基的直播支持角色在未来券业提供直播与投教服务时预计能够产生极大助力，通过实时同观众展开交流，减轻主播压力，能够迅速从多个角度生成示例，供参与者们更好的理解投资理念，协助理清投资逻辑。

### 3.3.2. ChatGPT 为基的智能投顾，提升投顾服务效率

ChatGPT 等新型 AI(人工智能)可以更好地提升智能投顾的服务水平。一方面，ChatGPT 可以为投资者提供“智能理财投资顾问”的服务，更好地理解市场行情、选择投资产品和策略。从决策层面上看，首先，ChatGPT 可以帮助投资者快速定位投资机会，通过分析市场数据，对投资者提供有用的分析，比如分析股票的收益率和波动率，以及分析特定市场的行情。其次，帮助投资者做出投资决策。聊天机器人可以收集投资者的投资目标，根据投资者的需求和预算分析投资组合，帮助投资者选择最佳投资组合，为投资者提供有价值的投资建议。最后，为投资者提供及时的投资资讯。ChatGPT 可以定期监测市场行情，并向投资者发送及时的市场资讯，帮助投资者及时了解市场动向，提高投资者的投资效率。

图 161 2015-2022 年中国互联网理财用户规模



资料来源：ifind、华宝证券研究创新部

另一方面对于证券行业，ChatGPT 也可以为券业服务人员提供“智能销售助理”的服务角色，可以对销售人员的销售行为、推荐话术等进行有针对性的辅导和建议，帮助理财经理树立更强的专业性，提升服务客户水平，从而提升产品和客户需求的匹配度，更好地提升客户资产配置的效率。

### 3.3.3. ChatGPT 为基的营销策划，实现差异化传播

目前，券业品牌宣传尤其依赖大众传播，一方面主要因为涉及到相对复杂的理财知识等，投资者和机构之间存在着很多的信息不对称；另外一方面，券业产品的专业太强而且传播内容和方式等受到了监管部门严格的监管，同时同质化程度较高，往往需要写作大量的文案，不仅费时费力，而且这样的文案往往缺乏吸引力、内容冗长、差异化并不明显，从而导致传播效果不佳。

随着 ChatGPT 出现，AIGC(人工智能生成内容)成为现实，未来可以更好地帮助券商生产个性化和差异化的营销文案，更好地宣传品牌和提升产品的影响力。内容生产的创作模式发展主要分为四个阶段，通过 AIGC 生成的内容不仅包括传统的营销文案等，还包括图像、音乐、视频及 3D 交互内容等，可以以更加生动有趣的形式进行产品宣传和品牌传播。同时，AIGC 的效率比传统的 PGC(专业生产内容)或 UGC(用户生产内容)有了大幅的提升，一方面可以更好地提升工作效率，另外一方面也可以协助券业生产更具有创意和传播力的文案。

### 3.3.4. ChatGPT 为基的分析助理，协助券业分析师分析数据

随着中国资本市场的发展，尤其随着全面注册制的开启，未来上市公司的数量会不断提升，与此同时，破发和退市将成为常态化，这就对分析师提出了更高的要求。如何更好地选择和甄别优秀的公司将成为券商的核心竞争力。在传统的投研体系中，主要依靠研究员及证券公司研究所卖方分析师提供支持，对海量的数据进行分析和对上市公司进行调研发掘优秀的公司。随着未来上市公司的不断增加，通过传统的分析及调研模式发现优秀的投资标的需要投入更多的资源。ChatGPT 的以下功能，可以协助分析师进行海量数据的分析，提供更多的角度来选择和甄别优秀的投资标的，其功能包括：

(1) 自动审查和反欺诈：通过使用 ChatGPT，机构可以在客户提出特定请求时自动审查并快速发现潜在的欺诈行为，从而避免不必要的损失。

(2) 智能数据分析验证：实现对大量数据的数据库进行有效分析，从而实现数据处理提速增效。

(3) 智能合规审查：自动审查是否符合合规要求，从而有效防止违反监管要求的行为。

随着 ChatGPT 等大模型 (LLM) 的出现和迭代升级，对于证券业来说引入人工智能辅助，能够有效的节约信息搜集所需耗费的时间，原先对于各类的本文数据如新闻、社交媒体、公司公告等需要编写不同的程序模型，设计不同因子来使其在我们的交易中发挥作用，而现在可能只需要调用 ChatGPT 的 API，实现了工作量缩减的质变。截至目前，包括海通证券、申万宏源、广发证券、在内将近 10 家券商已经宣布成为百度“文心一言”首批生态合作伙伴。而部分银行券商已实现首批 ChatGPT 的应用场景。

表 139 ChatGPT 境内金融业落地场景

序号	所属公司	落地场景
1	招商银行	发布名为《ChatGPT 首秀金融界，招行亲情信用卡诠释“人生逆旅，亲情无价”》的推文，这也是国内金融行业首篇使用 aigc 技术发布的品牌稿件
2	江苏银行	联合 ChatGPT 与 Codex 技术，分析行内信息系统运行情况，自动化分析得出相关建议
3	银联商务	成为百度“文心一言”首批生态合作伙伴，也是国内首家引入“文心一言”AI 能力的大型支付机构。
4	海通证券、广发证券等	通过百度智能云全面体验并接入百度“文心一言”，探索大语言模型融入金融应用场景，尝试打造更为丰富、个性化的金融需求挖掘和服务支持等，为客户提供更智能、更有温度的财富管理服务体系。
5	财通证券	使用 ChatGPT 撰写了一份关于医疗美容行业的研报，内容包括行业简介和全球市场概述。在文字表意、标题撰写等方面均具有较高水平，但直接生成的报告可靠性仍然存疑。

资料来源：各券商公开信息，华宝证券研究创新部

目前，ChatGPT 相关产品接入对证券业，意味着券商获得领先 AI 技术的加持，也标志着对话式语言模型技术在国内财富管理场景的着陆。AI 技术+证券公司的合作会提高证券公司业务效率，在智能客服、智能投顾、智能拓客、投资者教育、客户画像等更多场景发挥作用，二者合作给业内发展带来想象空间。一方面，将人工智能接入数据库，代替人工对数据进行挖掘和分析处理，其发现潜在的投资机会可能性将会更大。比如目前已有卖方分析师通过 ChatGPT 撰写行业研究报告分析行业的发展趋势，拥有极为清晰的详细内容介绍，通过从实时新闻等材料中获取市场情绪变化等数据，或通过历史数据等对行业和公司进行纵向或横向比较，从而能做出更加理性和高效的投资决策，有效提升工作效率。截至目前，以 ChatGPT 为代表的大模型 AI 尚无法替代分析师等进行投资决策，因为它是基于历史数据和模型训练得出的，但它并不能像人类一样考虑到更广泛的因素，如经验、判断力、创造力和人际交往等因素，但它依旧可以协助分析师进行数据分析和辅助投资决策，来提升投资决策的效率和准确性。

## 九、2022 年信托市场年度报告

### 1. 信托行业监管环境分析

2022 年是资管新规正式实施的元年，在年初全国信托工作会议上，中国银保监会副主席肖远企在年会上明确提出，为推动信托业顺利转型发展，当前要做好“进行科学的信托业务分类、研究推行信托公司分类监管”这两方面工作。其中，信托业务分类改革的落实贯穿了整个 2022 年。新的信托分类不仅是对“资管新规”文件精神的落实，更是对信托业务转型方向和监管思路的再次确认，对信托公司业务开展新一轮转型具有重要的指导性意义。

同时，“稳妥防范化解处置风险，守住不发生系统性风险的底线。”仍是全年监管的重点。信托项目和信托公司的风险化解依旧是重中之重。大量逾期的房地产信托被通过多种渠道处置；两家被银保监接管的信托公司迎来了各自的结局。

对于 2023 年的行业监管环境，银保监会 2023 年的工作会议指明了一定的方向。会议明确要求“积极推动信托等非银机构聚焦主业转型发展；引导信托公司发展本源业务，持续拆解‘类信贷’影子银行；加快推进金融资产管理公司改革。”预计 2023 年，随着《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》的落地，信托公司分级分类监管制度将进一步实施，这将倒逼信托业非标投资进一步减少，资金投向不断优化，标准化投资快速发展，主动管理能力逐步加强，并逐渐成为信托业新着力点；同时，各家信托公司越来越多地重视创新业务布局，新业务模式、新方向不断涌现。

#### 1.1. 信托业务分类改革的落实是贯穿全年的监管主线

作为信托行业监管风向标，2021 年的信托年会在 2022 年 5 月份召开。中国银保监会副主席肖远企在年会上明确提出，为推动信托业顺利转型发展，当前要做好“进行科学的信托业务分类、研究推行信托公司分类监管”这两方面工作。讲话精神奠定了信托行业全年的监管主线。信托业务分类改革工作具体包括：

一是进行科学的信托业务分类。将信托业务划分为资产管理信托、资产服务信托和公益/慈善信托三大类，并在此基础上进一步进行细分。通过科学分类厘清不同信托业务的边界，并使不同信托业务的表述更加通俗易懂、简明扼要，方便全社会特别是信托委托人理解。

二是研究推行信托公司分类监管。初步考虑根据信托公司监管评级、资源禀赋、受托管理及风险抵御能力等的不同，对信托公司在业务范围、展业地域等方面进行差异化监管，鼓励信托公司走差异化、特色化发展之路。

2022 年 4 月份，部分信托公司收到由监管部门下发的《关于调整信托业务分类有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称“《信托业务分类征求意见稿》”）。据 21 世纪经济报道的消息，10 月份，《关于调整信托业务分类有关事项的通知》正式下发至信托公司，要求限期内进行试填报数据。此次改革设置了 5 年过渡期，过渡期结束后，因违规展业导致的存量整改业务应当清零。同时明确提出了不得开展通道业务和非标资金池业务，坚持压降影子银行风险突出的融资类信托业务。截至本文撰写时点，官方并未对该文件进行公开披露，后续不排除监管将根据填报情况对文件内容做进一步完善。不过我们仍旧可以结合征求意见稿和市场公开信息来了解该文件的核心内容，具体包括以下几个方面：

第一，根据《信托业务分类征求意见稿》，信托业务将被划分为资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托 3 大类。其中，资产管理信托项下有固定收益类资产管理信托、权益类资产管理信托、商品及金融衍生品类资产管理信托与混合类资产管理信托等 4 项分类；资产服务信托项有行政管理

受托服务信托、资产证券化受托服务信托、风险处置受托服务信托和财富管理受托服务信托等 4 项分类，且这 4 项分类下仍各有细项分类。

第二，按照要求，信托公司应立足受托人定位，按照信托业务新分类要求设定信托业务边界，不得开展通道业务和非标资金池业务，不得以管理契约型私募基金形式开展资产管理信托业务。针对存量业务整改，监管设置了 5 年过渡期。并要求过渡期结束后，因违规展业导致的存量待整改业务应当清零。

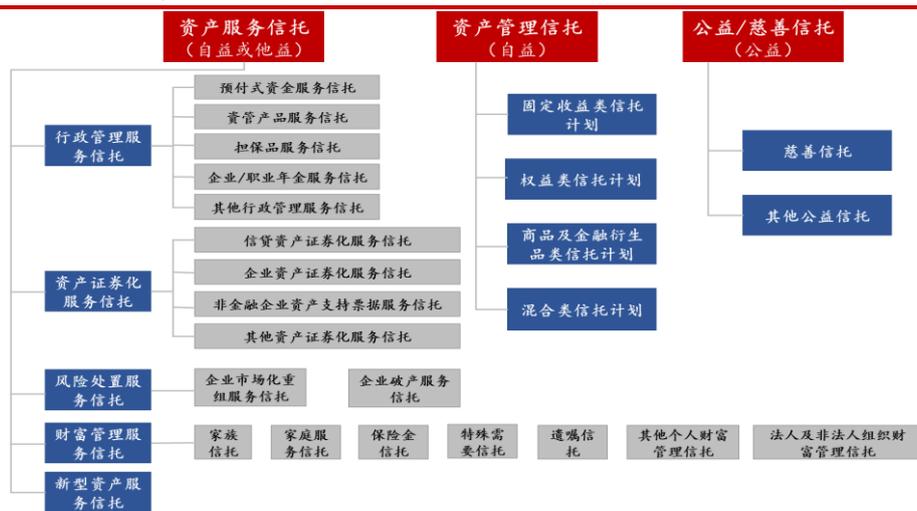
第三，明确定位资产管理信托为私募资管产品，纳入资管新规框架下进行规范。在资产管理信托的细分类上，也和其他资管产品保持一致，按照投资性质不同分为固定收益类资产管理信托、权益类资产管理信托、商品及金融衍生品类资产管理信托、混合类资产管理信托。

第四，首次非常明确地定义了服务信托的范畴，是指信托公司依据信托法律关系、接受委托人委托并根据委托人需求为其量身定制托管、风险隔离、风险处置、财富规划和代际传承等专业信托服务。服务信托不属于资产管理的范畴，不适用资管新规，也不适用资金信托管理办法。

第五，公益慈善信托较为简单，单独列为一大类。公益/慈善信托是委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的信托业务，其信托财产及收益不得用于非公益目的。

从新划分的业务分类可以看出，监管部门正在引导信托行业更好地服务社会生活领域和实体经济。

图 162 信托业务的新分类



资料来源：《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》，华宝证券研究创新部

2023 年 3 月 21 日，中国银保监会印发 2023 年 1 号文件——《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》，进一步明确了信托业务分类，将于 2023 年 6 月 1 日起正式实施，设置 3 年过渡期，要求信托公司拟定整改计划，按照计划安排进度，规模按照 22 年 12 月 31 日存续的规模进行有序压降递减。相对于征求意见稿，正式稿变化不大，主要变化有以下三点：

一是在信托公司信托业务新分类简表中将资产服务信托业务的位置提前，表明在信托业务回归本源的大背景下，监管鼓励信托公司做大服务信托；

二是将此前资产服务信托类别中的“其他资产服务信托”更名为“新型资产服务信托”。考虑到一是前四类资产服务信托无法全部覆盖所有资产服务信托业务的类别；二是未来可能会有其他形式的资产服务信托出现。

三是设置 3 年过渡期，过渡期结束后仍难以完成整改的，实施个案处理，对于契约型私募基金业务，严格按照新增、存量自然到期方式有序清零，对于其他不符合的列入“待整改”一项。

## 1.2. 监管部门推动改革信托保障基金机制，强化信托行业风险防范化解能力

监管部门推动改革信托保障基金机制，将风险处置和流动性支持功能分开，进一步强化信托行业风险防范化解能力。

2022 年 2 月，银保监会发布《信托业保障基金和流动性互助基金管理办法(征求意见稿)》(简称《办法》)，向社会公开征求意见。新《办法》将“老保障基金”一分为二，分别为“信托业保障基金”和“信托业流动性互助基金”。其中，信托业保障基金是指由信托公司缴纳，用于处置信托公司系统性风险、具有较大外溢性风险以及监管部门认定的其他重大风险的资金。信托业流动性互助基金是指由信托业市场参与者共同筹集，主要用于信托业流动性调剂的非政府性行业资金。在信托行业转型期，实行保障基金和流动性互助基金并行的筹集机制，以增强基金损失吸收能力，丰富化险资金来源；待行业转型和风险化解基本完成后，可适时调整认购标准。

2022 年 6 月，监管部门向信托公司下发了《关于信托公司做好金融稳定保障基金、信托业稳定基金和信托业保障基金筹集工作有关事项的通知(征求意见稿)》，明确了金融稳定保障基金和信托业稳定基金的常规缴纳标准，即各家信托公司以营业收入为基数，一年一缴，平均费率约为 4.6%，其中 3.7% 用于缴纳信托业稳定基金，0.9% 用于缴纳金融稳定保障基金，以期提高信托公司的风险抵御能力。上述征求意见稿与 2022 年 2 月银保监会公开发布的《信托业保障基金和流动性互助基金管理办法(征求意见稿)》陈述有较大不同。比如，将原信托保障基金分拆为“信托业保障基金”和“信托业流动性互助基金”是《办法》最大看点。但在监管部门 2022 年 6 月份下发给信托公司的这份征求意见稿中，不再有“流动性互助基金”这类提法，新出现了“信托业稳定基金”这个提法。

综合来看，监管部门推动改革信托保障基金机制，将风险处置和流动性支持功能分开。在信托保障基金机制中新加入了基于风险状况的差异化费率机制、根据实际情况灵活调整费率的机制、紧急融资机制等，并细化了基金的使用方式。这种改革，一是可以优化基金的募集机制，既确保有充足的资金化解行业风险，又预留了行业风险下降后调整费率的机制；二是明确并细化了基金参与风险处置的方式，更为市场化的处置方式，未来将有助于行业风险的圆满化解。

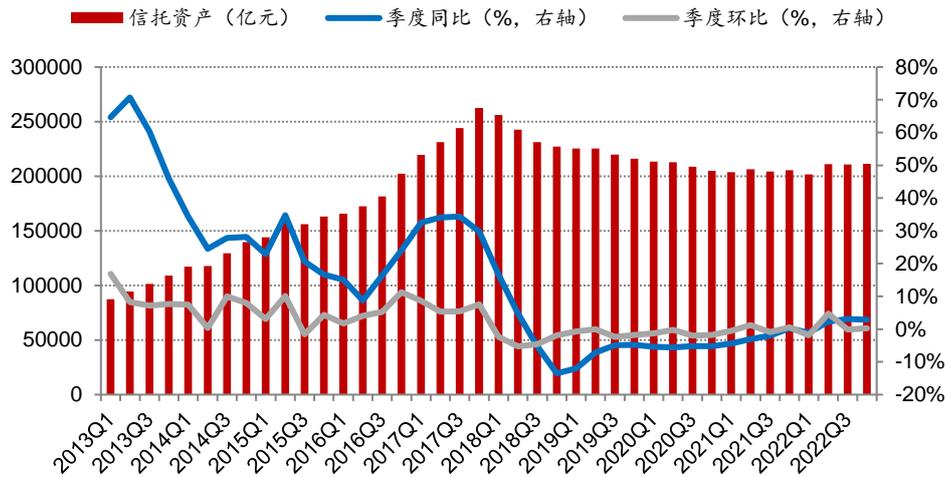
## 2. 信托产品市场发展分析

### 2.1. 信托资产规模步入平稳状态

根据中国信托业协会发布的数据，截止 2022 年末，全行业信托资产规模为 21.14 万亿元，较上年末增加 5893 亿元，增幅 2.87%。随着资管新规过渡期的结束，信托行业的整改也进入收关阶段，信托行业的资产规模也逐步进入平稳状态。

从纳入资管新规的资金信托的情况来看，截止 2022 年末，资金信托规模为 15.03 万亿元，较 2021 年末微增 265 亿，规模基本维持稳定。

图 163 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

2022 年，复杂严峻的内外部环境，特别是新冠疫情等超预期因素，对我国经济造成了巨大的下行压力。同时此前推出的“三条红线”等系列监管政策，叠加疫情影响与居民房地产需求转弱，许多房企陷入经营困难，一些房企甚至进入破产重整等程序。外部环境的恶化给信托公司带来较大的压力。同时信托公司也面临着较大的转型压力，压降融资类业务在持续进行。内外部压力下，传统信托产品发行和成立减少。同时，各家信托公司越来越多的重视创新业务布局，新业务模式、方向不断涌现。从目前看，投向金融机构、房地产、基础产业的资金占比呈现持续下降势头，而绿色发展、银发经济、科技创新已经成为信托公司重点破局方向；家族信托、慈善信托、保险金信托等服务信托亦具有较高潜力。新业务的布局一定程度上对冲掉了传统业务规模压缩的压力，保持了信托行业资产规模的整体稳定。

展望 2023 年，随着防疫政策的调整，经济和社会生活步入正常化，宏观经济企稳回升；同时“稳地产”政策也在加速出台，房地产行业有望逐步企稳。信托行业面临的宏观环境边际上得到极大的改善，同时创新业务也在加快推进，预计信托行业资产规模将继续保持稳定且有所增长。

## 2.2. 信托资产的财产来源结构保持“一降两升”趋势

自 2018 年以来，信托的财产来源的结构不断优化，整体呈现“一降两升”趋势，即单一资金信托规模和占比大幅下降，集合资金信托规模和占比稳定提升，而管理财产信托规模和占比则大幅上升。具体来看：

集合资金信托继续稳步增长。截至 2022 年末，集合资金信托规模为 11.01 万亿元，比上年末增长 3.97%；占比提升到 52.08%，比上年末上升 0.55 个百分点。与 2017 年 9.91 万亿规模和 37.74% 占比相比，集合资金信托五年间规模总计增长了 11.15%，占比总计提升了 14.34 个百分点，规模和占比自 2019 年以来在三大信托资金来源中均一直稳居第一，成为本轮调整以来稳定信托业发展的主导力量。

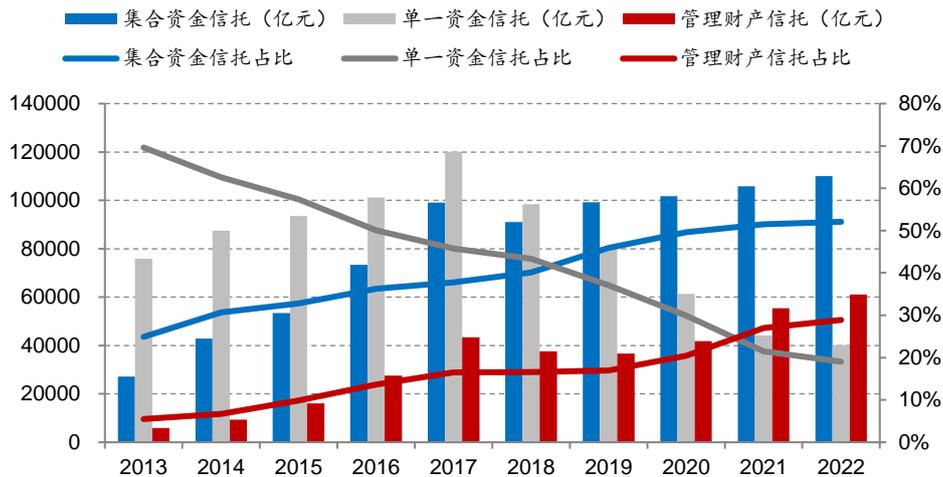
与之形成鲜明对比的是单一信托规模继续压缩，但压降的速度开始放缓。截至 2022 年末，单一资金信托规模降至 4.02 万亿元，比上年末压降 3941 亿元，降幅 8.92%，降幅较 2021 年明显收窄；占比降至 19.03%，比上年末下降 2.46 个百分点。与 2017 年 12.00 万亿规模和 45.73% 占比相比，单一资金信托五年间规模总计下降了 66.48%，占比总计下降了 26.70 个百分点。单一资金信托规模

和占比在三大信托来源中均已从 2017 年位居第一降至居于末尾，并且降幅也逐步回落，表明信托业按监管要求“去通道”已经取得实质效果。

此外，之前占比不高的财产权信托的规模继续上升。2022 年末，管理财产信托规模增至 6.11 万亿，比上年末增加了 5628 亿，增幅为 10.15%；占比进一步提升到 28.89%，比上年末上升 1.91 个百分点。与 2017 年 4.34 万亿规模和 16.53% 占比相比，管理财产信托五年间规模总计增长了 40.74%，占比总计提升了 12.36 个百分点，成为本轮调整以来稳定信托业发展的新生力量。

信托资产来源结构的变化，一方面体现了信托业不断提升主动管理能力、加快推进业务转型，另一方面也反映出监管持续压降通道业务规模取得了显著成效。

图 164 信托资金来源结构变化（2013-2022）



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

## 2.3. 信托的功能结构延续投资类信托与融资类信托“一升一降”的趋势

从信托的功能结构上看，2018 年以来信托业务功能结构有明显的变化，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，同时在事务管理类信托中去通道业务的同时，服务信托则得到了长足的发展。具体来看：

根据信托业协会数据，自 2018 年资管新规出台以来，投资类信托业务发展明显加快，规模持续快速增长，2022 年末规模为 9.28 万亿元，较 2021 年末增长 7821 亿元，增幅 9.20%；规模占比为 43.92%，较 2021 年末上升 2.54 个百分点。与 2017 年 6.17 万亿元规模和 23.51% 占比相比，投资类信托五年间规模总计增加了 3.11 万亿元，增幅总计达 50.47%，占比总计提升了 20.41 个百分点，投资类信托已经成为信托最主要的产品形式。

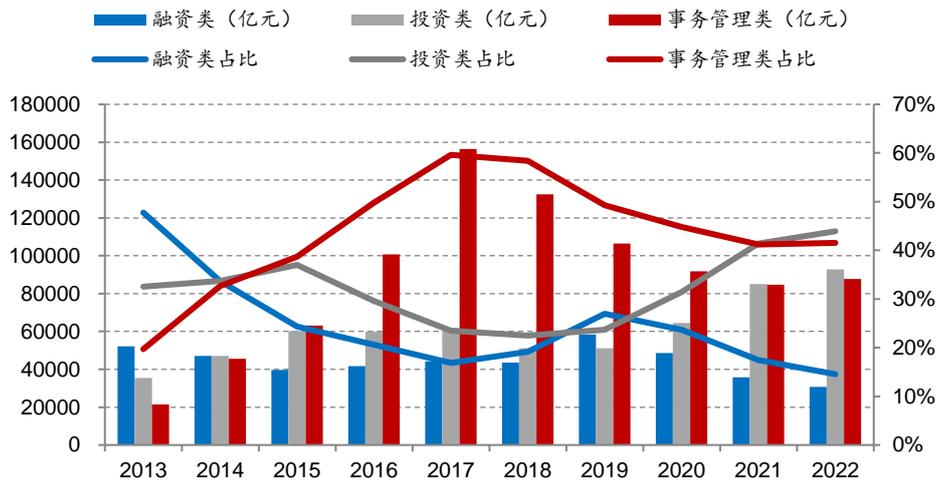
融资类信托规模持续压缩。2022 年末，融资类信托规模降至 3.08 万亿元，比上年末压缩了 5047 亿元，降幅 14.10%；占比降至 14.55%，比上年末下降了 2.32 个百分点。与 2019 年峰值相比，三年间融资类信托规模总计压降了 2.76 万亿元，降幅总计达 47.26%，占比总计回落了 12.44 个百分点，压降成效显著，融资类信托已不再是主动管理信托的主导产品。

事务管理类信托规模企稳回升。事务管理类信托 2017 年末达到峰值后，在压降通道政策引导下持续回落，2022 年开始随着信托在风险隔离、风险处置、财富传承等领域功能的不断认识和探索，规模企稳回升。2022 年末，事务管理类信托规模 8.78 万亿元，较上年末增加了 3119 亿元；占比较上年末上升了 0.33 个百分点。与 2017 年 15.65 万亿规模和 59.62% 占比相比，事务管理类信托五年

间规模总计下降了 43.9%，占比总计下降了 18.09 个百分点，同时其内部结构也发生了重大变化，通道信托驱动的事务管理类信托快速下降，服务信托驱动的事务管理类信托则快速增长。

信托资产功能结构的变化，主要缘于信托公司在监管要求和风险压力下对融资类信托规模的持续压降，以及在业务转型过程中对各类投资信托业务的大力发展。在未来新的信托业务分类的导向下，信托资产的投资功能将得到进一步发挥。信托分类发展和分类监管的大背景下，预计信托公司加快向服务信托、财富管理信托和慈善信托等本源业务回归，投资类信托和服务信托仍是未来信托业务转型的重点方向。

图 165 信托公司功能结构变化（2013-2022）



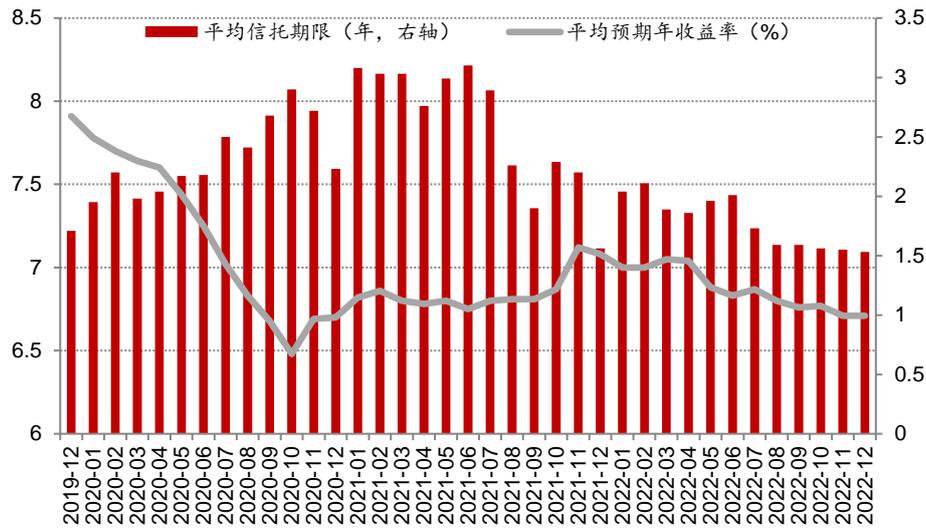
资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

## 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，2022 年，已公布的集合理财类信托产品的平均收益率为 6.87%，与 2021 年平均收益率相比基本持平；其平均信托年限为 1.78 年，较 2021 年减少 0.84 年。

观察信托的平均月预期收益率，2022 年新成立的集合信托的平均预期收益率呈明显的下行趋势。主要是受央行引导融资成本下行的政策和可投的优质资产减少的影响。2022 年，受俄乌冲突、国内疫情反复、房地产处于下行周期等多重因素的影响下，国内经济下行压力较大，国内各项稳经济政策不断加码，中央经济工作会议释放出更强的稳增长、扩内需、提信心信号，为进一步刺激信贷需求、激活市场主体活力，降低实体经济融资成本是一个重要发力点。同时，在经济下行周期的背景下，信托资金可投的优质资产也在减少，并逐渐向基础产业领域集中，金融机构之间的竞争加剧，投资回报率下降。此外，2022 年的股票市场基本上单边下行行情，债市在四季度也出现了大幅调整，也一定程度使得标品信托产品的预期回报有所回落。

图 166 集合信托的平均期限和预期年化收益率走势



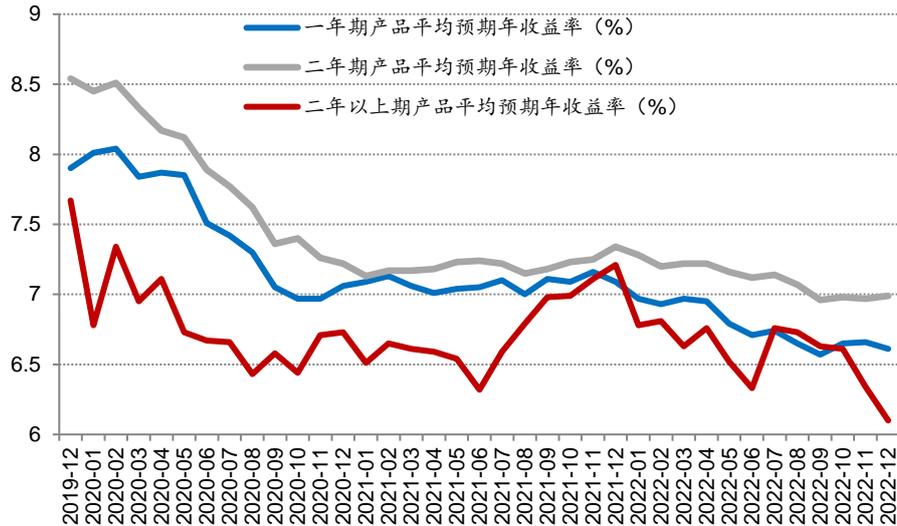
资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

2022 年非标信托产品的平均预期收益率持续缓速下行，主要是受央行引导融资成本下行的政策和可投的优质资产减少的影响。一方面，国内各项稳增长政策不断加码，中央经济工作会议释放出更强的稳增长、扩内需、提信心信号，为进一步刺激信贷需求、激活市场主体活力，降低实体经济融资成本是一个重要发力点；另一方面，信托资金可投的优质资产逐渐向基础产业领域集中，金融机构之间竞争加剧，投资回报率下滑。

观察信托的平均久期，2022 年新成立信托的平均久期延续了 2021 年四季度下降的趋势。核心原因是 2022 年资本市场表现惨淡，标品信托的发行节奏有所放缓，而标品信托的产品期限一般较长。

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，不同期限的产品的收益率分化加剧。在 2022 年这种特征依然存在，不同期限的产品的预期收益率虽然都呈现整体下行的趋势，但是下行的幅度不太一致。具体来看，2022 年末，一年期产品、二年期产品、二年期以上产品的平均预期收益率分别为 6.61%、6.99%、6.10%，分别较 2021 年末下降 48bp、35bp、111bp。其中，二年期以上产品的平均预期收益率下降幅度较大，主要和长久期的集合信托产品中，标品信托占比较高有关，标品信托通常配置在股票和债券市场，2022 年股票市场出现大幅调整，而债券市场也在四季度经历了“赎回”正反馈下的大幅调整，股债市场的低迷使得标品信托的整体表现偏弱，市场的预期也有所回落。

图 167 不同期限的集合信托产品的预期年化收益率

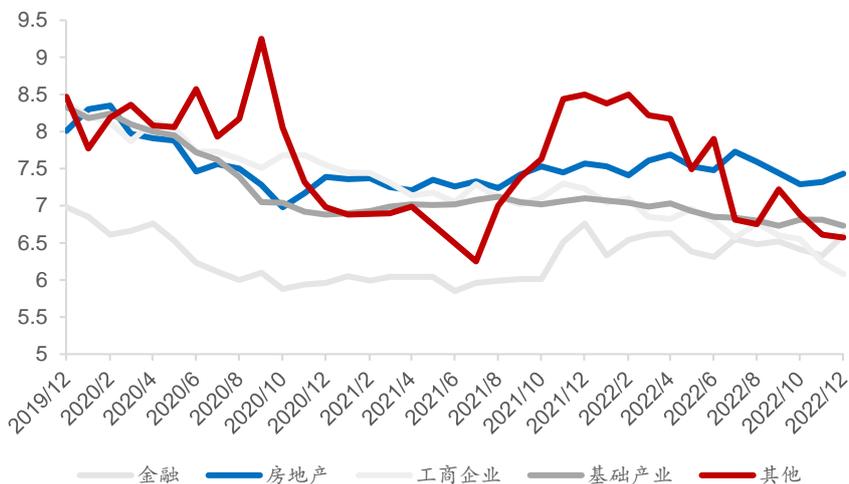


资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

不同投向的集合信托平均预期收益率呈现如下的特征：

总体上看，不同投向的集合信托平均预期收益率在 2022 年均整体出现回落，但相互之间分化拉大。其中，其他类和工商企业类的预期收益率大幅下降，而基础产业类、房地产类和金融类信托的预期收益率则下降幅度有限。具体来看，2022 年末，其他类信托收益率 6.57%，较上年末下降 193bp，其他类信托受偶然因素影响比较多，因此其预期收益率在以往也呈现出波动较大的状态；工商企业类信托预期收益率 6.08%，较上年末回落 115bp；基础产业类信托预期收益率 6.73%，较上年末回落 37bp；房地产类信托和金融类信托预期收益率分别为 7.43%和 6.6%，较 2021 年末分别下降 14bp 和 16bp。

图 168 不同投向的集合信托收益率走势 (%)



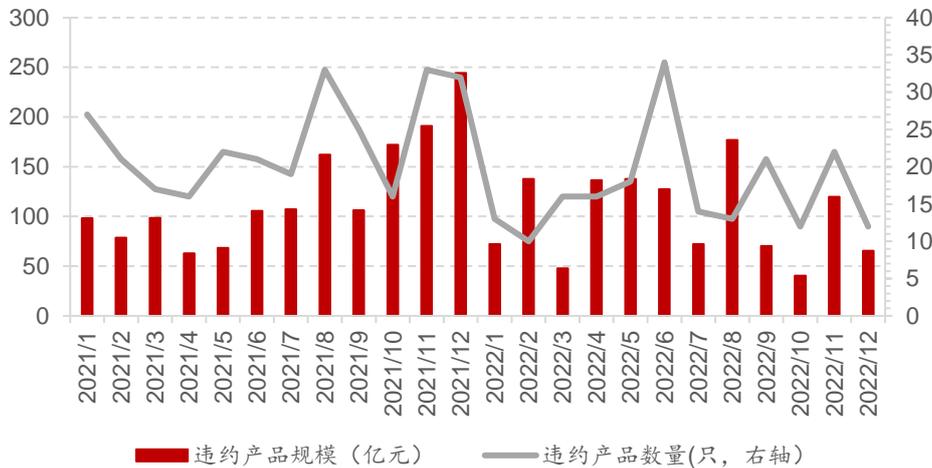
资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

展望 2023 年，预计集合信托产品的预期平均收益率将会企稳回升。一方面，欧美等国家的通胀率仍偏高，2023 年仍存在一定的加息空间，短期内对我国政策利率下调形成一定制约；另一方面，近期稳增长政策持续优化加码，国内宏观经济回稳向上的大趋势已基本确定，经济基本面将稳步回升，可投资资产的数量或会迎来一波回升，信托行业的展业环境在一定程度上会有所改善，同时在防范通胀和海外维持高位的无风险收益率的约束下，国内货币政策刺激不会过多加码，平均预期收益率走势能得到一定的支撑。

## 2.5.信托产品的信用风险分析

信托违约数据方面，可以参考用益金融信托网的数据。用益信托网的数据显示：据公开资料不完全统计，2022年共计披露违约风险项目200余款，涉及金额约1200亿元，风险项目数量同比减少28.7%，涉险金额同比下降19.5%。

图 169 2021 年以来信托违约数量及金额的情况



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

其中，房地产类信托涉及金额较多，违约风险项目涉及金额约917亿元，占全部违约金额的75.3%，成为行业违约“重灾区”。以来，房地产就一直是信托产品风险事件的高发领域，且违约金额占据大头。“房住不炒”为总基调，这一轮风险事件的爆发，也是对过去很多年房地产行业过快加杠杆积累的风险的释放。

随着“金融16条”新规的推出，房地产企业的资金链紧张情况得到缓解，违约风险或逐渐释放。虽然信托行业目前有较大规模存量房地产信托项目，仍需要时间进行消化，短期内或仍将面临相对较高的违约风险。但政策基调已经发生边际变化，更加强调“稳定房地产市场”，充分说明稳定房地产市场的重要性。在坚持“房住不炒”的大原则下稳定房地产是未来一段时间的房地产政策的主基调，促进房地产市场健康发展，预计后续房地产信托违约情况会有一些好转。

表 140 2021 年以来信托违约的数量与金额的分布情况（不完全统计）

时间	违约数量 (只)					违约规模 (亿元)			
	房地产	工商企业	基础产业	金融	其他	房地产	工商企业	基础产业	金融
2021/1	5	3	15	4	0	35.33	30.56	29.69	2.72
2021/2	9	5	3	4	0	52.14	9.52	5.18	11.69
2021/3	6	7	0	1	3	28.3	55.2	0	0.19
2021/4	3	3	5	5	0	2.7	18.3	33.37	8.43
2021/5	2	1	0	19	0	33.56	2	0	32.81
2021/6	合计 21 起					73.7	合计 31.81		
2021/7	5	10	2	2	0	44.8	52.66	6.63	3
2021/8	14	5	2	12	0	114.99	21.84	12.32	13.09
2021/9	12	6	1	6	0	61.85	38.96	1.88	3.4
2021/10	7	6	2	1	0	118.46	45.5	3.05	5.2
2021/11	10	12	3	8	0	141.6	27.43	9.83	12.29
2021/12	26	3	2	1	0	209.69	26.14	5.5	3.15
2022/1	4	5	1	1	2	55.79	11.19	2.52	1.6
2022/2	3	4	0	1	2	124.94	12.67	0	0

2022/3	6	7	0	3	0	26.56	20.6	0	0.63
2022/4	14	2	0	0	0	132.66	3.66	0	0
2022/5	13	3	0	2	0	88.48	49.11	0	?
2022/6	22	5	0	7	0	110.59	2.51	0	14.24
2022/7	3	7	3	1	0	27.74	30.02	14.5	0.09
2022/8	6	4	0	3	0	89.10	79.50	0	8.33
2022/9	8	3	5	5	0	46.23	11.19	11.83	0.99
2022/10	11	1	0	0	0	39.54	0.85	0	0
2022/11	15	4	0	3	0	99.93	12.98	0	6.67
2022/12	10	1	0	1	0	64.69	0.23	0	0.5

资料来源：用益信托网，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

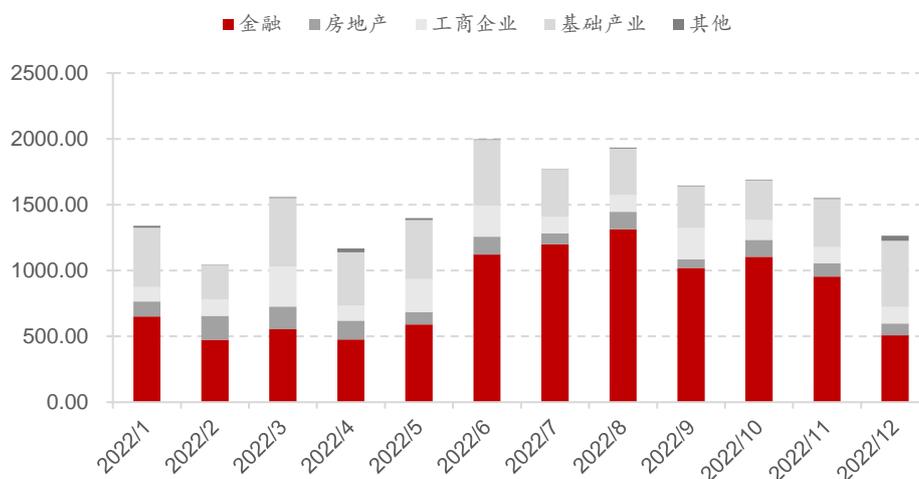
信托按投向可分为五类：金融类、房地产类、基建类、工商企业类、其他类。为了更好地观察新发行的信托投向结构的变化，我们选择更高频（月度）且公布较为及时的用益信托网上披露的集合信托新发行数据作为研究的参考数据。2022年新发行的集合信托规模较2021年有明显的下降，不同投向的新发集合信托规模变化差异较大，投向地产和工商企业的规模收缩明显，而投向基建方向的规模有明显上涨，投向金融方向的规模则保持小幅上涨。具体各个投向的信托的情况见下文。

表 141 新发行的集合类信托的投向结构分布

投向	2020		2021		2022	
	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	10942	36.1	9703	42.53	9968	54.29
房地产	9202	30.4	6027	26.42	1438	7.83
工商企业	3724	12.3	3054	13.39	2031	11.06
基础产业	5902	19.5	3787	16.60	4789	26.08
其他	548	1.8	241	1.06	137	0.75

资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

图 170 不同投向集合信托发行规模情况



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

### 3.2. 房地产信托

房地产监管政策收紧对于房地产行业的影响在 2022 年继续发酵,叠加疫情反复带来的冲击,国内的房地产行业处于一轮下行周期中,房地产相关数据全方面出现负增长,房地产相关风险在加速出清中,导致投向房地产方向的信托产品新发规模出现大幅回落。根据用益信托网数据,2022 年,新发行房地产类集合信托规模 1438 亿元,同比大幅下降 76.1%;规模占比 7.83%,较 2021 年大幅下降 18.59 个百分点。从发行节奏上看,2021 年下半年房地产信托发行规模快速下滑之后,房地产的发行规模一直处于较低位置。

房地产信托下行的压力主要源自以下几个方面:

其一,房地产处于景气下行阶段,2022 年全年房地产销售面积增速-24.3%、全国房地产开发投资增速-10.0%、土地购置面积增速-53.4%。房地产市场从土地、住房销售到投资全方位出现负增长,房市的不景气进一步加剧了房企的信用危机,进而影响了房地产信托业务的开展。尽管后续房地产市场的政策有所放松,但市场对房市预期的扭转还是要时间。其二,房地产信托业务相关的监管并没有放松。尽管 2022 年放松地产相关的政策出台较多,但对房地产信托业务的监管并没有实质性放松。如 11 月 23 日,中国人民银行和中国银行保险监联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》要求保持信托等资管产品融资稳定,鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求,但对房地产信托的监管并未大幅放松,新规对资金的用途有明确的规定。其三,房地产信托业务风险的集中使得信托公司风险资产处置压力较大,没有新增房地产相关业务。由于存量房地产信托资产规模相对较大,且风险集中释放,导致信托公司应对化解存量风险资产项目问题的压力较大,对于新增地产相关业务相对谨慎。

图 171 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

展望 2023 年,地产相关政策进一步宽松,疫情步入尾声阶段,对经济和社会的影响逐步消除,国内经济有望进入上行周期,房地产投资有望企稳回升,房地产信托发行规模快速下行的趋势有望得到遏制。

从投资房地产信托维度来看,在房企违约潮的影响下,房地产类信托目前处于低谷期,投资者需要关注其风险问题,同时也需要关注行业见底之后回升带来的投资机会。2023 年随着宏观经济景气度的回升,房地产行业的经营环境有望逐步企稳,房地产信托的风险有望得到逐步释放。

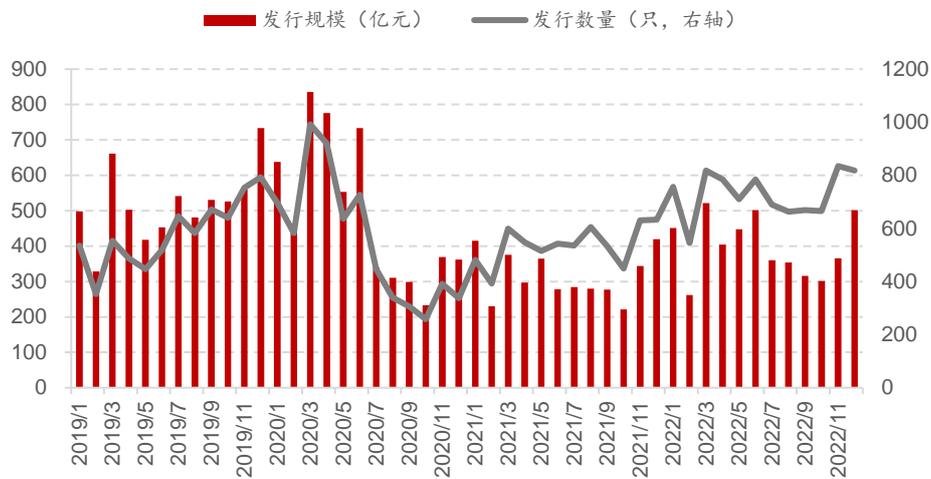
### 3.3. 基建信托

敬请参阅报告结尾处免责声明

根据用益信托网数据，2022年，新发行的集合信托中投向基础产业领域的规模达4789亿元，同比大幅回升26.44%；规模占比26.08%，较2021年增加9.48个百分点。基础产业类信托产品的成立规模显著增长，一方面与地产下行周期下房地产信托业务收紧有关系，另一方面也和宏观经济下行周期下，市场风险较大，信托项目资产荒有关。在这种背景下，基础产业类信托成为各大信托公司兼顾收益与安全性的重要展业方向。基础设施投资是稳定国内经济的重要支撑之一，基础产业类信托业务目前仍有较好的政策红利，且资产风险相对可控，受到信托公司和信托投资者的青睐。

在基础产业信托规模大幅扩张的同时，潜在的风险也值得关注。地方隐性债务监管趋严、地产景气度下行下各地土地拍卖承压，失去土地财政收入后，地方政府的财政收入增长预期会出现明显的压力，基础产业类资产的资金链压力也抬升，信托公司的城投业务的风险目前已明显上升。在此背景下，基础产业信托业务积极进行业务转型，通过债券投资、资产证券化、公募REITs等形式积极参与基础设施建设。

图 172 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

展望2023年，宏观经济政策的主基调是“稳增长”，基建依然是非常重要的抓手。预计基础产业类信托将是信托公司的重要发力点。

从投资基础产业类信托的维度来看，需要综合考虑政策的影响、地方政府的偿债能力及地方城投公司的信用情况，需要充分考虑风险问题，不能完全依赖于城投信仰，重点关注在区域准入和主体准入方面有较为严格限制的信托产品。

### 3.4. 工商企业类信托

工商企业信托产品受宏观经济大环境及市场风险因素的影响较大。2022年，受疫情反复和房地产下行周期的拖累，国内经济增长受到明显的负面影响，全年的GDP增速只有3%，较2021年大幅回落5.1个百分点，实体企业存在较大的经营压力。在这种宏观大环境下，工商企业类信托的发行规模持续低迷。具体来看，根据用益信托网数据，2022年新发行的集合信托中投向工商企业规模2030亿元，同比下降33.5%；规模占比11.06%，较2021年减少2.33个百分点。

短期来看，工商企业类信托业务的开展面临的困难主要是当前经济还处于从底部恢复的状态，企业经营难以快速改善，投融资需求尚未明显恢复，信托公司难以找到优质的底层资产进行投资。此外，结构上存在一些问题，信托机构对高信用等级的交易对手依旧有明显的偏好，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。

中长期来看，服务实体经济、助力直接融资是监管层引导信托公司业务转型的重要原则，工商企业信托将是信托公司大力布局和发展的业务之一。但是目前信托公司在工商企业领域的展业多向资产证券化和股权投资业务等方向进行转型，集合信托业务中的工商企业信托短期内没有太大的增长动力。

### 3.5. 金融类信托

金融类信托主要包括投向金融机构和投向证券市场两个方向。其中，投向金融机构的部分中以通道业务为主，受去通道、去嵌套等政策因素的影响，规模压缩较大。而投向证券市场的部分主要是标品信托，随着资管新规全面推进，信托公司积极发展标准化金融产品，标品信托将逐渐成为投资者进行大类资产配置的有效工具。

总体上看，新发行的集合信托中投向金融方向的规模受“一增一减”两个因素的影响，尽管受通道规模压缩导致新发行规模收缩，但由于标品信托是这两年信托公司转型发力的重点方向，使得金融类信托的规模整体仍有所上涨，规模占比有明显的提升。具体来看，根据用益信托网数据，2022年，新发行的集合信托中投向金融领域的规模为 9968 亿元，同比增加 2.7%；规模占比 54.29%，较 2021 年上升 11.75 个百分点。

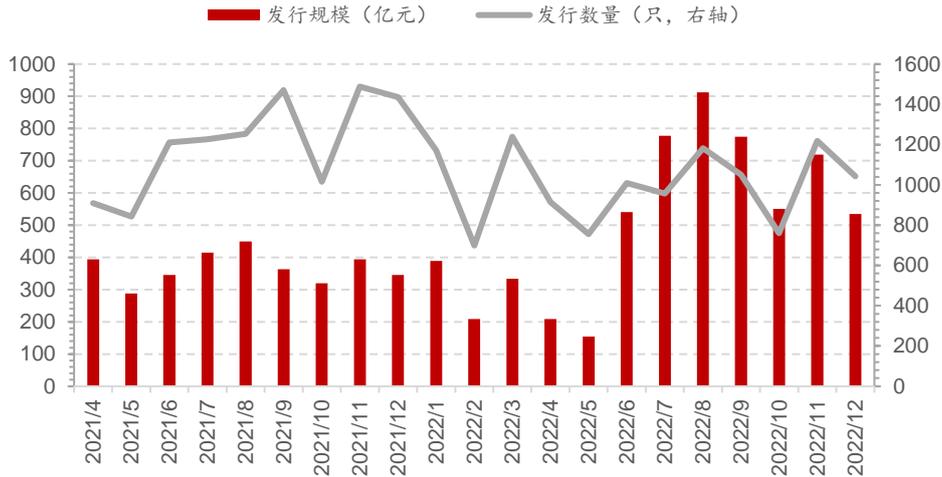
当前社会理财资金配置由非标类资产向标准化资产转移的趋势明显，信托业在证券投资领域与基金、券商、银行理财等资管同业相比，仍然规模较小，参与深度有限，但加快做强做优做大证券市场类信托业务已基本成为行业转型共识。我们将在下文中详细分析标品信托产品的发展情况。

## 4. 标品信托业务持续快速发展

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。

2022 年以来，在监管引导及信托行业投资化、标准化转型加速推进等因素的影响下，标品信托业务规模余额实现快速增长。用益信托网统计的数据显示，2022 年全年标品信托发行数量 12001 只，发行规模 6104.5 亿元。发行节奏上，月频来看，标品信托发行规模和数量波动较大，主要是由于受市场波动、历史业绩和品牌积累不足、投资者接受程度不高等多方面因素的影响。但是 2022 年 6 月份之后，标品信托的发行规模较以往月份是有大幅提升的。

图 173 2021 年标品信托成立规模与数量

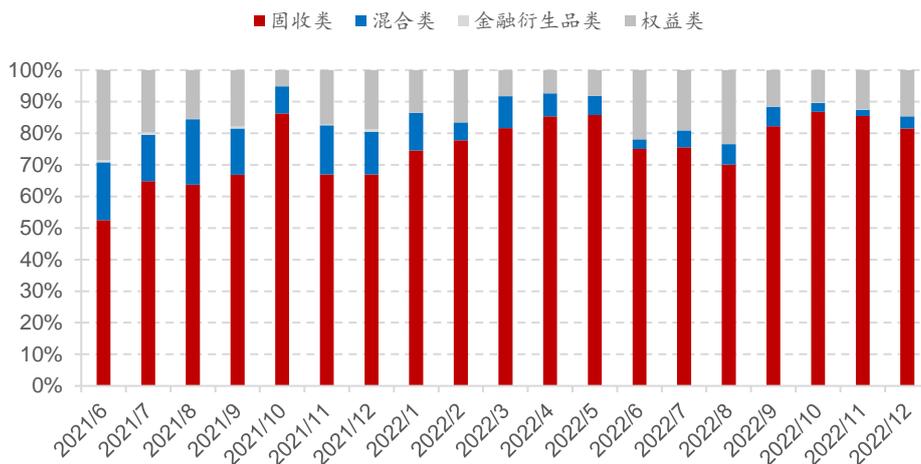


资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

从行业现状来看，尽管标品信托业务处于高速增长期，但标品信托业务目前仍处于业务的积累阶段。除了少数长期耕耘标品业务的公司外，多数信托公司在主动管理能力、树立品牌、历史业绩积累以及投资者教育方面还有待提高。具体表现是，大部分信托公司积累了庞大的高净值客户，有稳定的直销和代销渠道，能够支撑标品信托业务的资金募集需求。但投研能力不足，人才储备较少，团队建设、系统建设缺失使得标品信托业务在较大程度上依赖于私募基金、证券公司等来拓展。

从资产配置情况来看，债券等固收类资产依旧是标品信托当前的主要配置资产。尤其在 2022 年股市单边下行行情下，2021 年权益类和混合类的占比提升的趋势被扭转，2022 年债券类占比重现提升。据用益信托网数据，在 2022 年以来成立的集合类标品信托产品中，债券策略成立份额规模最大且占比最高，规模占比也实现快速提升。2022 年以来债券策略集合类标品信托共成立 3049 只，成立份额为 2476.06 亿，较 2021 年全年分别增长 386.28%和 214.30%，在 2022 年以来集合类标品信托中的占比分别为 42.47%和 63.37%，是成立规模最大、规模占比最高且保持了高速增长的投资策略。

图 174 2021 年 6 月份以来标品信托不同产品类型占比



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

从策略类型分布的情况来看，固收策略构成标品信托的主体部分，同时其他市场主流的大类投资策略均有所覆盖，在细分投资策略方面也出现了不断丰富的趋势。据用益信托网数据，2022 年以来已成立集合类标品信托主要涉及了五大策略，分别为多资产策略、股票策略、期货及衍生品策略、

债券策略和组合基金策略。在策略组合上，有效应对了产品的净值波动：一方面根据市场变化，集合类标品信托业务以债券策略和组合基金策略为主，适当收缩股票投资；另一方面，积极创设包括市场中性的相对价值策略等集合类标品信托产品，通过开展市场套利或对冲，在上涨或者下跌的环境下均能获得相对稳定的收益。

图 175 2021 年标品信托不同策略类型占比



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

在标品信托业务中，TOF 产品仍占据较为重要的地位。据用益信托网的数据，2022 年，TOF 产品发行规模 1748 亿元，同比增长 26%。通过 TOF 模式，一方面信托公司可以借助私募、公募等机构的投研能力，做大自身的标品信托业务，另一方面，TOF 产品可以通过多元化的资产配置在波动相对较低的情况下，可获得稳定的收益。TOF 产品风险分散、波动较低，能够为客户实现资产的稳健增值，更适合寻求稳健收益的存量信托投资者。

图 176 2021 年 11 月份以来 TOF 产品成立规模月度变化 (亿元)



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

## 5. 信托市场发展展望

2023 年，信托业务分类调整政策预计将逐步实施，将信托业务分为资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三大类，也体现了对信托服务功能的重视和行业转型发展方向的引导。伴随着资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三足鼎立新分类格局的形成，信托行业将正式进入新的

发展阶段。从分类框架来看，旨在进一步限制乃至叫停信托公司的融资功能，侧重鼓励信托公司开展回归受托本源的投资、服务类信托业务。可以预见，以净值化为主导的资产管理信托和资产服务信托将成为监管鼓励的主要业务类型。从这两个维度出发，预计未来信托行业将在以下几个方向会持续发力：

**第一，标品信托发展的重要性将进一步提升。**标品信托作为信托产品转型发展的主要方向之一，正在信托市场中扮演越来越重要的角色。预计信托公司将在主动管理能力建设、专业化投资和运营人才的引进和培养、体系化的投研框架建立、符合客户风险偏好的产品开发设计等方面加大力度。同时，构建与标品业务特点相匹配的全面风险管理体系，从产品设计、产品营销、信息披露、风险揭示、投后管理等全流程增强标品业务风险管控能力

**第二，以服务信托为代表的创新型业务预计将加速落地。**服务信托为信托专属业务领域，主要包括家族信托、资产证券化信托、企业年金信托、慈善信托等。服务信托业务发展潜力巨大，有望成为信托公司最重要的业务领域。预计将有更多的信托公司开展资产证券化信托、家族信托、慈善信托业务，并有新的信托公司获得企业年金业务资格开展相关业务。除此之外，新的服务信托业务模式仍有待信托公司进行探索，例如养老信托、账户管理信托等。

**第三，信托的业务转型将更多围绕着提升服务实体经济能力这个基本点。**在加快构建新发展格局的背景下，信托的创新业务预计将在以下几个方面会有所布局。其一，创新信托业务和产品，积极为中小微企业提供金融支持，引导社会资金更多投向普惠金融、绿色金融、科技金融等重点领域；其二，通过证券化、供应链金融、PPP、产业基金等形式，深度参与资产盘活和产业结构升级优化；其三，通过资产管理信托业务等积极参与多层次资本市场，提升直接融资比重，为实体经济发展提供更多金融支持。

## 十、2022 年私募基金年度报告

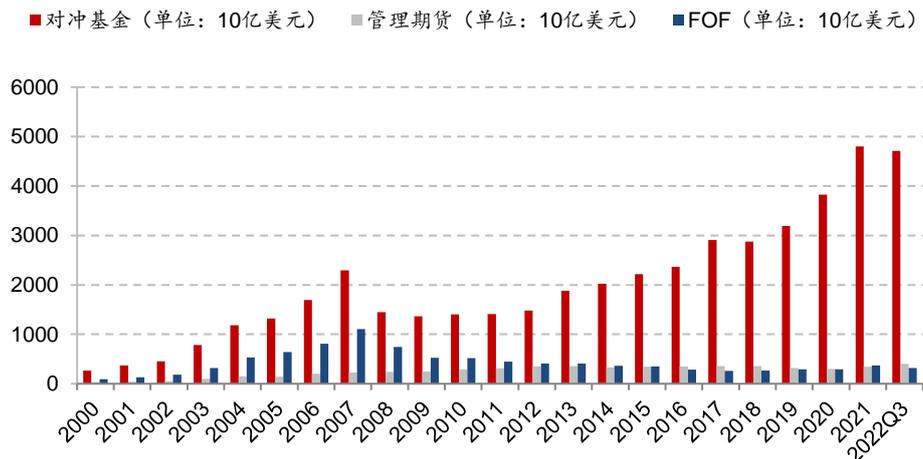
### 1.全球对冲基金回顾：规模整体缩水，头部效应延续

#### 1.1.规模缩水，前十大对冲基金地位稳固

2022 年度，全球对冲基金管理资产规模维持在 4 万亿美元以上，具体来看 Q1、Q2、Q3 分别环比增长了 7.06%、-5.14%、-3.27%，三季度末收至 4.71 万亿美元，较 2021 年四季度的 4.80 万亿美元下降了 1.77%。

全球对冲基金管理资产规模从 2000 年的 0.26 万亿美元发展至 4.71 万亿美元，增长了 17.89 倍，平均复合增速 14.18%。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）管理资产规模共计 5.12 万亿美元。2022 年对冲基金规模缩水主要是受到地缘政治冲突以及全球经济衰退等因素影响，2022 年市场不确定因素增多，俄乌冲突牵扯出当前国际体系的矛盾与分歧，欧美高通胀引发加息超预期，导致全球资产价格缩水，市场波动加大，投资者风险偏好明显下降。

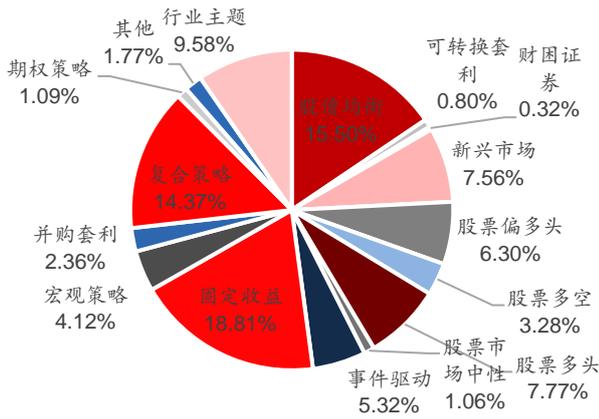
图 177 全球对冲基金管理资产规模



资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

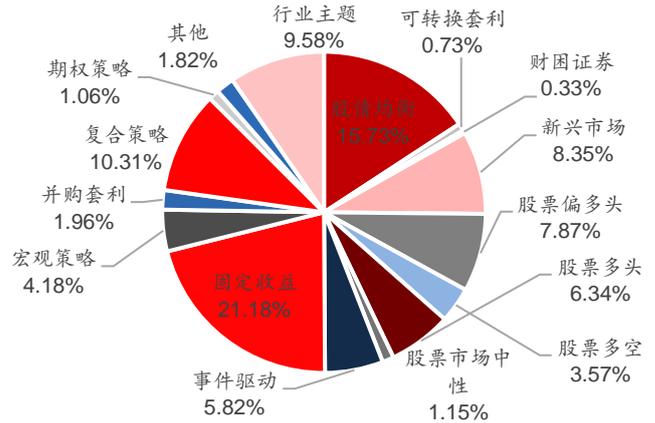
从细分策略上来看，期权策略、宏观策略、股债均衡、财困证券的市场份额变化在 5% 以内；股票市场中性、股票多空、事件驱动、新兴市场、固定收益、股票偏多头的市场份额出现明显下降，其中股票偏多头、固定收益的市场份额降幅在 10% 以上；复合策略、股票多头、并购套利和可转换套利的规模则出现了正增长，值得注意的是，2022 年复合策略占全球对冲基金投资策略的 14%，相较于 2021 年提升 40%，在市场份额方面增长最快。

图 178 全球对冲基金投资策略分布 (2022 年)



资料来源: BarclayHedge 官网, 华宝证券研究创新部

图 179 全球对冲基金投资策略分布 (2021 年)



资料来源: BarclayHedge 官网, 华宝证券研究创新部

根据 Pensions&Investments 所做的问卷调查, 截至 2022 年 6 月份, 对冲基金管理规模最大的 3 家公司分别是桥水联合、曼氏和文艺复兴科技, 这 3 家公司的对冲基金管理规模分别为 12.64 万亿美元、7.35 万亿美元、5.7 万亿美元, 较 2021 年度分别增长 19.60%、15.90%和-1.70%。对冲基金管理规模最大的前 20 家公司中, 新上榜 3 家, 分别为鲁费尔投资、布雷文·霍华德资产管理公司及太平洋投资管理公司。在最新的前 20 大对冲基金中, 只有 5 家对冲基金管理规模出现下滑, 其余 15 家都较 2021 年有所增长。在行业整体规模缩水的情况下, 头部机构仍然保持一定的规模增速, 头部效应明显。

表 142 全球对冲基金管理资产规模排行榜 Top20

排名	管理人	2022 年管理对冲基金的规模 (单位: 亿美元, 数据截至 2022 年 6 月)	较 2021 年增幅
1	Bridgewater Associates (桥水联合)	126,400	19.60%
2	Man Group (曼式)	73,500	15.90%
3	Renaissance Technologies (文艺复兴科技)	57,000	-1.70%
4	Millennium Mgmt. (千禧管理公司)	54,968	5.10%
5	Citadel (城堡投资)	52,970	40.80%
6	D.E. Shaw Group (德劭基金)	47,861	20.40%
7	Two Sigma Investments/Advisers (双西投资)	40,969	3.60%
8	Davidson Kempner Capital Mgmt. (戴维森·坎普纳资本管理)	37,450	0.30%
9	Farallon Capital Mgmt. (法拉龙资本管理)	37,400	-1.80%
10	TCI Fund Mgmt. (儿童投资基金)	36,200	-9.50%
11	Marshall Wace (马歇尔伟世)	34,400	3.90%
12	Ruffer (鲁费尔投资)	31,662	—
13	AQR Capital Mgmt. (AQR 资本管理)	28,200	8%
14	Anchorage Capital Group (安克雷奇资本集团)	27,100	-12.80%
15	Baupost Group (宝璞集团)	26,300	-15.20%
16	Point72 Asset Mgmt. (72 点资产管理公司)	6,100	19.70%
17	Capula Investment Mgmt. (卡普拉投资管理公司)	25,000	4.60%
18	Wellington Mgmt. (威灵顿管理公司)	24,968	10.50%
19	Brevan Howard Asset Mgmt. (布雷文·霍华德资产管理公司)	23,353	46%
20	PIMCO (太平洋投资管理公司)	23,054	25.30%

资料来源：Pensions&Investments，华宝证券研究创新部

## 1.2. 业绩大滑坡，多数策略表现不佳

2022 年全球股市表现惨淡，标普 500、德国 DAX 和日经 225 分别下跌 19.44%、12.35%和 9.37%，对冲基金在股市萎靡的背景下整体亏损 8.20%，较 2021 年下滑明显，12 个月份中仅 3 月、7 月、10 月和 11 月取得正收益。分策略来看，2022 年除 CTA 外各策略收益表现均较 2021 年有不同幅度的下降。CTA 策略逆势增长，从 2021 年的 5.29%提升至 7.14%，主要得益于国际商品市场上半年的剧烈波动。而股债均衡、股票偏多头、股票多空和股票市场中性这四类股票策略 2022 年的收益分别为-14.75%、-13.66%、0.18%和 3.24%，较 2021 年下降明显。

2022 年海外债市大跌，呈现“股债双杀”的局面。美国通胀高企、美联储强硬的鹰派政策使得美国利率不断攀升，拖累了海外债市，直接影响了固收类对冲基金的收益表现，固定收益套利策略的收益从 2021 年的 0.97%降至-1.59%。

由于 2022 年全球风险事件增多，并购套利、财困证券、新兴市场、事件驱动等策略的收益也都出现明显下降。

表 143 全球对冲基金收益表现（近五年）

	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
整体	-8.20%	10.22%	11.14%	10.64%	-5.23%
股债均衡	-14.75%	9.90%	7.14%	12.18%	-6.01%
可转债套利	-1.09%	7.12%	15.53%	8.36%	-0.02%
财困证券	-6.74%	20.30%	13.18%	2.28%	0.28%
新兴市场	-14.30%	4.07%	15.52%	12.66%	-10.89%
股票偏多头	-13.66%	17.08%	16.31%	15.28%	-8.83%
股票多空	0.18%	10.65%	9.27%	6.59%	-3.04%
股票市场中性	3.24%	8.05%	-1.29%	-0.56%	-1.70%
事件驱动	-6.21%	12.30%	11.12%	7.59%	-2.68%
固定收益套利	-1.59%	0.97%	10.46%	2.42%	0.43%
宏观策略	6.73%	8.79%	10.06%	7.76%	-5.33%
并购套利	0.89%	7.69%	9.18%	6.39%	0.33%
复合策略	-3.08%	9.94%	4.23%	5.23%	-4.92%
期权策略	-3.81%	12.07%	8.87%	12.60%	-3.98%
波动率交易	-3.40%	7.01%	15.87%	-0.29%	-7.77%
CTA	7.14%	5.03%	5.43%	5.17%	-3.17%
FOF	-6.35%	4.60%	9.75%	6.99%	-4.79%

资料来源：BarclayHedge 官网，华宝证券研究创新部

注：对冲基金整体表现不含 FOF 和 CTA

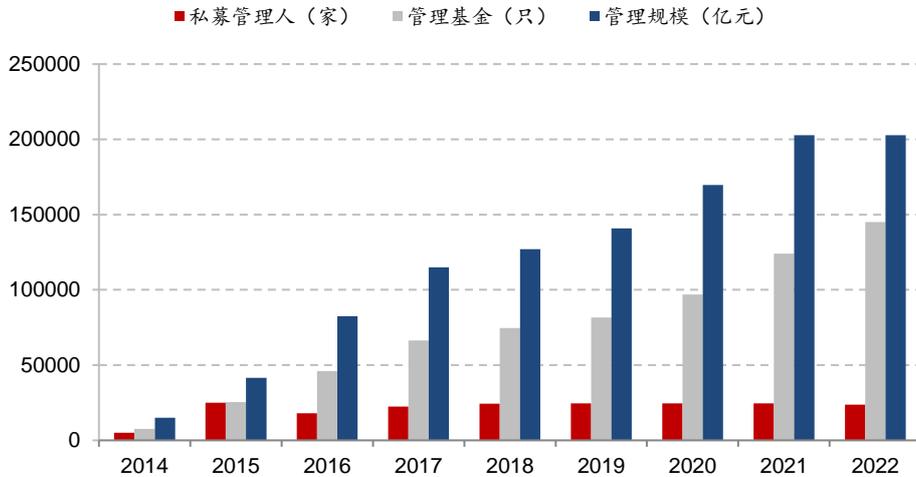
## 2. 中国私募行业动态：增长速度放缓，内卷亟待破局

### 2.1. 市场低迷，私募基金数量和规模增长放缓

截至 2022 年 12 月底，中国证券投资基金业协会新增私募基金管理人 1280 家，较 2021 年同期减少 0.39%；存量私募基金管理人 23667 家，2021 年同期为 24610 家，减少了 3.83%。产品方面，新增私募基金 34348 只，同比减少 15.47%；清盘私募基金 11731 只，较 2021 年同期减少 3.03%；

存续私募基金 145020 只，2021 年同期为 124098 只，增加了 16.88%。规模上，已备案私募基金管理合计 20.03 万亿元，2021 年同期为 20.27 万亿元，减少了 1.19%。

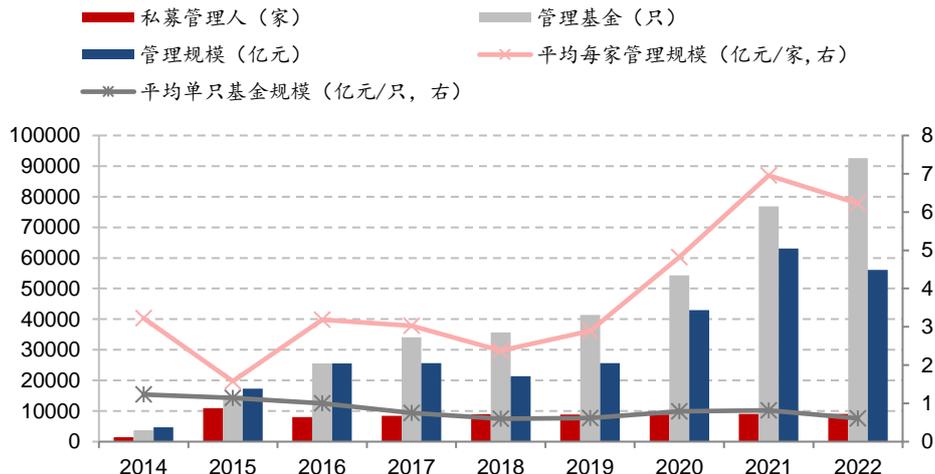
图 180 私募基金市场存量备案情况



资料来源：中国基金业协会，华宝证券研究创新部

从私募证券投资基金来看，截至 2022 年 12 月底，中国证券投资基金业协会新增私募证券投资基金管理人 539 家，较 2021 年同期增加 3.26%；存量私募证券投资基金管理人 9023 家，2021 年同期为 9069 家，减少了 0.51%；新增私募证券投资基金 25617 只，较 2021 年同期 31596 减少了 18.92%；存续已备案私募证券投资基金 92578 只，较 2021 年同期的 76818 增加 20.52%；清盘私募证券投资基金 9291 只，较 2021 年同期 8784 增加 5.77%；规模方面新增私募证券投资基金 2399 亿元，较 2021 年同期的 7852.42 亿元减少 69.45%；已备案私募证券投资基金 5.61 万亿元，较 2021 年同期的 6.31 万亿元减少了 11.03%。从数据上看，私募证券投资基金管理人数量没有太大的变化，基金产品数量上升，而产品规模有所下降。平均每个管理人管理产品 10.26 只，较上年有所上升；管理规模 6.22 亿元，较上年有所下滑。

图 181 私募证券投资基金市场存量备案情况



资料来源：中国基金业协会，华宝证券研究创新部

## 2.2.扶优限劣、去伪存真，私募市场强监管延续

2022 年私募市场监管的优化方向仍主要是对政策大厦的细节修补，不过在这一过程中始终保持着对主线和整体框架的把握，我们首先对 2022 年影响较大的几个监管政策进行相应的梳理。

表 144 2022 年私募监管政策

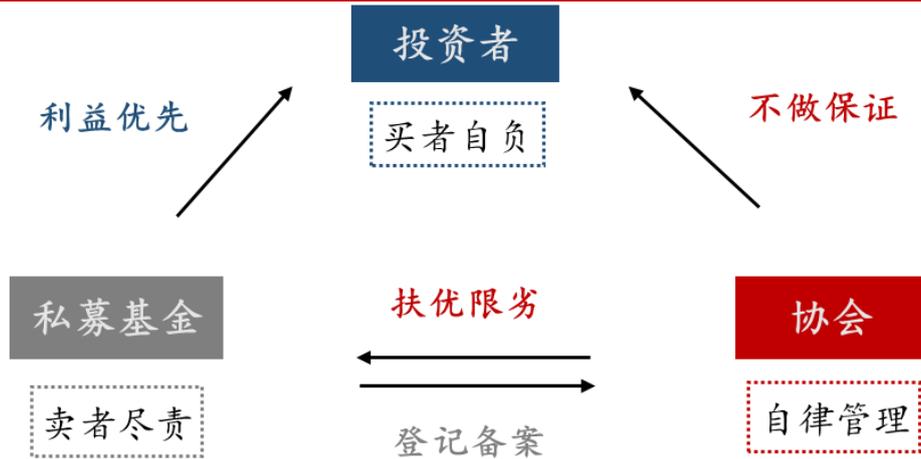
发布时间	文件名称	政策要点
2022/1/30	《关于加强经营异常机构自律管理相关事项的通知》	对经营异常机构的情形和自律管理措施进行了明确定义，优化私募基金管理人分类信息展示，提升公示效能，加强投资者保护
2022/6/2	《关于私募基金管理人登记备案工作相关事宜的通知》	整合碎片化承诺函材料，结合登记核查实践经验，以问题为导向，按照不同类别私募基金管理人运作特点，更新《登记材料清单》（过渡期 3 个月）。为便利私募基金管理人事前了解备案要求，梳理形成《备案关注要点》
2022/6/24	《私募基金管理人登记和私募投资基金备案业务办事指南》	涵盖私募基金管理人登记、私募基金管理人重大事项变更、私募基金管理人申请主动注销登记、私募基金备案、私募基金重大变更、私募基金清算、私募基金反向挂钩政策申请等
2022/12/30	《私募投资基金登记备案办法（征求意见稿）》	完善私募基金登记备案规则体系，优化私募基金登记备案和自律管理工作，引导私募行业高质量发展

资料来源：中国基金业协会，华宝证券研究创新部

在就《私募投资基金登记备案办法（征求意见稿）》及配套指引公开征求意见两个月后，中国证券投资基金业协会（本章节以下简称协会）于 2023 年 2 月 24 日发布《私募投资基金登记备案办法》（本章节以下简称《办法》）及配套指引正式稿，对 2016 年以来《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》等相关规定进行了全面系统的修订整合。

《办法》及配套指引首先从私募基金、投资者、协会三个角度厘清了各自的职责与义务：私募基金应当遵循信义原则，卖者尽责；投资者买者自负；协会实行自律管理。在过去相对宽松的环境下，私募基金高速发展的同时也暴露出一系列问题，整体多而不精，两极分化，鱼龙混杂，监管套利严重。为支持守法合规、专业能力突出的“真私募”发展，协会明确了分类管理，扶优限劣的原则，实行管理人+产品的双层监管。

图 182 私募投资基金、投资者、协会关系示意图



资料来源：中国基金业协会，华宝证券研究创新部

在私募基金管理人登记方面，《办法》及配套指引做出了如下规定：私募基金管理人最低实缴资本不得低于 1000 万元，不得以实物、知识产权、土地使用权等非货币财产出资；必须以自有资金出资，控股股东、实际控制人、普通合伙人需要具有满 5 年经营、管理或者从事资产管理、投资相关产业等的经验；法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、经营管理主要负责人以及负责投资管理的高级管理人员应当具有 5 年以上相关工作经验，合规风控负责人为 3 年。

在私募基金备案方面，《办法》及配套指引对私募基金管理人提出了更为严苛的风险揭示要求；扩大了私募基金的投资范围，且对部分投资标的进行了区分；降低了私募股权基金的初始募集资金规模要求；新增了投向单一标的的私募基金初始募集资金规模要求。明确投向单一标的的私募基金不低于 2000 万元人民币；限制了协会可以视情况自由裁定的权利，并将审慎备案的情形聚焦于风险隐患、重大无先例事项以及产品结构复杂的情形上，强调托管人在出具尽职调查报告的同时也必须配合询问。

在私募基金信息变更和报送方面，《办法》及配套指引简化了清算流程；补充完善了基金管理人无法正常履职的情形，比如失联、注销私募基金管理人登记或者出现重大风险事件，或者怠于履行时，对于基金产品的处理流程；明确了定期信息披露的要求；新增当发生重大信息安全事故时，管理人应当在 10 日内向协会报告的要求。

《办法》及配套指引从私募基金管理人的设立、变更、运作到私募基金的募、投、管、退，进行了全面系统的规定，在整体提高行业要求的同时结合实际对一些条款适度松绑，有利于引导私募基金行业回归本源，让那些勤勉专业、合规守法的机构获得更多发展机会。同时，《办法》及配套指引也是对私募近些年政策智慧的阶段性汇总和梳理，对进一步优化登记备案和自律管理工作，引导私募基金行业高质量发展具有重大意义。

### 2.3. 高处不胜寒，百亿私募的规模镣铐

相比于公募基金，私募由于存在后端分成的收费模式，管理人对规模的追求冲动并不那么强烈，再加上投资者和策略容量的限制，能够达到百亿规模意味着私募机构无论是在募资还是资产管理方面都具备不俗的实力，因此成为人们的重点关注对象。淡水泉自赵军 2007 年“公奔私”创立以来，目前管理规模已经突破 1000 亿元。淡水泉秉持逆向投资的哲学，不惧市场波动，风格大开大阖，获得了可观的中长期收益。投资界流行一个词汇叫做“淡水泉时刻”，指每当淡水泉的产品净值回撤达到 30% 左右就是市场的底部信号，淡水泉的江湖地位可见一斑。而幻方作为最知名的百亿量化私募之一，承载了人们对量化投资从学霸云集到高频交易的所有标签和幻想。2023 年初，幻方公布了

过去一年的慈善捐赠情况，某员工匿名捐赠合计 1.38 亿元，人们在钦佩其社会责任感的时不禁也感叹量化私募的赚钱能力，“一只平凡的小猪”迅速成为金融圈最火的 ID。

图 183 私募基金管理规模分布情况

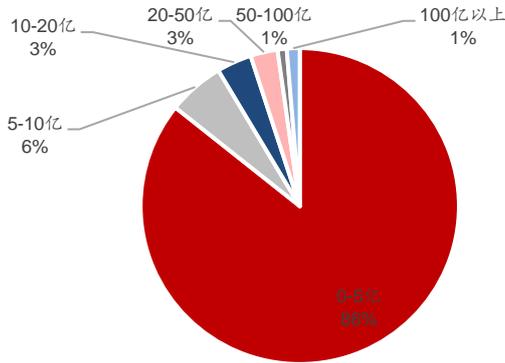
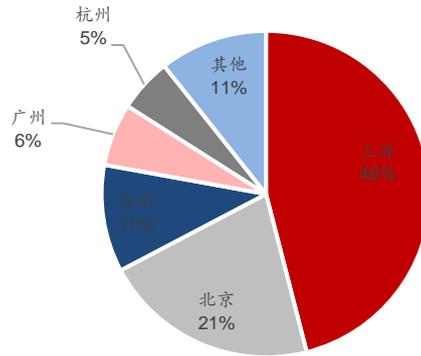


图 184 百亿私募办公城市分布情况



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

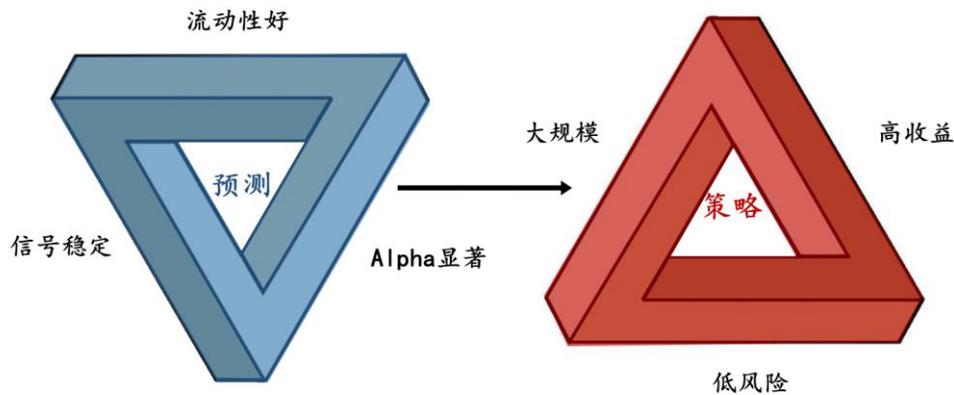
注：本章节以下无特别说明，私募基金均指代私募证券投资基金

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

欲戴王冠，必承其重，聚光灯下这些外表光鲜的百亿私募也有些“高处不胜寒”，不得不带着镣铐起舞。从一家私募机构的成长周期来看，往往要经历管理自有资金、管理机构资金到与代销合作、吸纳财富端资金的过程。这些外部资金一方面可以带来可观的收益，但另一方面渠道维护和投后管理也需要耗费指数级别的精力。而且，社会参与度提高之后，私募的“私”不再那么纯粹，公众和监管的关注时刻对这些机构进行着拷问。2022 开年以来市场行情不佳，创始人赵军于 3 月亲自出场，表示淡水泉会坚持自购，与投资者站在一起。然而第六次“淡水泉时刻”之后，市场如期迎来反弹，淡水泉旗下基金表现依然不及预期。量化巨头们也没有那么顺风顺水，2021 年 5 月份电荒之后多地出台了停限电措施，由于量化私募算法耗电量较大，9 月份市场开始担忧限电对量化交易的影响，头部量化私募对此火速辟谣，但紧接着就集体进入了漫长的超额回撤期。2021 年 11 月份，幻方宣布暂停全系列产品的申购，专注于策略的迭代升级。

造成这些百亿私募收益神话一度破碎的原因，除了反常的市场之外，在目前国内私募策略方法论逐渐成熟、竞争愈演愈烈的情况下，规模与收益率的对立也是绕不开的话题。从预测的角度来看，Alpha 机会意味着对定价错误的捕捉，定价错误最容易出现在流动性较差的投资标的上，因此规模太大就会导致冲击成本开始影响全局，被迫延长预测的信号周期，在流动性相对充裕的标的中寻找稍纵即逝的 Alpha，最终结果就是更偏向持有 Beta。所幸在建立起品牌优势之后，这种对大厂的信赖会使投资者降低一些收益预期，从私募机构的角度出发，紧跟市场反而成为了一种但求无过的稳妥选择。

图 185 预测与策略的不可能三角



资料来源：华宝证券研究创新部

在经历 2019-2021 年的连续三年私募业绩大年之后，百亿私募俱乐部名单数量的增长速度开始放缓。不过意愿并不是主要影响因素，如果把百亿管理规模比作一座围城，2022 年风高浪急的环境中，显然外面的人是想进来的。因为资产荒并不仅仅是对投资者而言，对私募管理人来说，市场参与者的成熟、同业的内卷、资本市场的波涛汹涌都在侵蚀包括一些稀缺自营额度在内的产品收益。在这种情况下，规模既是镣铐，也是安全带，因此可以发现很多中小型私募，无论做什么策略起家，都在宣发容量最大、框架最完备的指数增强和股票市场中性产品，希望借此扩充自己的管理规模。

伴随着对规模态度悄然转变的，还有整体策略的趋同。经过公募与私募之间、私募与私募之间多年的人员流动以及买方、卖方的长期路演宣传，指数增强策略的多因子体系；CTA 策略的截面、时序、短周期、长周期；债券的信用 Alpha、可转债套利、条款博弈……很多概念都不再是秘密。在应对市场的方法上，各家也普遍选择均衡的大杂烩思想，以基本面因子为主的指增策略添加量价因子，以量价因子为主的指增策略添加基本面因子，高频策略适当降频，太低频的可以升频，CTA 策略则采用多个子策略进行复合。在这样“中庸”思想的指导下，当私募超额收益整体下滑的时候，原本普遍 1%+20% 的收费就显得有些特立独行。2022 年 9 月，国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，其中第八条为着力规范金融服务收费：“鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理降低交易、托管、登记、清算等费用”。在业绩压力下，此前就有包括幻方、敦和、赫富等多家头部私募选择降低或停收管理费。政策发布后，量化私募希格斯宣布减免半年管理费，弘源泰平旗下某产品也有费用全免一年的措施，甚至有不少中小私募也加入降费大军，宣布免三年管理费，或者一年管理费和业绩报酬全免。然而在不确定的市场中，未来私募超额收益仍会持续下降是少有的确定性结论，因此这样的降费举措恐怕也不会仅仅是短期内应对市场行情的权宜之计。

私募尤其是头部私募的这种“公募化”趋势带来的也不全是负面效应，除了超额的衰减，还有整体投资水平的上升和道德风险的减少。在发展早期，私募给人的印象往往充满了神秘感，相对复杂的策略加大了沟通成本，投资者难以对资金用途和私募的投资水平进行真实客观的了解和评判。而在监管体系逐渐完善，市场竞争形势日益激烈之后，那些小乱差或是利益出发点与投资者不一致的私募很难再有生存空间。目前来看，私募的“公募化”趋势也不会是无限逼近的。2022 年 5 月，证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则，将公募基金基金经理离职的静默期限从 3 个月延长至 1 年，“公奔私”限制再次加强。2023 年 2 月，中基协发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，不动产私募投资基金的投资范围放宽到了存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房等特定居住用房，以及商业经营用房、基础设施项目等，几乎涵盖目前市场上所有房地产类资产。本质上来看，私募与公募基金仍承担着差异化的社会使命。适当性要求其

实就是投资者的第一道自我风控机制，在了解和承担相应的风险之后，私募相对公募的超额收益可能会被继续摊薄，但还将长期存在。

展望百亿私募的未来，虽然现在从收益表现上看似乎有些“廉颇老矣”，但他们也是从中小规模发展而来，之所以能达到现在的成就，曾经很多也是各类收益榜的常客，而且经历了策略和团队稳定性的重重考验。如今那些小而美的策略不再是他们的舞台，不过在相对成熟的大型策略上，这些百亿私募无论是在人才还是硬件上的投入和积累都走在时代的前沿，而这个简单量变过程也许某一天就会引起质变。以 ChatGPT 为例，深度学习网络参数的增加让原本的自然语言处理工具进化成了全能的聊天机器，其实从 2022 全年来看，一些头部的量化私募已经取得了靠前的业绩表现，但是如果对标全球市场，目前国内头部私募的管理规模和影响力还相去甚远，也许直到有一天他们挣脱百亿的枷锁，让人们的惯称从百亿私募变成千亿乃至万亿级私募时，才能体会到真正的“高处不胜寒”。

## 2.4. 行业内卷的破局曙光

2022 年，私募证券投资基金产品业绩均遭到了一定的冲击，其中固然有宏观层面的因素，如疫情封控、俄乌冲突、美联储加息等等，除此之外，越来越多的管理人在调研、路演中也提到了另外一个因素，那就是逐渐加剧的行业内卷。

“卷”既可以体现在数量上也可以体现在策略上。数量上，在近几年的业绩催化下私募证券投资基金管理人大幅增长，中基协公布的数据显示，2020 至 2022 年私募证券投资基金管理人分别新增 431、522、539 家，相较于 2019 年 286 家有明显增长。由于市场整体空间有限，私募管理人的快速增加致使行业开始变得“僧多粥少”，自然也就越来越“卷”。在策略方面，以多因子选股模型来说，业绩压力下越来越多的管理人开始告别“人工因子”+“线性加权”模式，尝试“机器挖掘”+“机器学习”的非线性组合。管理人不再追求因子和模型的可解释力度，认为因子只要具有信息增量就可以放入模型中去，再用机器学习强大的特征抽象能力提取其中规律即可。这种投资理念的转变，一方面体现了时代的进步，另一方面也体现了业绩导向下坚守“优良传统”的无力。

随着体量的增长，私募机构为了让自己的产品竞争力更上一层楼，往往会依托规模优势，采购高质量数据和先进服务器，引进尖端人才，然而规模与收益如同鱼和熊掌不可兼得，即使拥有先进的技术和硬件加持，又或者将策略低频化，用收益换取更大的规模，策略容量的天花板终究有限。在这样的背景下一些私募机构另辟蹊径，逐渐向“平台化”发展。平台型私募首先通过自有策略或购买策略等方式获得一定的资本积累，然后在此基础上招揽其他团队，扩充公司产品线。平台型私募中各团队之间的策略相对独立，公司更多的是提供中后台支持，作为展示销售产品的平台。与传统的“一言堂”相比，平台型私募为投资者提供了更多策略上的选择，也突破了单一策略的容量限制，规模往往成长得更快。同时，部分平台型私募为了增强竞争力，采用“赛马机制”，这种内部排名压力导致各团队不得不“卷”。

然而，在当下市场无效性没有被充分挖掘，私募基金整体还存在超额收益的时代背景下，彼之红海就是我之蓝海，所谓的行业内卷并不能阻止“僧人”们的前赴后继。公募的投资限制与业绩考核往往会挤压基金经理个人能力的发挥空间，私募相对而言更加自由，各方面限制较少，且存在后端业绩计提方式。2022 年“公奔私”再掀高潮，董承非、周应波等多位明星基金经理相继加入私募或创立自己的公司。

对于这样加速内卷的行业格局，既然无法从管理人入手，那么破局希望只能寄托于把市场蛋糕做大，增加“粥”的供给。在过去，量化指增和股票市场中性普遍对标中证 500，期权策略多集中于上证 50ETF 期权，底层资产的匮乏极大限制了策略的发挥空间。所幸这种情况正逐渐得到改观，期货市场方面，2022 年新增了中证 1000 股指期货（IM），相较于中证 500 指数，中证 1000 市值

更小、个股权重分布更加平均、成长属性更强，更有利于量化团队做出超额收益，近期各大私募纷纷布局中证 1000 相关的量化指增和对冲产品。在期权市场方面，2022 年新上市了 6 支金融期权，涵盖上证 50、深证 100、中证 500、中证 1000 以及创业板指数，当前金融期权品种已基本覆盖权重股与中小板块；除此之外，2022 年还新上市了 8 支商品期权，这些期权品种的增加对丰富风险保护工具、扩充期权策略产品条线有很大的帮助。

除衍生品之外，私募机构还会使用融券辅助股票交易，过去融券市场买卖双方信息不对称，融券成本偏高，券源供应不稳定，且多集中在头部券商。2023 年 2 月 17 日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，对资本市场进行了重大改革，主板的新股上市首日即可纳入融资融券标的。同日中证金融发布《中国证券金融公司转融通业务规则（试行）（2023 年修订）》等规则，将科创板、创业板行之有效的转融券优化措施推广到主板，拓宽主板转融券标的证券范围和出借人范围，提升主板转融券业务的市场化水平和成交效率，降低证券公司参与转融券业务成本，这对进一步健全资本市场基础交易制度，优化转融券机制，促进全市场多空平衡具有重大意义。在全市场各板块转融券业务处理统一后，融券市场供给将更加充分，可以进一步满足私募机构的多样化需求，稀缺性策略如 T0 策略的收益和容量都会打开，让量化机构更容易实现自身的价值，为客户带来长期稳定的收益。

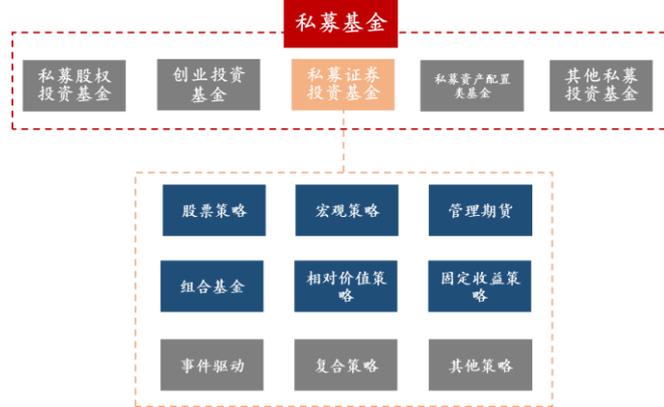
### 3. 中国私募市场分析：业绩多数黯淡，行情整体低迷

#### 3.1. 私募基金发行与清盘情况

从我国历史上每年私募基金（本章节以下无特别说明，私募基金均指代私募证券投资基金）的新发行数量来看，2018 年由于权益市场的整体低迷，私募基金新发行数量呈收缩趋势，2019 到 2021 则是连续三年的私募业绩大年，2019 年新发行数量较 2018 年有一定回升，2020 年和 2021 年这种趋势得以延续，且增长速度大幅提升，2021 年私募基金新发数量创历史新高。到了 2022 年，股票、债券和商品市场表现均不尽人意，私募基金的新发行数量有所回落，相较 2021 年的高点同比下降 20%。

从历史上每年清盘基金的数量来看，其走势与新发行基金基本一致，不同之处在于 2019 年之后清盘基金的数量中枢整体下移，在新增数量快速增长的同时清盘数量反而有所下降，发行/清盘比率明显提高，体现出 2019 年之后私募基金行业热度与规模有了系统性的抬升。

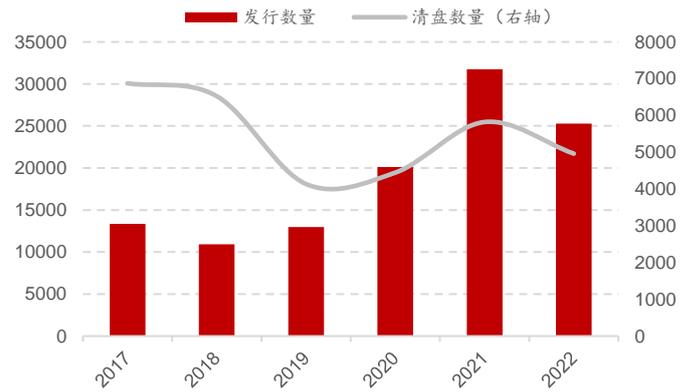
图 186 私募基金分类与私募证券投资基金策略划分



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：本章节中私募证券投资基金策略划分采用融智分类标准，在关注细分策略上舍弃数量较少、收益特征不清晰的事件驱动、复合策略和其他策略。

图 187 私募证券投资基金发行与清盘情况

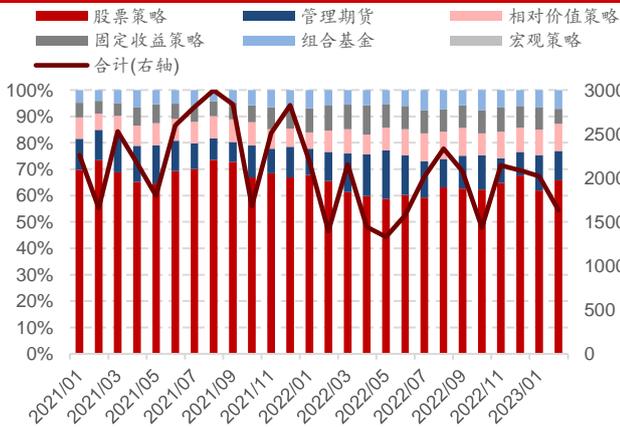


资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：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。

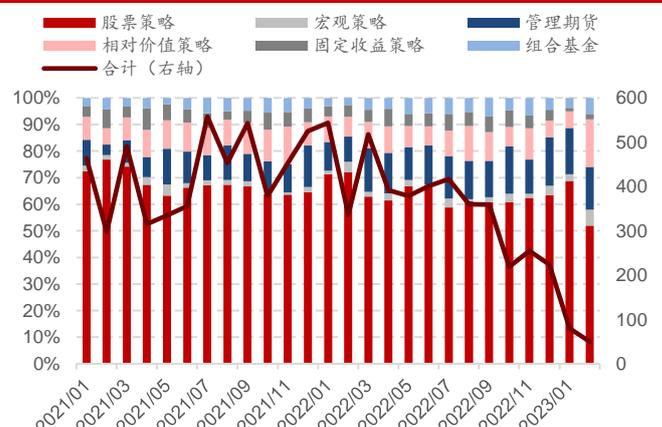
聚焦 2022 年，1-2 月受春节因素影响，私募产品备案情况十分清淡，3 月春节累积的备案需求得到一定释放，市场热度出现一定回升，在 3、4 月权益市场暴跌的影响下，4 月基金产品发行数量开始回落，5 月叠加劳动节小长假影响，发行数量达到阶段性低点。随着 5、6 月份权益市场的触底反弹，私募基金的赚钱效应开始显现，单月新发产品数量逐渐恢复到 2000 只以上的水平，但紧接着市场又开始震荡下行，受国庆长假影响私募基金发行数量在 10 月再次探底，11 月份市场企稳之后，私募基金发行情况重新转暖。分策略来看，股票策略在新发基金中占比较高，新发基金数量变化与合计发行数量趋势变化基本一致，呈现随行情波动的特征，其次占比较高的是管理期货策略、相对价值策略以及固定收益策略，三者发行数量接近，组合基金和宏观策略占比较少。

图 188 2021 年以来私募各策略发行情况



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 189 2021 年以来私募各策略清盘情况



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

除行情之外，私募基金的发行和清盘也会受到政策端的影响。2021 年 12 月 3 日证券业协会发布了《证券公司收益互换业务管理办法》（本章节以下简称互换新规），取缔了 AB 款这类挂钩净值的业务方式，并规定 2022 年是互换新规实行的过渡时期，因此 2021 年末以前私募新发热情的高涨一部分可以归结于政策落地前的产品储备。

2022 年 12 月 30 日基金业协会发布关于就《私募投资基金登记备案办法（征求意见稿）》及配套指引公开征求意见的通知，并在时隔两个月后出台了正式稿，大幅提高了私募基金产品的备案门槛，迫使私募基金管理人更加珍惜现有的存量资源，可以发现 2022 年在政策预期下私募基金产品的清盘数量整体一路下滑，进入 2023 年单月清盘数量跌破了 100，而 2022 年 11、12 月的小幅反弹和互换新规过渡期的结束也有一定关系。

敬请参阅报告结尾处免责声明

### 3.2. 私募基金分策略业绩表现

本章节主要考察私募证券投资基金的六大主要策略，分别为股票策略、相对价值策略、管理期货策略、宏观对冲策略、组合基金以及债券策略。2022年各类策略表现均有一定程度下滑。

A股市场方面，2022年全年呈现“W型”走势，1月至4月，经济发展面临的需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力有所显现，叠加俄乌冲突和上海疫情等因素影响，投资者风险偏好迅速降低，市场深度下探；4月至7月初，宏观政策发力目标明确，国内流动性整体充裕，带动了基本面预期的边际修复，股票市场触底反弹；7月中旬至10月，国内疫情多点散发，海外美联储加息诱发人民币贬值与外资流出，导致A股再次震荡下行；11月后，随着疫情防控政策优化以及房地产政策“三箭齐发”，经济复苏预期强化，外部环境也边际向好，北向资金持续回流，市场整体转暖。对于股票策略来说，由于权益市场全年跌幅较大，2022年股票策略表现不尽如人意，收益中位数仅录得-10.37%。

2022年，商品市场表现相对分化，抗通胀属性强的能源类商品和粮食类商品表现相对强势；工业金属表现偏弱；贵金属呈“N”字型走势，全年整体表现持平。具体来看，2022年上半年，俄乌冲突爆发加剧了全球商品供需错配矛盾，引发能源危机，许多商品价格创历史新高。随着美联储持续加息抑制通胀，6月份市场对于经济衰退的恐慌导致了商品价格的暴跌。在商品市场对地缘政治冲突计价比较充分之后，受制于中美经济周期错位，商品多空态势并不明朗，但由于美国经济显示出超预期的韧性，国内政府坚定实施宽松的货币政策和积极的财政政策，下半年商品市场整体震荡上行。全年南华商品指数上涨19.66%，而管理期货策略收益中位数仅为4.62%，未跑赢指数。

债券市场方面，上半年债市整体走牛，在稳增长预期与多重现实压力下，流动性维持宽松，10年期国债大体在2.7-2.85%的区间内震荡，信用利差持续压缩。受7-8月地产断供风波和超预期的10BP降息影响，10年期国债利率快速下行，信用利差压缩至历史较低水平。11月后，疫情防控和地产政策调整推动了市场对未来经济预期的大幅上修，债券市场大幅下跌，叠加交易拥挤，引发了银行理财非理性赎回，债券资产出现明显的踩踏，信用利差回到了年初水平。全年来看10年期国债收益率上行5BP，中债总财富指数上行3.35%。其中，纯债表现相对亮眼，受到权益市场影响以及估值高企等原因，可转债表现低迷，中证转债指数下行10.02%。从业绩表现来看，债券策略全年收益中位数5.17%，虽然期间历经波折，但整体表现在各大类资产中算是好的，且回撤幅度相对不大，收益风险比最高。

2022年股票策略回撤幅度较大，其主要原因还是在于股市整体表现低迷，中证800指数跌幅一度超过25%，alpha端产生的超额收益并不能覆盖beta端产生的亏损，外加市场参与者的成熟和量化私募持续加剧的行业内卷，超额收益相较2021年也有所下滑。宏观策略和组合基金受权益资产波动的影响较大，最大回撤幅度相较2021年有所增加。债券策略和相对价值策略最大回撤幅度较小。

表 145 私募策略 2022 年度业绩分布情况

指标	策略名称	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数	标准差
收益率	股票策略	-10.43%	-30.76%	-18.67%	-10.37%	-2.98%	8.45%	13.33%
	相对价值	4.69%	-7.32%	1.49%	5.53%	8.35%	17.73%	11.22%
	管理期货	6.60%	-9.95%	-1.09%	4.62%	11.35%	30.62%	13.82%
	宏观策略	-6.80%	-21.27%	-16.86%	-8.56%	-0.75%	5.45%	21.16%
	债券策略	9.07%	-4.61%	-0.18%	5.17%	11.33%	34.01%	22.51%
	组合基金	-3.27%	-13.90%	-9.03%	-3.65%	2.43%	9.16%	7.81%
最大回撤	股票策略	-20.43%	-37.75%	-25.32%	-19.75%	-14.41%	-4.19%	9.86%
	相对价值	-5.25%	-16.59%	-5.25%	-3.51%	-1.86%	-0.27%	8.85%
	管理期货	-11.11%	-25.32%	-15.41%	-9.51%	-5.30%	-0.82%	7.85%

敬请参阅报告结尾处免责声明

宏观策略	-16.92%	-27.46%	-19.24%	-17.16%	-13.03%	-6.86%	6.91%
债券策略	-4.65%	-15.52%	-5.87%	-2.32%	-0.59%	0.00%	6.82%
组合基金	-9.51%	-22.79%	-14.11%	-7.61%	-3.01%	-0.79%	7.86%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

下文对上述六大类策略做进一步分析，其中股票策略细分为主观多头、量化多头和股票多空策略，相对价值细分为股票市场中性、期权、TO 策略，管理期货细分为主观 CTA、量化趋势、量化套利策略，债券策略细分为纯债策略和强债策略。

为了直观展示各策略业绩水平，本文在全市场中筛选满足条件的管理人，筛选条件要求公司成立满三年，且至少有三只不限策略的产品正在运作，然后以私募基金管理人为统计维度，将其发行的某策略类别中业绩时间最长的产品作为该管理人对应策略的代表产品，等权合成为代表全市场的策略指数。本文按规模对私募基金管理人进行了分类（分为 0-5 亿、5-10 亿、10-20 亿、20-50 亿、50-100 亿，100 亿以上），以统计不同规模下各策略的收益分布情况。

### 3.3. 股票策略

股票策略包含了市场上比重最大的主观多头策略以及量化多头和股票多空策略。其中，主观多头策略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；量化多头策略主要采取量化多因子模型进行选股，倾向于满仓运作，通过持仓相较于指数的行业和风格偏离来控制风险；股票多空策略在利用主观或量化手段选股的基础上，通过股指期货、期权、融券或收益互换等手段进行做空，一方面可以获取空头收益，另一方面可以对冲部分风险。

2022 年全球风险事件较多，无论 A 股、港股还是美股均呈明显下跌趋势。纵观 A 股市场，在风格方面价值风格跌幅相对较小，行业方面仅有煤炭、交通运输及消费者服务少数板块录得正收益，其余板块均出现不同程度下跌。市场在经历上半年的大幅震荡后，下半年缺乏主线，风格快速切换，交易热情也不高。主观多头私募基金的仓位从年初的高点一路下滑，在 5、6 月份和年末的市场反弹中恢复力度也不大，这一定程度也显示出 2022 年的权益投资困难程度。

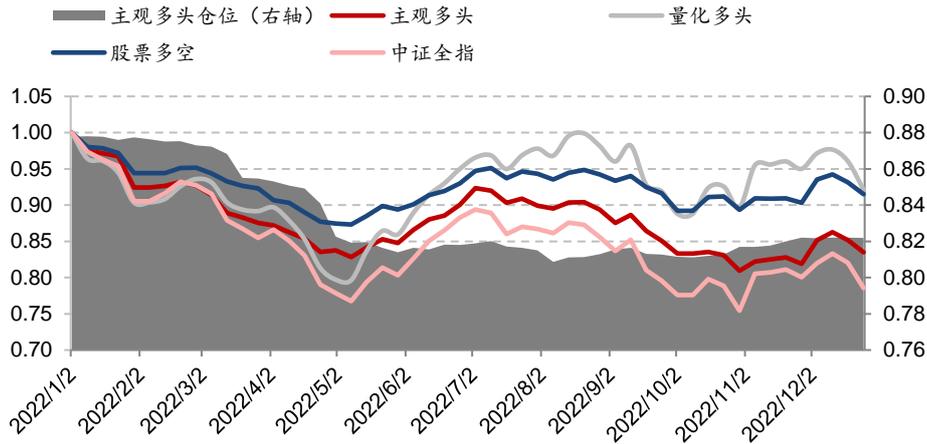
全年来看，虽然主观多头、量化多头、股票多空均录得负收益，不过在收益、波动率、回撤三方面都还是要显著优于中证全指。从细分策略来看，主观多头收益为-16.51%；由于量化策略在建模时会将风险和波动考虑在内，而且股票多空只有部分敞口，量化多头和股票多空整体收益表现稍好，收益均在-8%左右。不过，部分主观多头策略的管理人，通过对仓位的动态控制，以及对行业个股机会的有效把握，有些还是做出了非常可观的业绩。

表 146 2022 年股票策略细分子策略指数收益情况

	主观多头	量化多头	股票多空	中证全指
年化收益率	-16.51%	-7.91%	-8.51%	-20.32%
最大回撤	-19.06%	-20.35%	-12.68%	-27.11%
年化波动率	11.26%	18.34%	9.23%	20.38%
夏普比率	-1.62	-0.52	-1.09	-1.07
卡玛比率	-0.88	-0.39	-0.68	-0.75

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

图 190 股票策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

注：主观多头仓位通过主观多头产品净值对行业指数回归得到，并不能完全准确地覆盖市场，但其中数据的分布和趋势具有一定意义。

表 147 2022 年主观多头策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	-16.35%	-49.26%	-28.17%	-17.28%	-6.39%	16.33%
5-10 亿	-15.19%	-40.84%	-24.60%	-16.48%	-8.00%	13.49%
10-20 亿	-14.34%	-41.74%	-23.58%	-14.94%	-5.65%	10.39%
20-50 亿	-14.88%	-36.04%	-25.03%	-14.90%	-6.35%	12.75%
50-100 亿	-17.06%	-31.72%	-23.37%	-17.24%	-10.00%	-2.16%
100 亿以上	-18.44%	-39.80%	-23.50%	-19.77%	-10.48%	-1.98%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

表 148 2022 年量化多头策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	-8.25%	-30.97%	-18.31%	-8.90%	-1.69%	16.06%
5-10 亿	-10.70%	-25.37%	-18.90%	-13.76%	-3.75%	7.50%
10-20 亿	-10.61%	-26.18%	-16.37%	-12.40%	-3.58%	12.15%
20-50 亿	-10.45%	-24.57%	-14.82%	-11.40%	-5.96%	3.66%
50-100 亿	-7.84%	-16.33%	-13.56%	-11.46%	-6.92%	7.22%
100 亿以上	-6.84%	-16.29%	-10.09%	-5.47%	-4.05%	2.59%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

表 149 2022 年股票多空策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	-12.84%	-43.76%	-24.07%	-14.54%	-2.05%	17.18%
5-10 亿	-15.46%	-26.23%	-23.57%	-19.73%	-3.60%	2.06%
10-20 亿	-5.89%	-17.04%	-12.73%	-9.35%	5.77%	8.15%
20-50 亿	-12.21%	-24.23%	-19.56%	-12.01%	-5.71%	-2.85%

50-100 亿	-6.12%	-31.58%	-7.72%	-1.01%	1.58%	6.38%
100 亿以上	-7.98%	-21.99%	-21.98%	-5.99%	5.56%	5.99%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

### 3.4. 相对价值

相对价值策略主要包括股票市场中性策略，其次还包括期权以及 T0 策略。股票市场中性策略一般采用多因子选股构建多头端，再采用股指期货、期权、融券、收益互换等手段尽可能完全对冲市场风险，以获取稳定的 alpha；期权策略可以从波动率维度表达对市场的看法，通过判断波动率趋势或者捕捉波动率套利机会获取收益；T0 策略对未来价格进行时间序列上的预测，因子多基于短期价量数据，利用融券或者底仓进行日内高频交易，持仓时间较短。

2022 年，股票市场中性策略虽然录得了 5.18% 的正收益，但相较该策略的往年表现，并不能算作是一个收益显著的大年，且最大回撤在 -2% 左右，收益风险比弱于往年。具体来看，2022 年权益市场整体表现低迷，成交量和波动率明显回落，市场活跃度较低，制约了量化选股模型的发挥；从对冲端来看，股指期货在 2022 年年中保持深度贴水，基差虽然在年末有所收敛，但大部分时间对冲成本依旧承压。

2022 年期权策略表现较优，合成的策略指数收益率达到 11.36%，最大回撤控制在 -1% 以内，呈现较高的收益风险比。

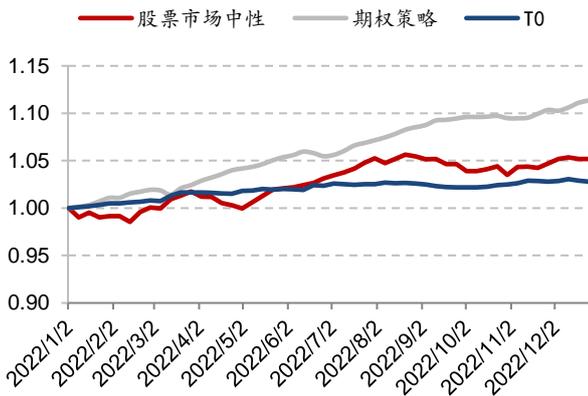
T0 策略 2022 年表现不佳，作为绝对收益类产品，T0 策略 2022 年收益率仅 2.30%，回撤 -0.74%，这主要是因为权益市场低迷，市场活跃度以及波动率较低，导致 T0 策略缺乏捕捉股票价格波动的机会。

表 150 2022 年相对价值策略细分子策略指数收益情况

	股票市场中性	期权策略	T0
年化收益率	5.18%	11.36%	2.30%
最大回撤	-2.03%	-0.52%	-0.74%
年化波动率	3.38%	1.57%	1.20%
夏普比率	1.11	6.35	0.67
卡玛比率	2.58	22.17	3.12

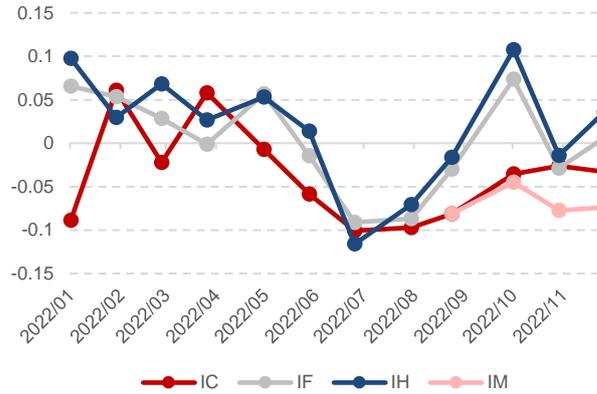
资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 191 相对价值策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 192 2022 年股指期货年化贴水率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 151 2022 年股票市场中性策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	1.06%	-20.54%	-7.02%	3.30%	6.69%	14.87%
5-10 亿	3.71%	-3.36%	-0.11%	3.30%	5.93%	14.11%
10-20 亿	3.49%	-7.12%	-1.12%	3.90%	7.78%	18.57%
20-50 亿	6.44%	-8.04%	2.11%	5.70%	10.49%	22.57%
50-100 亿	3.96%	-1.31%	1.41%	3.38%	6.82%	9.22%
100 亿以上	4.57%	-4.01%	1.89%	5.64%	7.46%	10.15%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

表 152 2022 年期权策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	4.44%	-9.66%	0.09%	3.47%	9.58%	16.53%
5-10 亿	12.35%	-9.84%	-3.38%	16.26%	18.24%	32.04%
10-20 亿	9.48%	2.49%	5.08%	6.88%	9.26%	25.43%
20-50 亿	1.87%	1.15%	1.47%	1.87%	2.27%	2.59%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

注：由于 T0 策略数量较少，本文未展示分公司规模的收益统计

### 3.5. 管理期货

管理期货策略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、国债期货。主观 CTA 主要基于宏观环境、产业数据和供需关系等对品种走势进行判断。量化 CTA 可以分为量化趋势和量化套利两类，其中量化趋势可以分为时序跟踪和截面多空两种做法，套利类策略主要包括跨期套利与跨品种套利。

2022 年上半年股市表现低迷，商品市场则逆流而上，在疫情、俄乌冲突以及能源危机等一系列因素刺激下，开启了一段“超级周期”，然而事件驱动因素退潮之后，商品市场回归基本面逻辑，受美联储持续加息影响，6 月、7 月连续大幅下挫，此后市场陷入震荡，缺乏明确主线，呈现结构性

敬请参阅报告结尾处免责声明

行情。这样的行情也让以动量趋势交易为主的管理人经历了大喜大悲的一年，在上半年产品净值创新高后下半年纷纷出现回撤。

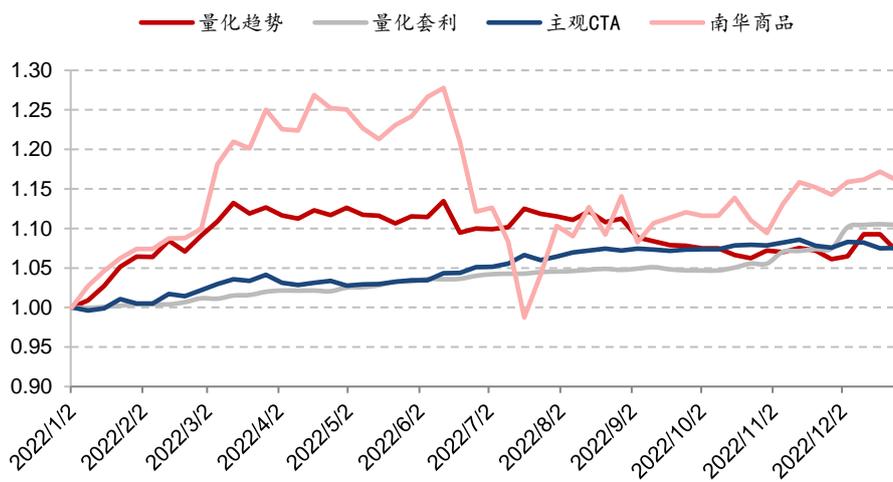
从细分策略来看，主观 CTA 全年收益为 7.51%，量化趋势策略为 7.23%；回撤方面，主观 CTA 控制在-1%左右，量化趋势则达到了-6.48%，主观 CTA 的收益风险比较高。主观 CTA 和量化趋势的业绩分化主要集中在 2022 年下半年。下半年的震荡行情下，量化趋势类策略容易频繁开仓平仓造成净值磨损，而主观 CTA 持仓周期相对更长，且对短期的趋势外推依赖相对较小，更适应了下半年的行情特性。对于量化套利类策略而言，2022 年录得 10.44%的正收益，最大回撤-0.39%，在各类 CTA 策略中表现最好。

表 153 2022 年管理期货策略细分子策略指数收益情况

	主观 CTA	量化趋势	量化套利	南华商品指数
年化收益率	7.51%	7.23%	10.44%	19.66%
最大回撤	-1.28%	-6.48%	-0.39%	-23.44%
年化波动率	3.48%	8.83%	3.02%	21.50%
夏普比率	1.75	0.66	3.00	0.84
卡玛比率	5.92	1.13	26.96	0.84

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

图 193 管理期货策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

表 154 2022 年主观 CTA 策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	13.89%	-17.71%	-2.11%	4.92%	20.59%	71.54%
5-10 亿	15.46%	-14.12%	5.42%	10.88%	24.91%	49.39%
10-20 亿	6.15%	-8.00%	-1.84%	5.11%	10.00%	24.37%
20-50 亿	12.07%	-2.66%	0.37%	5.21%	9.19%	62.28%
50-100 亿	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%	6.63%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

表 155 2022 年量化趋势策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	2.37%	-21.10%	-7.68%	0.18%	8.79%	32.81%
5-10 亿	4.15%	-18.27%	-5.69%	4.06%	12.88%	30.37%
10-20 亿	5.95%	-9.56%	-1.56%	3.23%	11.23%	28.45%
20-50 亿	11.28%	-7.83%	2.16%	8.80%	20.28%	34.03%
50-100 亿	-2.54%	-18.68%	-8.28%	-6.17%	5.84%	14.76%
100 亿以上	3.70%	-13.64%	-1.25%	4.85%	9.75%	21.27%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

表 156 2022 年量化套利策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	6.97%	-13.27%	1.61%	5.18%	8.34%	21.62%
5-10 亿	10.93%	-1.77%	2.81%	8.62%	14.55%	32.68%
10-20 亿	18.97%	-4.21%	7.30%	8.67%	9.93%	73.30%
20-50 亿	6.61%	0.03%	1.94%	3.14%	5.46%	24.32%
50-100 亿	-8.11%	-15.88%	-12.43%	-8.11%	-3.79%	-0.34%
100 亿以上	5.34%	4.94%	5.17%	5.47%	5.57%	5.65%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

### 3.6. 债券策略

债券策略主要包括两类策略，纯债策略和强债策略。纯债策略将全部资产投资于债券，获取票息以及利率波动的收益；强债策略是在债券策略的基础上，将部分资产投资于可转债、股票、期货等以增强收益。

2022 年债券市场相对权益市场表现较优，中债总财富指数录得 3.35% 的正收益。利率债方面，在疲弱的经济基本面下，央行进行了 3 次降息、2 次降准，全年流动性维持宽松，多空交织下 10 年期国债利率上半年大部分时间都在 2.7-2.85% 之间窄幅震荡。信用债方面，由于融资需求不足，资金淤积在金融体系内，配置需求强劲，叠加城投债审批趋严，供给减少，资产荒下信用利差持续压缩，在 8 月之前走出了一轮信用小牛市，但 11 月份之后，随着防疫政策优化和地产支持力度提升，经济复苏预期强化，10 年期国债收益率快速拉升触及 2.9% 以上的全年高点，利率上行带来了理财赎回冲击，信用利差也迅速扩大，信用债出现大幅调整。转债方面，权益市场普跌给转债带来了很大的拖累，年初估值高企成为了波动放大器，11 月-12 月理财赎回潮也带来了不小的回撤。

分策略来看，纯债策略指数 2022 年收益达到 11.74%，全年表现较为稳定，相对中债总财富指数具有明显的超额收益。强债策略由于股票、可转债市场相对低迷仅录得 5.82% 的正收益，最大回撤 -1.41%，收益风险比相较纯债策略较低。

2022 年，债券私募策略还体现出了明显的结构性分化特征，不同细分债券策略的私募产品，首尾业绩差异显著，且不同规模管理人的业绩也差异较大，10 亿以下管理人的业绩表现突出，不乏“翻倍基”的存在，但多数是高收益债策略。2022 年，信用事件多有发酵，尤其是房地产债领域，

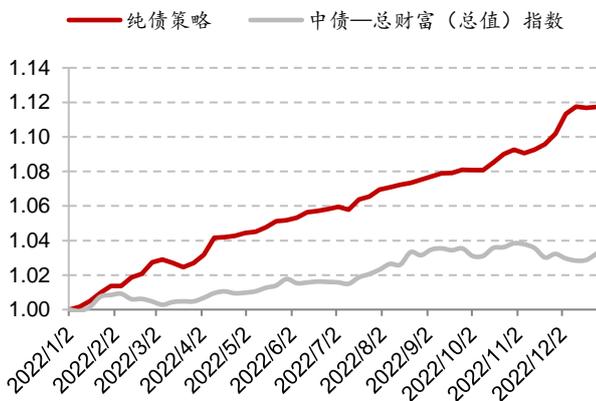
部分信用资产被错误定价，这带来了一定机会，但高收益债投资本身风险也较大，远超一般债券，因而产品业绩的背后，也需要注意这类策略隐藏的潜在风险。

表 157 2022 年债券策略细分子策略指数收益情况

	纯债策略	强债策略	中债-总财富(总值)指数	中证转债
年化收益率	11.74%	5.82%	3.35%	-10.02%
最大回撤	-0.44%	-1.41%	-1.20%	-12.17%
年化波动率	1.83%	3.92%	1.40%	9.93%
夏普比率	5.66	1.12	1.32	-1.16
卡玛比率	27.16	4.18	2.80	-0.82

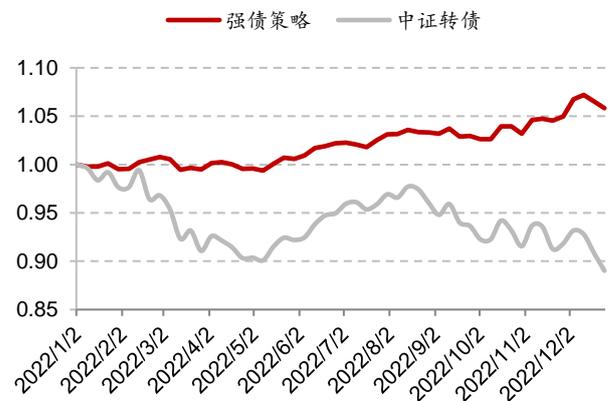
资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

图 194 纯债策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

图 195 强债策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

表 158 2022 年纯债策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	33.48%	-1.20%	6.56%	12.57%	23.30%	185.65%
5-10 亿	34.58%	-7.47%	4.61%	9.82%	24.73%	165.90%
10-20 亿	6.38%	-2.78%	2.81%	5.66%	8.68%	20.25%
20-50 亿	16.24%	1.43%	6.47%	12.93%	19.50%	34.89%
50-100 亿	13.73%	2.14%	5.48%	6.77%	11.13%	48.11%
100 亿以上	6.49%	-0.47%	2.15%	4.05%	7.16%	21.49%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

表 159 2022 年强债策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	17.04%	-11.58%	-0.11%	7.83%	14.45%	81.55%
5-10 亿	9.80%	-16.52%	-1.79%	3.50%	13.07%	59.10%
10-20 亿	4.14%	-19.78%	-7.02%	4.24%	15.98%	26.00%
20-50 亿	14.42%	-16.56%	0.08%	10.49%	22.30%	39.89%

敬请参阅报告结尾处免责声明

50-100 亿	15.54%	-0.01%	4.37%	5.72%	9.33%	66.82%
100 亿以上	-0.80%	-4.68%	-3.34%	-1.74%	0.77%	6.30%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

### 3.7.宏观策略和组合基金

宏观策略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。

2022 年，无论是股票、商品还是债券市场，都未走出单边上涨行情，这样的市场环境并不十分有利于宏观策略和组合基金这样的多资产策略的表现，尤其是股票和商品市场，虽然上半年的涨跌互现，体现出了 CTA 策略“危机 Alpha”的价值，但是三季度股票市场震荡探底，商品窄幅震荡，两者的负相关性下降，走势趋于共振，导致了多资产配置的效果大打折扣。

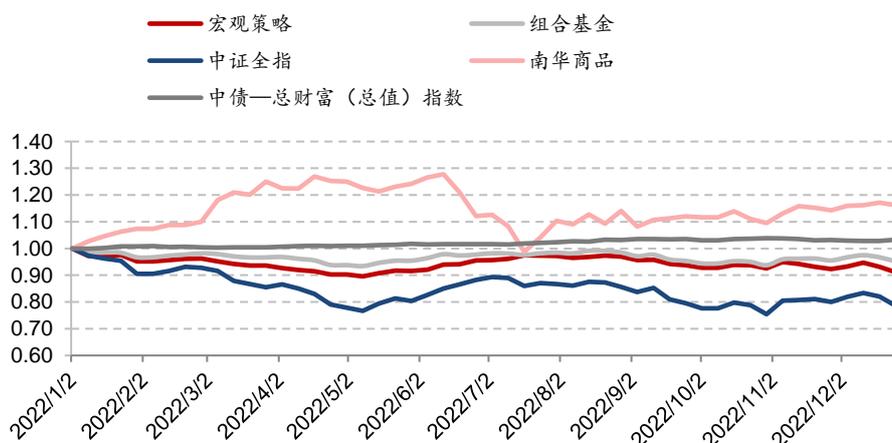
从策略业绩来看，宏观策略更多受到权益市场的影响，2022 年收益为-8.87%，最大回撤-10.43%，年化波动率 7.97%。相比于宏观策略，组合基金策略由于配置标的为基金，虽然调仓的灵活性以及进攻性略显不足，但防守性也更强，全年收益为-4.87%，最大回撤幅度和波动率相比宏观策略也有所减小，最大回撤为-6.58%，年化波动率 6.52%。

表 160 2022 年宏观策略和组合基金细分子策略指数收益情况

	宏观策略	组合基金	中证全指	南华商品指数	中债-总财富（总值）指数
年化收益率	-8.87%	-4.87%	-20.32%	19.66%	3.35%
最大回撤	-10.43%	-6.58%	-27.11%	-23.44%	-1.20%
年化波动率	7.97%	6.52%	20.38%	21.50%	1.40%
夏普比率	-1.31	-0.99	-1.07	0.84	1.32
卡玛比率	-0.86	-0.75	-0.75	0.84	2.80

资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

图 196 宏观策略和组合基金策略指数业绩走势



资料来源：私募排排网，Wind，华宝证券研究创新部

表 161 2022 年宏观策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	-12.36%	-38.63%	-24.63%	-14.16%	-1.19%	20.37%
5-10 亿	-21.17%	-29.03%	-27.72%	-22.81%	-17.27%	-8.90%
10-20 亿	-9.67%	-35.34%	-27.48%	-10.99%	4.79%	18.57%
20-50 亿	-12.25%	-23.87%	-19.98%	-16.99%	-4.65%	5.37%
50-100 亿	8.02%	7.95%	7.98%	8.02%	8.06%	8.09%
100 亿以上	-4.59%	-24.40%	-15.17%	-10.59%	-2.06%	0.68%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

表 162 2022 年组合基金策略收益分布情况

公司规模	平均数	5%分位数	25%分位数	中位数	75%分位数	95%分位数
0-5 亿	-9.70%	-35.48%	-17.61%	-8.75%	-0.89%	8.67%
5-10 亿	-8.55%	-28.32%	-14.87%	-7.23%	0.08%	5.15%
10-20 亿	-6.29%	-17.96%	-13.82%	-7.20%	-3.44%	4.46%
20-50 亿	-4.16%	-16.77%	-11.22%	-2.89%	2.04%	8.95%
50-100 亿	-2.71%	-13.02%	-6.12%	-3.61%	2.04%	6.99%
100 亿以上	-6.01%	-17.76%	-12.60%	-6.79%	0.49%	9.34%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

注：为真实反应产品收益情况，我们仅统计在 2022 年有完整运作的产品

注：此处只做数据展示，不代表任何评价观点，不作为评价的依据

## 4. 中国私募市场展望：暂时休养生息，静待行情回暖

展望 2023 年，我们预计权益投资环境好于 2022 年，温和复苏将逐渐成为共识并反映在股市上，且股市的整体估值不高，盈利与估值的双重驱动下，权益市场有望震荡缓慢上行。债市方面，年初经济处于复苏低点，需宽松环境呵护，且经历去年理财赎回潮导致的收益率快速调整后，配置型资金的入场使得债市逐步恢复，但经济的持续复苏或在下半年带动收益率上升，2023 年债券市场的收益率水平可能依旧不是大年。商品市场方面，受产品库存和中美经济周期错配影响，全球经济供需走弱，商品市场波动率持续走低，价格走势缺乏明显趋势特征，但随着国内经济的复苏，商品市场的活跃度有望得到改善。

我们建议 2023 年可重点关注量化选股类策略：对于风险偏好较高的激进型投资者，可适当关注指增类策略，在获得超额收益的同时获取 beta 收益；对于稳健型投资者来说，市场中性策略对冲掉了市场的贝塔风险，专注于 alpha 收益向绝对正回报的转化，当前市场风格偏向小盘且行业轮动较快，选股端发挥空间提升，叠加股指贴水幅度较低、融券市场也逐渐打开，股票市场中性策略表现值得期待。T0 策略与波动率高度相关，目前波动率虽有所回升但仍处于低位，预计短期内收益空间有限。期权策略同样依赖波动率表现，但交易波动率的方式更加灵活，可适当布局做多波动率类策略。商品市场在中美经济周期错位下，整体趋势尚不明朗，CTA 趋势策略的投资风口可能仍需等待，但伴随 CTA 市场的人气恢复与市场交投活跃度的提升，优秀管理人旗下的 CTA 套利类策略，依旧值得深入挖掘。

## 十一、2022 年场内衍生品年度报告

### 1.多只期权品种上市，市场规模稳步扩大

#### 1.1.2022 场内期权市场新变化

2022 年，国内期权迎来高速发展。政策上，8 月 1 日起，《中华人民共和国期货和衍生品法》（以下简称《期货和衍生品法》）发布实施，该法规首次将衍生品交易纳入法律调整的范围，防范与化解金融风险的同时也尽可能地推动衍生品市场高质量发展。从内容上看，《期货与衍生品法》的发布有四点重要的意义：一是将衍生品交易纳入法律监管的范围；二是该法律填补了我国期货市场涉外期货交易法律制度的空白；三是该法律着重强调了对普通投资者的保护，构建了投资者保护体系；四是扩展了期货经营机构的业务范围，增加了期货做市交易、衍生品交易等业务，为期货经营机构带来新的挑战与机遇。此外，2022 年 12 月 30 日，证监会就《股票期权交易管理办法》向社会公开征求意见，进一步落实金融期权基础制度。

##### 1.1.1.新上市金融期权

2022 年金融期权市场品种不断扩容，各大交易所相继上市了 6 只金融期权品种，使得国内金融期权品种数量达到了 10 只。其中，上交所上市了南方中证 500ETF 期权，深交所上市了嘉实中证 500ETF 期权、易方达创业板 ETF 期权及深证 100ETF 期权，中金所上市了中证 1000 股指期货及上证 50 股指期货。整体来看，本次新增期权品种的上市，标志着当前的期权品种已基本覆盖大盘、中盘以及小盘指数，为不同板块、不同风格的股票市场提供了相应的风险对冲工具。

表 163 2022 年新上市金融期权

期权品种	发布机构	上市时间
南方中证 500ETF	上海证券交易所	2022.9.19
嘉实中证 500ETF	深圳证券交易所	2022.9.19
易方达创业板 ETF	深圳证券交易所	2022.9.19
中证 1000 指数	中国金融期货交易所	2022.7.22
上证 50 指数	中国金融期货交易所	2022.12.19
深证 100ETF	深圳证券交易所	2022.12.22

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从成交量来看，自上市以来，南方中证 500ETF 期权日均成交 602862 张，嘉实中证 500ETF 期权日均成交 134700 张，易方达创业板 ETF 期权日均成交 687083 张，中证 1000 指数期权日均成交 61795 张，上证 50 指数期权日均成交 20062 张，深证 100ETF 期权日均成交 57580 张。

从持仓量来看，自上市以来，南方中证 500ETF 期权日均持仓 551636 张，嘉实中证 500ETF 期权日均持仓 165347 张，易方达创业板 ETF 期权日均持仓 562482 张，中证 1000 指数期权日均持仓 54045 张，上证 50 指数期权日均持仓 19596 张，深证 100ETF 期权日均持仓 65468 张。

##### 1.1.2.新上市商品期权

2022 年共推出新商品期权 8 只，大连商品交易所推出了豆油、豆一、及豆二期权，实现了豆类产业链的期货及期权工具全覆盖；郑州商品交易所推出了菜油及花生期权，进一步完善菜系及花生期货期权的风险管理体系；广州期货交易所上市了首只工业硅期权品种，同时也是全球第一只工业硅期权；年末，上海期货交易所上市了白银以及螺纹钢期权，有望提高我国钢铁行业的风险管理能

敬请参阅报告结尾处免责声明

力。整体来看，当前国内市场期权品种持续创新，市场规模稳步扩大，标志着我国资本市场逐步开放，风险管理机制愈发完善。

表 164 2022 年新上市商品期权

期权品种	发布机构	上市时间
豆油	大连商品交易所	2022.8.8
豆一	大连商品交易所	2022.8.8
豆二	大连商品交易所	2022.8.8
菜油	郑州商品交易所	2022.8.26
花生	郑州商品交易所	2022.8.26
白银	上海期货交易所	2022.12.26
螺纹钢	上海期货交易所	2022.12.26
工业硅	广州期货交易所	2022.12.23

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从成交量来看，自上市以来，豆油期权日均成交 34420 张，豆一期权日均成交 18448 张，豆二期权日均成交 13691 张，菜油期权日均成交 30520 张，花生期权日均成交 26345 张，白银期权日均成交 15585 张，螺纹钢期权日均成交 49135 张，工业硅期权日均成交 2633 张。

从持仓量来看，自上市以来，豆油期权日均持仓 65102 张，豆一期权日均持仓 35787 张，豆二期权日均持仓 9277 张，菜油期权日均持仓 25778 张，花生期权日均持仓 44569 张，白银期权日均持仓 12717 张，螺纹钢期权日均持仓 36697 张，工业硅期权日均持仓 3908 张。

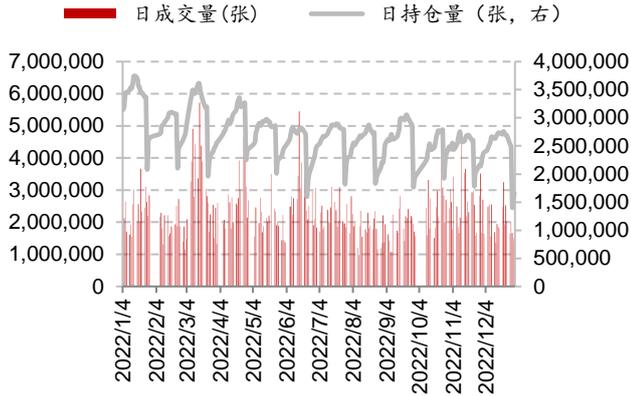
## 1.2.2022 年金融期权交易回顾

2022 年新上市金融期权 6 只，其中上海交易所上市南方中证 500ETF 期权，深证交易所上市嘉实中证 500ETF 期权、易方达创业板期权、深证 100ETF 期权，中国金融期货交易所上市中证 1000 指数期权、上证 50 指数期权。

### 50ETF 期权

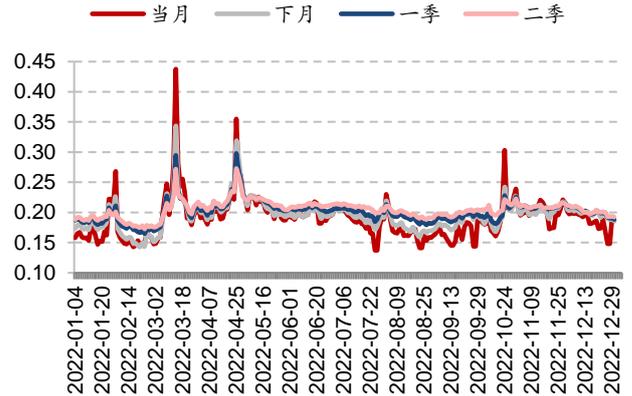
和 2021 年相比，50ETF 期权在 2022 年的日均成交量从 258.99 万张下滑至 233.81 万张，下降了 9.72%；日均权利金成交金额从 15.95 亿元下滑至 11.53 亿元，下降了 27.71%；其中，一季度日均成交 2508011 张，二季度日均成交 2550958 张，三季度日均成交 1955817 张，四季度日均成交 2378568 张，在 3 月 16 日达到了 5727272 张的成交峰值。从持仓量来看，持仓量在 1 月 14 日达到了最大值 3745618 张。从隐含波动率来看，2022 年 50ETF 共出现 5 次区间高点，分别在 1 月、3 月、4 月、7 月以及 10 月，其余时间隐含波动率较为平稳且维持在较低水平。

图 197 2022 年 50ETF 期权成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 198 2022 年 50ETF 期权动态 ATM 隐含波动率

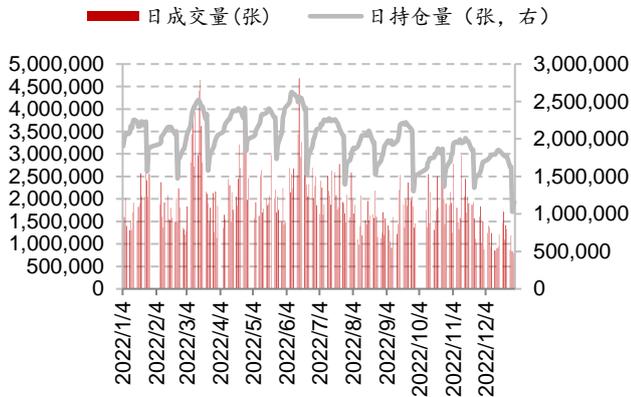


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 沪深 300 期权

从成交量来看，3 只以沪深 300 或其对应 ETF 作为标的的期权中，华泰柏瑞沪深 300ETF 期权日均成交量最高，达 192.80 万张，嘉实沪深 300ETF 期权日均成交 29.74 万张，沪深 300 股指期货期权成交 12.74 万张，整体来看相对去年成交量基本保持不变。从持仓量来看，华泰柏瑞沪深 300ETF 期权日均持仓量最高，达 1976.56 万张，嘉实沪深 300ETF 期权日均持仓量为 33.66 万张，沪深 300 股指期货期权日均持仓量为 18.12 万张。从隐含波动率来看，嘉实沪深 300ETF 期权在 2022 年经历了三个阶段性高点，分别在 3 月、4 月及 10 月，其余时间隐含波动率保持平稳。

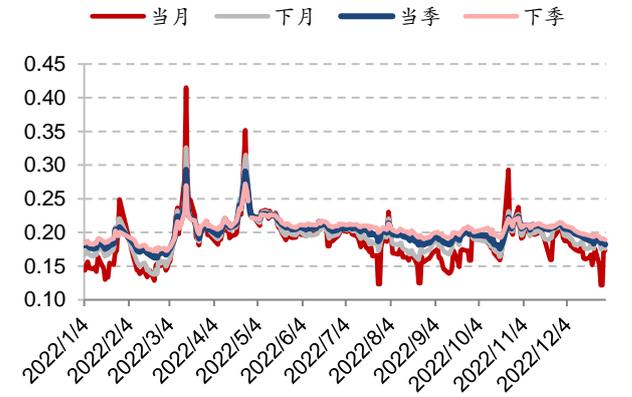
图 199 2022 年华泰柏瑞沪深 300ETF 期权成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：由于相似性较高，以华泰柏瑞沪深 300ETF 期权作为代表

图 200 2022 年华泰柏瑞沪深 300ETF 期权动态 ATM 隐



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 中证 500 期权

南方中证 500ETF 期权与嘉实中证 500ETF 期权均于 2022 年 9 月 19 日上市。自上市以来，南方中证 500ETF 期权日均成交量 602862 张，持仓量 551636 张，嘉实中证 500ETF 期权日均成交 134700 张，日均持仓量 165347 张。从隐含波动率来看，全年阶段性高点是在 10 月，后续波动率逐渐回落。

图 201 2022 年南方中证 500ETF 期权成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部  
注：由于相似性较高，以南方中证 500ETF 期权为代表

图 202 2022 年南方中证 500ETF 期权动态 ATM 隐含波

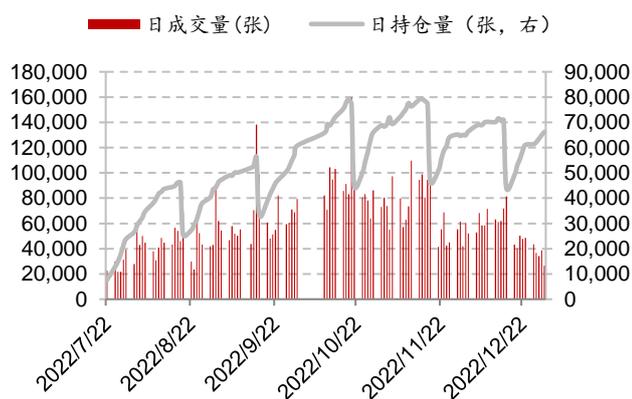


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 中证 1000 期权

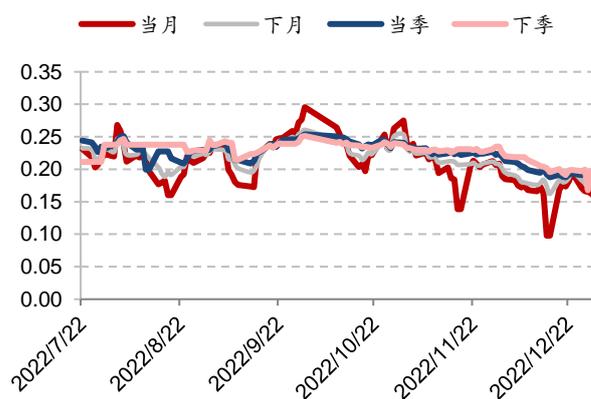
中证 1000 股指期权于 2022 年 7 月 22 日上市，自上市以来，中证 1000 股指期权日均成交 61795 张，日均持仓量 54045 张。从隐含波动率来看，全年高点在 10 月份，其余时间段保持平稳。

图 203 2022 年中证 1000 股指期权成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 204 2022 年中证 1000 股指期权动态 ATM 隐含波动率

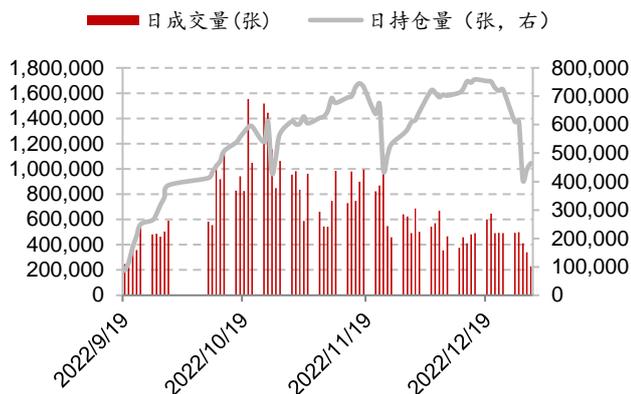


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 创业板 ETF 期权

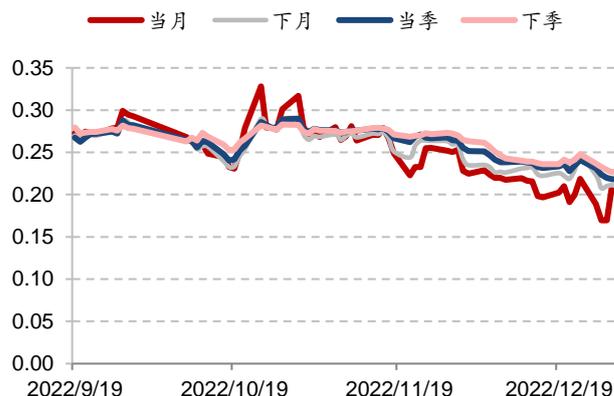
易方达创业板 ETF 期权于 2022 年 9 月 19 日上市，自上市以来，易方达创业板 ETF 期权日均成交 687083 张，日均持仓量 562482 张。从隐含波动率来看，2022 年创业板 ETF 期权在 10 月份有较大波动后缓慢下行。

图 205 2022 年创业板 ETF 期权成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 206 2022 年创业板 ETF 期权动态 ATM 隐含波动率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

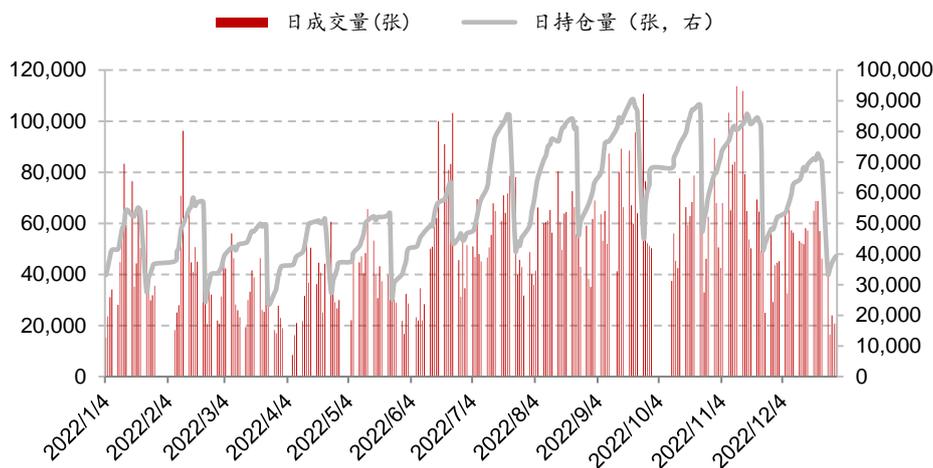
### 1.3.2022 年上期所商品期权交易回顾

上期所当前共有 7 只期权品种，其中白银与螺纹钢为今年新上市品种。

#### 铜期权

2022 年是铜期权上市的第五年，铜期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 38752 张，二季度日均成交 41809 张，三季度日均成交 60234 张，四季度日均成交 58081 张，在 11 月 11 日更是达到了 113664 张的历史峰值，权利金成交金额 46727 万元，持仓量在 9 月 21 日达到了 90440 张的最高值。

图 207 铜期权 2022 年度成交持仓情况



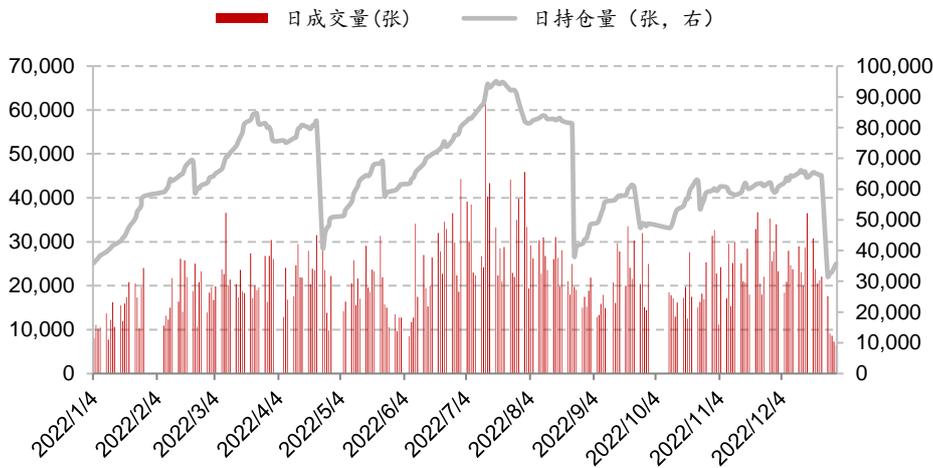
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### 橡胶期权

2022 年是橡胶期权上市的第四年，橡胶期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 18353 张，二季度日均成交 21331 张，三季度日均成交 26301 张，四季度日均成交 21964 张。

张，在7月13日更是达到了63767张的历史峰值，权利金成交金额14962万元，持仓量在7月18日达到了95040的最高值。

图 208 橡胶期权 2022 年度成交持仓情况

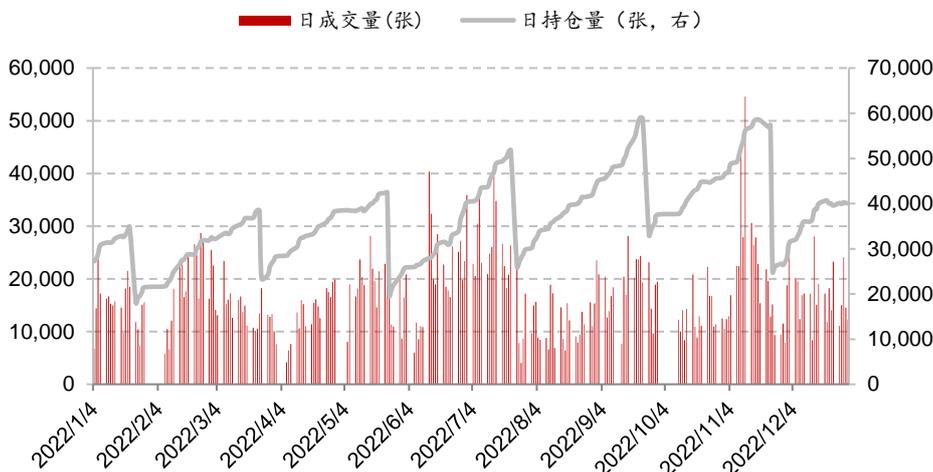


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 黄金期权

2022 年是黄金期权上市的第四年，黄金期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 15987 张，二季度日均成交 17237 张，三季度日均成交 17748 张，四季度日均成交 17487 张，在 11 月 11 日达到了 54608 张的历史峰值，权利金成交金额 16648 万元，持仓量在 9 月 22 日达到了 59073 的最高值。

图 209 黄金期权 2022 年度成交持仓情况

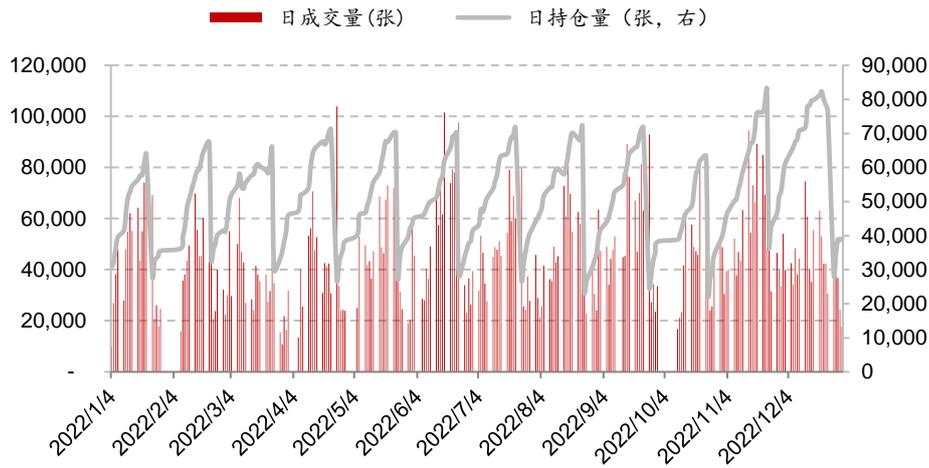


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 铝期权

2022 年是铝期权上市的第三年，铝期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 40051 张，二季度日均成交 48860 张，三季度日均成交 49582 张，四季度日均成交 49467 张，在 04 月 25 日达到了 103902 张的历史峰值，权利金成交金额 8060 万元，持仓量在 11 月 23 日达到了 82958 张的最高值。

图 210 铝期权 2022 年度成交持仓情况

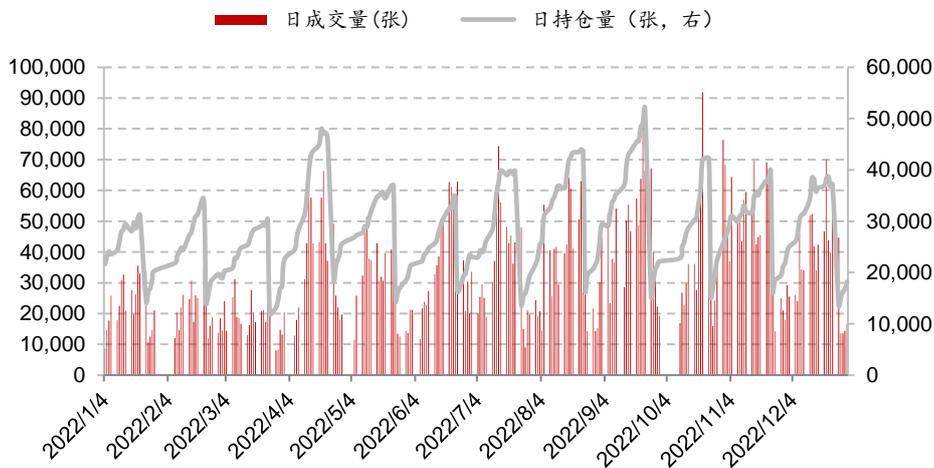


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 锌期权

2022 年是锌期权上市的第三年，锌期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 20905 张，二季度日均成交 34623 张，三季度日均成交 38849 张，四季度日均成交 42232 张，在 10 月 21 日达到了 91831 张的历史峰值，权利金成交金额 8972 万元，持仓量在 9 月 23 日达到了 51997 张的最高值。

图 211 锌期权 2022 年度成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 1.4.2022 年上海国际能源交易中心商品期权交易回顾

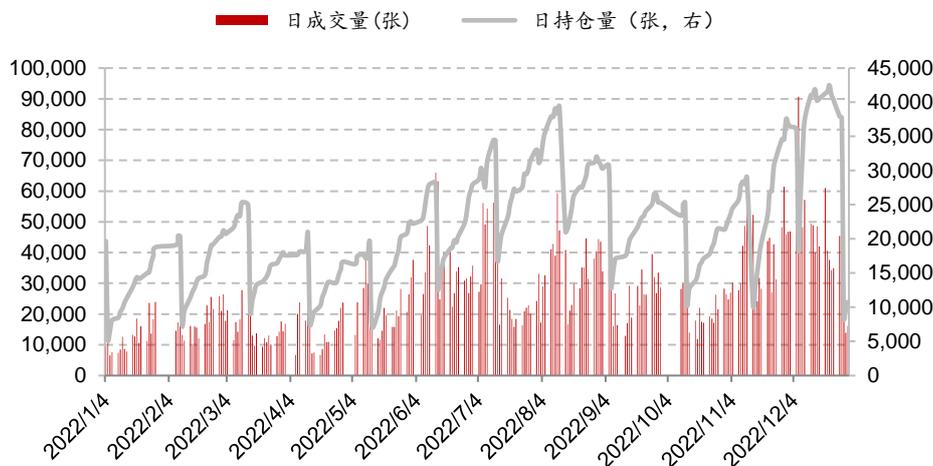
上海国际能源交易中心目前共上市一只期权品种。

### 原油期货

2022 年是原油期货上市的第二年，原油期货的成交和持仓与 2021 年相比稳步攀升，一季度日均成交 15589 张，二季度日均成交 25060 张，三季度日均成交 31547 张，四季度日均成交 36126

张，在 12 月 06 日达到了 90736 张的历史峰值，权利金成交金额 68504 万元，持仓量在 12 月 21 日达到了 42510 张的最高值。

图 212 原油期货 2022 年度成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

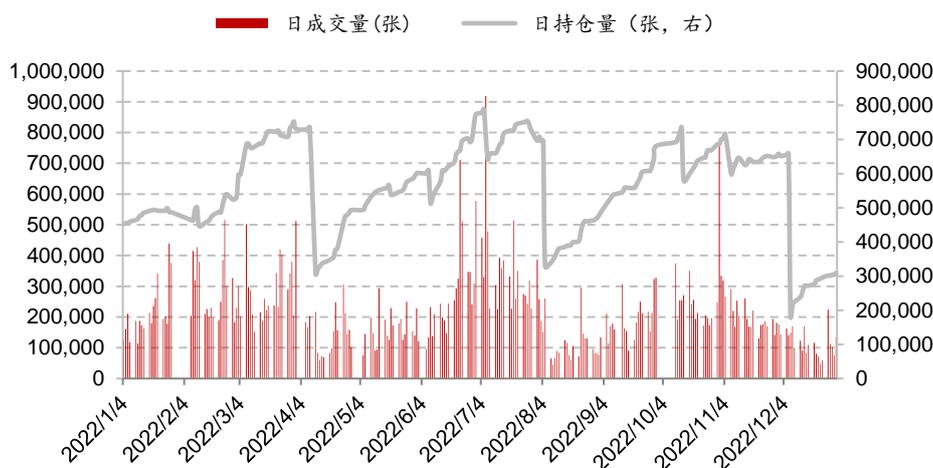
## 1.5.2022 年大商所商品期权交易回顾

大连商品交易所目前共上市 11 只期权品种，其中豆一、豆二、豆油为今年新上市品种。

### 豆粕期权

2022 年是豆粕期权上市的第六年，豆粕期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 261764 张，二季度日均成交 200701 张，三季度日均成交 227194 张，四季度日均成交 193611 张，在 7 月 6 日达到了 918363 张的历史峰值，权利金成交金额 75113 万元，持仓量在 7 月 7 日达到了 788255 张的最高值。

图 213 豆粕期权 2022 年度成交持仓情况

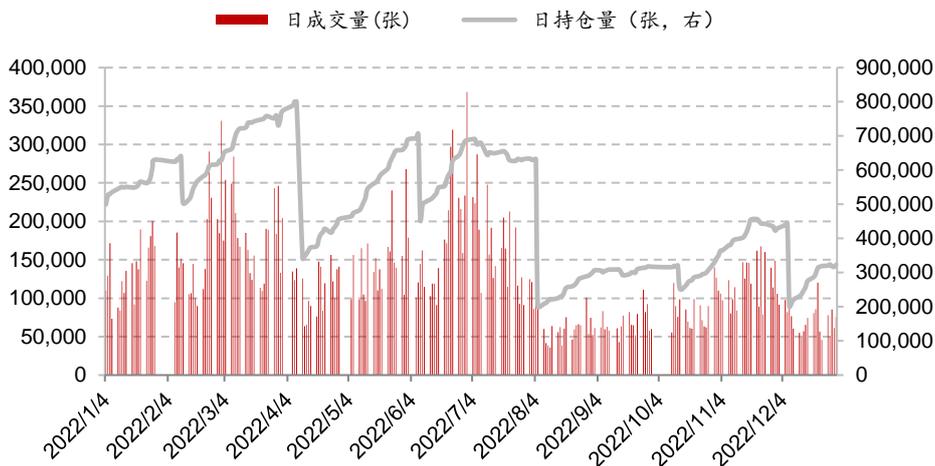


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 玉米期权

2022 年是玉米期权上市的第四年，玉米期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 160927 张，二季度日均成交 145693 张，三季度日均成交 104618 张，四季度日均成交 94995 张，在 7 月 1 日达到了 367995 张的历史峰值，权利金成交金额 12046 万元，持仓量在 4 月 7 日达到了 800266 张的最高值。

图 214 玉米期权 2022 年度成交持仓情况

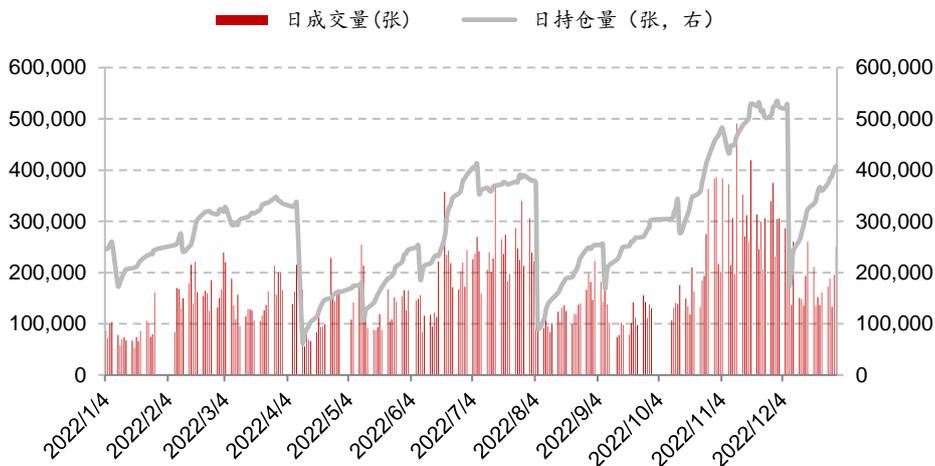


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 铁矿石期权

2022 年是铁矿石期权上市的第四年，铁矿石期权的成交和持仓与 2021 年相比稳步攀升，一季度日均成交 131027 张，二季度日均成交 146510 张，三季度日均成交 173893 张，四季度日均成交 236088 张，在 11 月 11 日达到了 490914 张的历史峰值，权利金成交金额 56182 万元，持仓量在 12 月 1 日达到了 535217 张的最高值。

图 215 铁矿石期权 2022 年度成交持仓情况

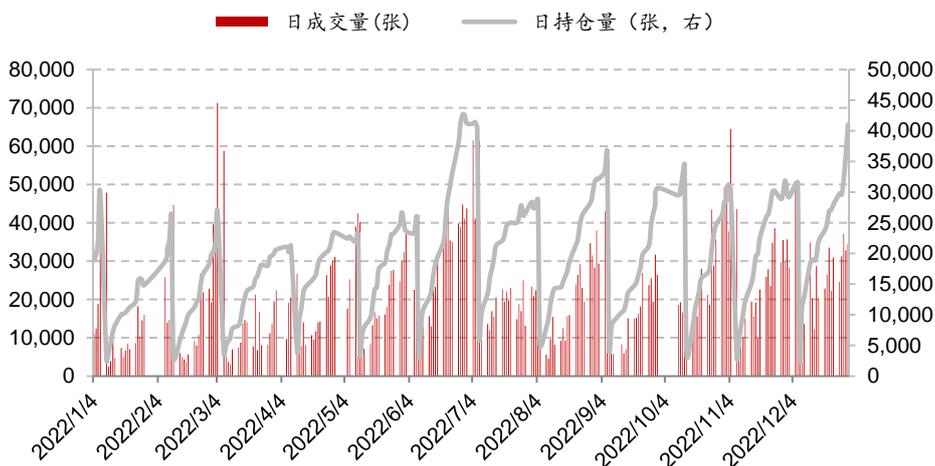


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## LPG 期权

2022 年是 LPG 期权上市的第三年，LPG 期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 16087 张，二季度日均成交 24100 张，三季度日均成交 22861 张，四季度日均成交 27358 张，在 3 月 4 日达到了 71264 张的历史峰值，权利金成交金额 5409 万元，持仓量在 6 月 29 日达到了 42682 张的最高值。

图 216 LPG 期权 2022 年度成交持仓情况

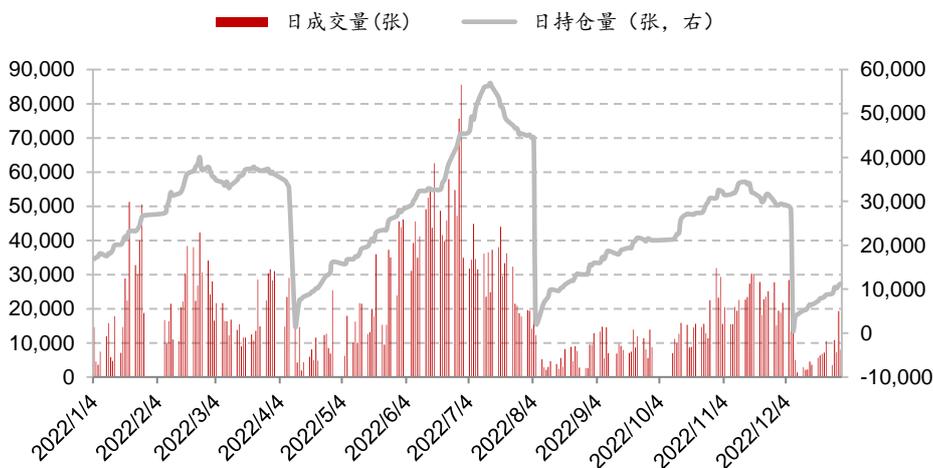


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 塑料期权

2022 年是塑料期权上市的第三年，塑料期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 20708 张，二季度日均成交 28363 张，三季度日均成交 16089 张，四季度日均成交 15483 张，在 6 月 30 日达到了 85583 张的历史峰值，权利金成交金额 2610 万元，持仓量在 7 月 14 日达到了 56948 张的最高值。

图 217 塑料期权 2022 年度成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 聚丙烯期权

2022 年是聚丙烯期权上市的第三年，聚丙烯期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 16416 张，二季度日均成交 18518 张，三季度日均成交 11254 张，四季度日均成交 12824 张，在 1 月 27 日达到了 130195 张的历史峰值，权利金成交金额 2568 万元，持仓量在 7 月 14 日达到了 52785 张的最高值。

图 218 聚丙烯期权 2022 年度成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### PVC 期权

2022 年是 PVC 期权上市的第三年，PVC 期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 23332 张，二季度日均成交 17885 张，三季度日均成交 24331 张，四季度日均成交 36296 张，在 11 月 28 日达到了 116880 张的历史峰值，权利金成交金额 2892 万元，持仓量在 11 月 28 日达到了 122523 张的最高值。

图 219 PVC 期权 2022 年度成交持仓情况

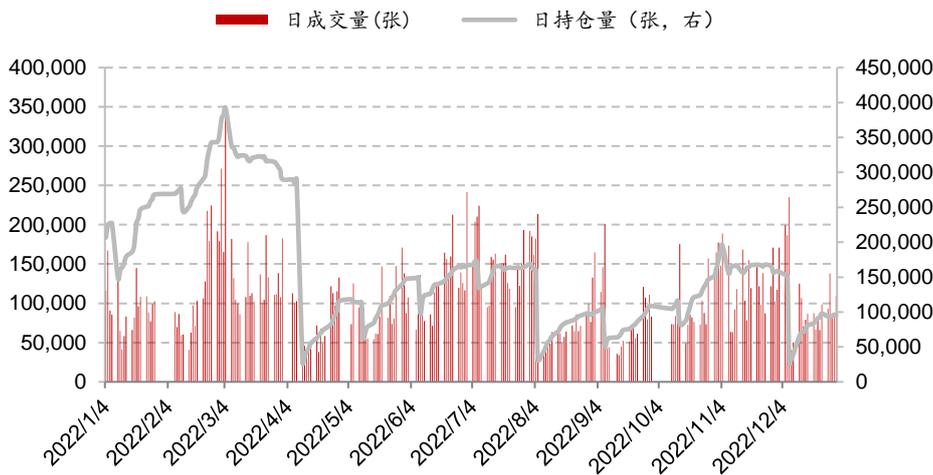


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 棕榈油期权

2022 年是棕榈油期权上市的第二年，棕榈油期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 119039 张，二季度日均成交 101100 张，三季度日均成交 110076 张，四季度日均成交 111411 张，在 3 月 4 日达到了 335677 张的历史峰值，权利金成交金额 70698 万元，持仓量在 3 月 4 日达到了 392075 张的最高值。

图 220 棕榈油期权 2022 年度成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

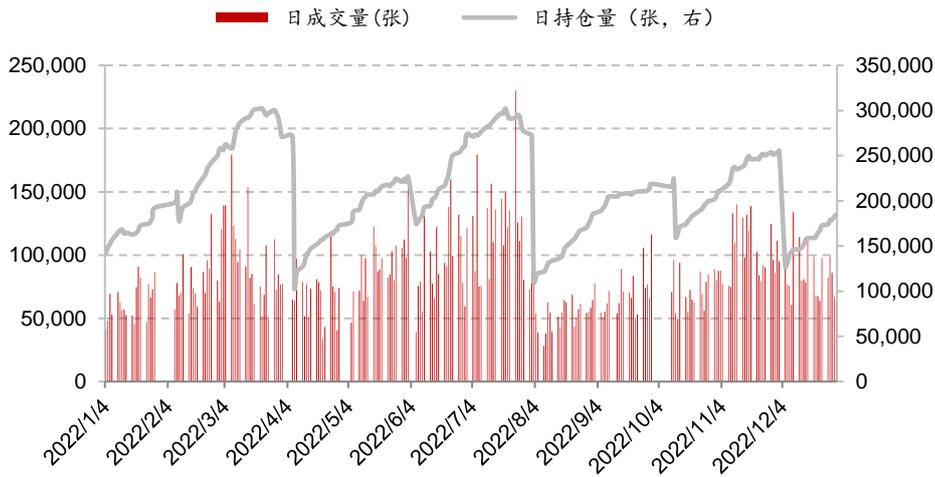
## 1.6.2022 年郑商所商品期权交易回顾

郑州商品交易所目前共上市 8 只期权品种，其中花生、菜油为今年新上市品种。

### 白糖期权

2022 年是白糖期权上市的第六年，白糖期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 106483 张，二季度日均成交 94845 张，三季度日均成交 73324 张，四季度日均成交 66180 张，在 7 月 25 日达到了 230184 张的历史峰值，权利金成交金额 14106 万元，持仓量在 3 月 22 日达到了 302417 张的最高值。

图 221 白糖期权 2022 年度成交持仓情况

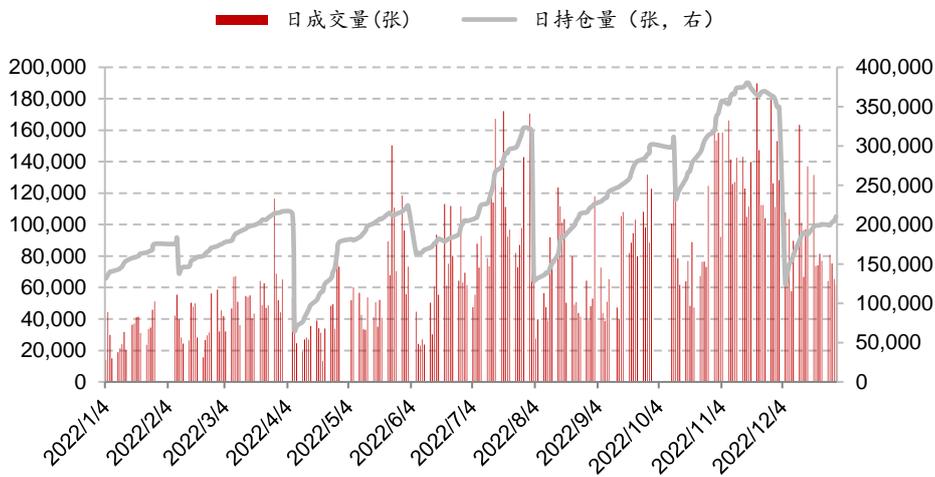


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 棉花期权

2022 年是棉花期权上市的第四年，棉花期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 41839 张，二季度日均成交 56733 张，三季度日均成交 84152 张，四季度日均成交 107075 张，在 11 月 21 日达到了 189825 张的历史峰值，权利金成交金额 9718 万元，持仓量在 11 月 16 日达到了 380271 张的最高值。

图 222 棉花期权 2022 年度成交持仓情况

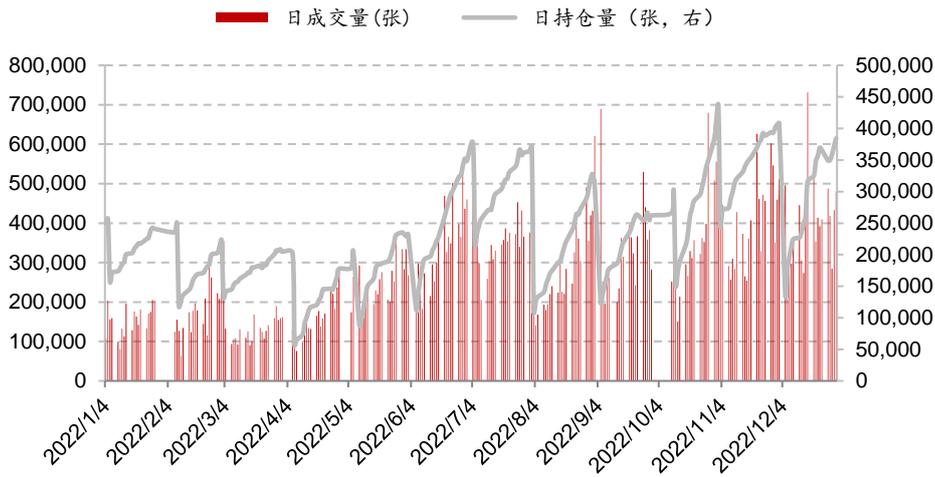


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### PTA 期权

2022 年是 PTA 期权上市的第四年，PTA 期权的成交和持仓与 2021 年相比稳步攀升，一季度日均成交 155420 张，二季度日均成交 250096 张，三季度日均成交 331128 张，四季度日均成交 393401 张，在 12 月 16 日达到了 731619 张的历史峰值，权利金成交金额 17104 万元，持仓量在 11 月 2 日达到了 436229 张的最高值。

图 223 PTA 期权 2022 年度成交持仓情况

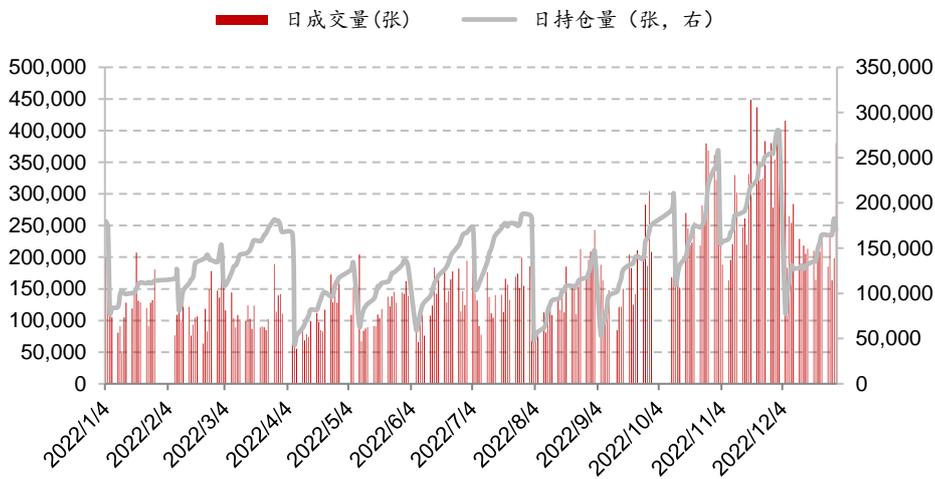


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 甲醇期权

2022 年是甲醇期权上市的第四年，甲醇期权的成交和持仓与 2021 年相比稳步攀升，一季度日均成交 120881 张，二季度日均成交 120324 张，三季度日均成交 152987 张，四季度日均成交 269647 张，在 11 月 18 日达到了 449062 张的历史峰值，权利金成交金额 12154 万元，持仓量在 12 月 1 日达到了 280395 张的最高值。

图 224 甲醇期权 2022 年度成交持仓情况

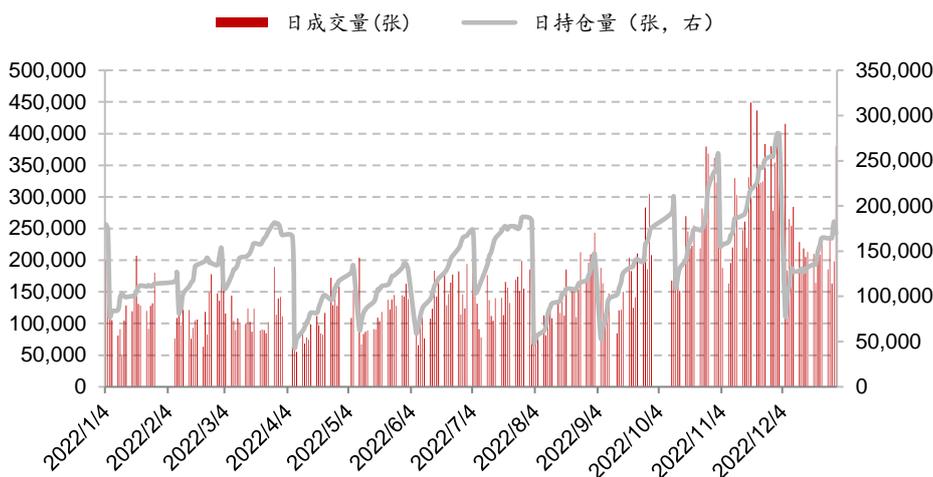


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 莱粕期权

2022 年是莱粕期权上市的第三年，莱粕期权的成交和持仓与 2021 年相比基本稳定，一季度日均成交 37193 张，二季度日均成交 24296 张，三季度日均成交 24927 张，四季度日均成交 46317 张，在 11 月 18 日达到了 449062 张的历史峰值，权利金成交金额 12154 万元，持仓量在 12 月 1 日达到了 280395 张的最高值。

图 225 菜粕期权 2022 年度成交持仓情况

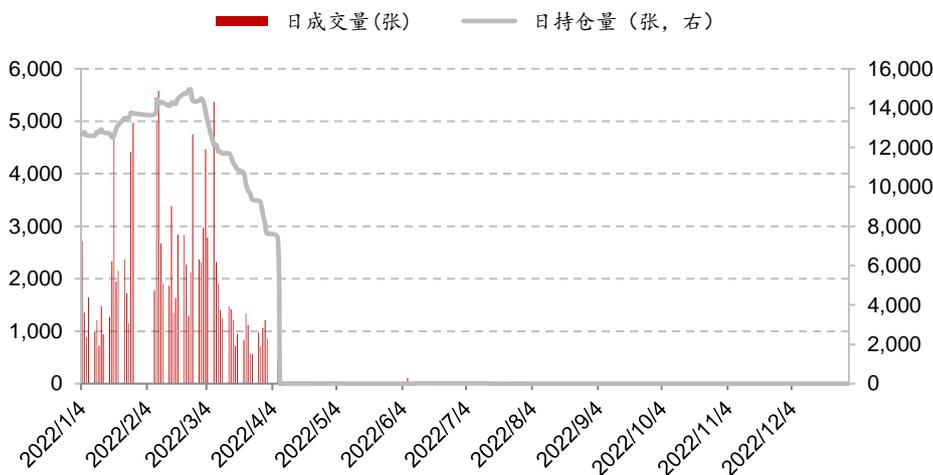


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 动力煤期权

2022 年是动力煤期权上市的第三年，受政策干预影响，动力煤期权自 4 月份后成交与持仓与 2021 年相比直线下降，三季度后动力煤持仓和成交均接近于 0，未来动力煤期权能否恢复至之前的水平还需要等待新政策的实施。

图 226 动力煤期权 2022 年度成交持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2. 中证 1000 股指期货上市，对冲工具进一步完善

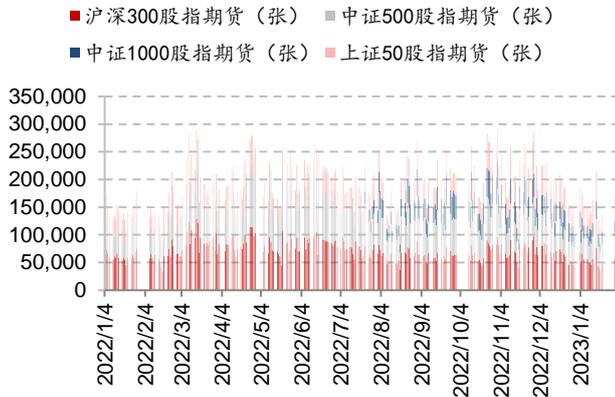
2022 年 7 月 22 日，中国金融期货交易所上市了中证 1000 股指期货合约，对应标的为中证 1000 指数，由剔除中证 800 指数成分股后，规模较小且流动性较好的 1000 只股票组成，反映的是中国市场中小市值股票的综合表现。中证 1000 股指期货的上市，丰富了我国市场中小市值股票的风险管理工具，在健全多层次资本市场体系、促进资本市场持续健康发展具有重要意义。

2022 年整体来看金融期货成交量上升，主力合约日均成交 25.58 万张，日均持仓 19 万张左右。其中，相比 2021 年，成交量方面，沪深 300 股指期货主力合约日均成交量从 92881 张下降到了 85935 张，下降了 7.48%；上证 50 股指期货主力合约日均成交量从 44306 上升到了 49545 张，增

敬请参阅报告结尾处免责声明

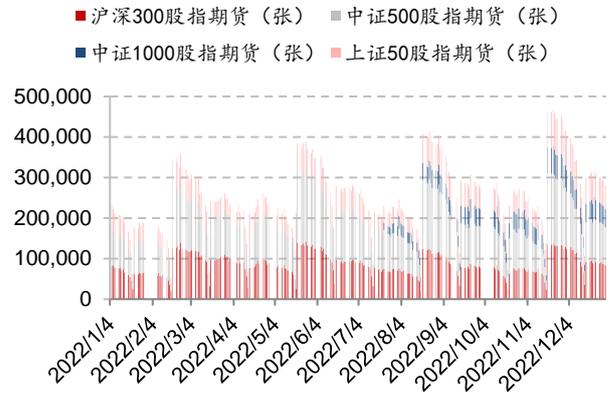
长了 11.82%；中证 500 股指期货主力合约日均成交量从 92761 张上升到了 98768 张，增长了 6.48%；中证 1000 股指期货成立以来日均成交量逐步上升，主力合约平均成交量为 39510 张；持仓量方面，沪深 300 股指期货主力合约日均持仓量从 84437 张下降到了 72541 张，下降了 14.09%；上证 50 股指期货主力合约日均持仓量从 40197 张下降到了 39322 张，下降了 2.18%；中证 500 股指期货主力合约日均持仓量从 57534 张上升到了 63115 张，上升了 9.70%；中证 1000 股指期货主力合约日均持仓量 33839 张。

图 227 2022 年股指期货主力合约成交情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

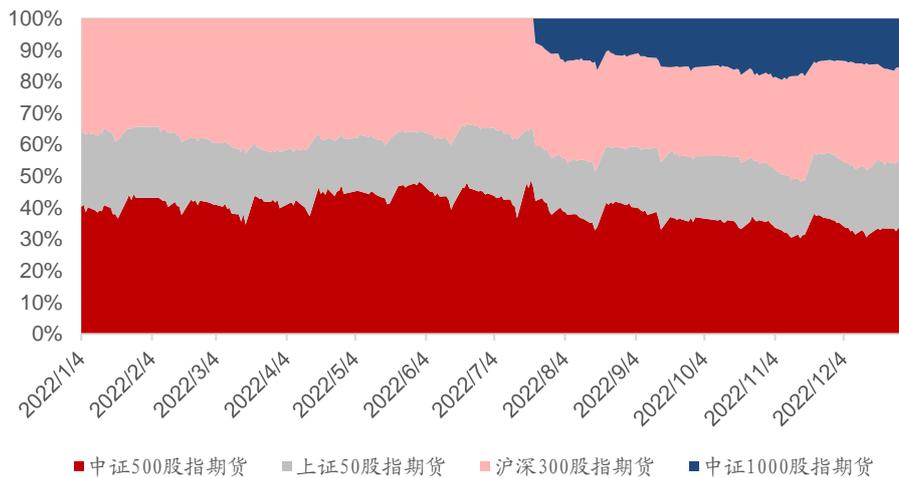
图 228 2022 年股指期货主力合约持仓情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从成交量分布来看，IM 未上市之前，沪深 300 股指期货占了 37.30%的成交量，上证 50 股指期货占了 19.11%的成交量，中证 500 股指期货占了 43.59%的成交量；IM 上市后，沪深 300 股指期货占了 29.85%的成交量，上证 50 股指期货占了 19.62%的成交量，中证 500 股指期货占了 36.47%的成交量，中证 1000 股指期货占了 14.07%的成交量。从持仓量可以看到，三大股指期货持仓量在稳定上升，IM 上市后，三大股指期货持仓有所增加，平均持仓在 19.26 万张左右，其中中证 500 股指期货占了 36.47%。

图 229 2022 年股指期货成交量分布情况

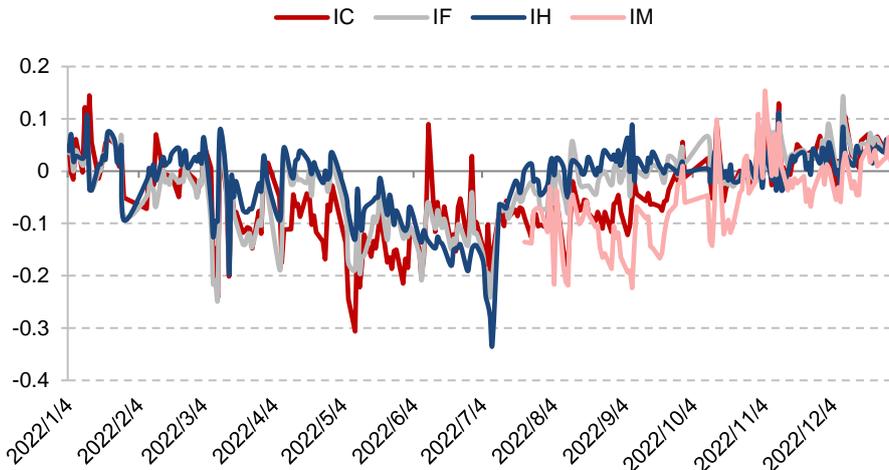


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2022 年全年基差整体走势起伏较大，年中持续贴水，年末频现升水，从贴水幅度上看，沪深 300 股指期货平均贴水幅度为-3.12%，上证 50 股指期货平均贴水幅度为-3.84%，中证 500 股指期货平均贴水幅度为-4.94%，中证 1000 股指期货平均贴水幅度为-5.83%。从贴水天数上看，沪深

300 股指期货共贴水 153 天，占比 63.22%；上证 50 股指期货共贴水 121 天，占比 50%，中证 500 股指期货共贴水 170 天，占比 70.25%；中证 1000 股指期货共贴水 84 天，占比 76.36%。

图 230 2022 年股指期货升贴水走势



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.场内衍生品发展展望：风险管理功能日益凸显

展望后市，《期货与衍生品法》全面系统性地规定了期货与衍生品市场的各项基础制度，为衍生品市场发展提供了强有力的法治保障。后续关于《期货与衍生品法》的实施，也依旧需要各方面通力合作，市场关注的焦点也主要集中在以下四个方面：一是如何贯彻落实相关法律法规；二是境内外期货及衍生品交易的有机融合；三是就该法规如何从实际角度切身保护普通投资者利益，还需要观察实际的效果；四是期货经营机构如何扩展期货做市等相关业务，还需要期货公司与相关部门进行协商制定。

金融期权方面，2022 年共上市 6 只金融期权，使得目前上市的期权品种涵盖了主板、创业板、大盘以及小盘指数，为投资者提供了更加全面的风险管理工具。展望后市，随着相关法律法规不断推出，未来以 ETF、指数甚至单个股票为标的的期权产品将预计也会相继涌现，期权的风险管理作用也会不断增加。

商品期权方面，2022 年商品期权在成交量、持仓量方面保持稳定，流动性逐步增强。同时 2022 年新增 8 个期权品种，期权品种持续创新，新的期权品种上市，也将进一步促进商品期权市场的扩大规模扩大，进一步完善衍生品市场对现货市场的风险管理功能。

## 十二、2022 年场外衍生品年度报告

### 1.运行情况：市场开始盘整，券商发力布局

#### 1.1.监管体系持续完善，市场规模平稳过渡

国内场外衍生品市场主要由人民银行主导的以 NAFMII 主协议为交易基础的银行间市场、由证监会主导的以 SAC 主协议为交易基础的证券期货市场，以及由外资机构主导的以 ISDA 主协议为交易基础的柜台市场三大市场体系组成。其中 SAC 体系下的证券公司场外衍生品业务依托证券公司柜台系统和报价系统，分为场外期权和收益互换两大类，自 2012 年证券业协会发布《证券公司柜台交易业务规范》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，也是我们本章节的讨论重点。

图 231 我国场外衍生品整体格局



资料来源：中国证券业协会 2021 年优秀重点课题“我国证券行业场外衍生品业务的问题与思考”，华宝证券研究创新部

在政策环境方面，2022 年证券公司场外衍生品业务的监管进一步完善。2022 年 1 月 5 日相关监管机构通过窗口指导叫停了雪球类信托计划的发行。信托是雪球产品的主要发行通道之一，在对券商资管进行限制之后，对信托通道的叫停显示了监管部门强化雪球产品风险管控的决心，以整治市场乱象，切实保护投资者的利益，维持金融秩序稳定。2022 年 4 月 20 日十三届全国人大常委会第三十四次会议表决通过《中华人民共和国期货和衍生品法》，此法补齐了我国期货和衍生品领域的法律空白，在法律层面上确立了交易者适当性管理、单一协议、主协议范本备案、终止净额结算、履约保障、交易报告库等衍生品交易基础制度，对我国衍生品市场高质量发展有着里程碑式的意义。

我们对近几年证券公司场外衍生品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，2020 年提升了场外期权自律规则层级，优化完善了部分业务标准和业务流程。2021 年规范场外衍生品业务健康发展，对雪球产品及收益互换业务出台了新的规定。

2018 年 5 月 11 日，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），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。

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。

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。一是灵活设置资质要求，二是适度扩大标的范围，三是优化投资者适当性，四是稳定业务预期，五是强化监测监控。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。

2021 年 9 月中基协对券商资管发行雪球产品进行了窗口指导，要求投资比例上单只产品投资雪球结构期权的比例不超过 25%，全部为专业投资者且单个投资者超过 1000 万的封闭式集合计划可豁免；做好投资者适当性工作，产品风险等级要和雪球的风险相匹配；加强信息披露，在合同中明确产品敲入的风险，产品运行期间发生敲入的，要对投资者进行特殊提示；根据《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》，不建议独立基金销售机构对雪球产品进行代销；9 月份开始对不符合要求的雪球产品不予备案，不影响存续产品运作。

2021 年 12 月 3 日，中国人民银行、银保监会、证监会和外汇局发布了《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》，该指导意见旨在规范衍生品业务，促进境内衍生品市场健康发展，保障各方合法权益，防范系统性风险。证券业协会也发布了《证券公司收益互换业务管理办法》，从严格交易商管理、规范收益互换保证金制度，加强挂钩标的管理、强化风险控制等多个方面对券商该项业务提出要求，旨在推动证券公司提升专业服务能力和合规风控水平，促进证券公司收益互换业务健康发展。

表 165 2018 年以来与证券公司场外衍生品相关的重要监管信息

时间	政策/文件	发布方	政策要点
2018/5/11	《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	大幅提高了市场参与该项业务的门槛，根据公司资本实力、分类结果、全面风险管理水平、专业人员及技术系统情况，将证券公司进行分层管理，分为一级交易商和二级交易商
2018/5/28	《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
2018/12/27	《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
2020/9/25	《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

2021/9	对券商资管发行雪球产品的窗口指导	基金业协会	单只产品投资雪球结构期权的比例不超过 25%，全部为专业投资者且单个投资者超过 1000 万的封闭式集合计划可豁免，9 月份开始对不符合要求的雪球产品不予备案，不影响存续产品运作
2021/12/3	《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见（征求意见稿）》	中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局	金融机构应当坚持主要面向非个人投资者开展衍生品业务的原则，严格实施合格投资者标准审查
2021/12/3	《证券公司收益互换业务管理办法》	证券业协会	加强对收益互换业务的自律管理，进一步完善场外衍生品业务自律规则体系
2022/1/5	对信托发行雪球产品的窗口指导	——	信托公司暂停发行雪球类信托计划产品
2022/4/20	《期货和衍生品法》	全国人大	规范期货交易和衍生品交易行为,保障各方合法权益,促进期货市场和衍生品市场服务实体经济

资料来源：证监会，证券业协会，基金业协会，期货业协会，华宝证券研究创新部

交易商资格方面，2022 年增加了 4 家二级交易商，分别是东海证券、开源证券、西部证券、湘财证券，信达证券和东北证券被剔除二级交易商名单，华安证券、华西证券、山西证券、天风证券、西南证券进入过渡期，现存合计 8 家一级交易商和 37 家二级交易商。根据《证券公司场外期权业务管理办法》和《证券公司收益互换业务管理办法》规定，对于经评估不符合交易商条件的证券公司，设置一年过渡期，过渡期内不得新增业务规模；过渡期结束，仍未符合一级或二级交易商条件的，调出相应级别交易商名单，2022 年交易商资格首次出现动态调出机制，为各家交易商在执业质量方面敲醒了警钟。证券业协会 2018 年 8 月 1 日首次公布一二级交易商名单，2018 年底共有 7 家一级交易商和 20 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，2021 年中万宏源从二级交易商升级为一级交易商，二级交易商增加了 6 家。

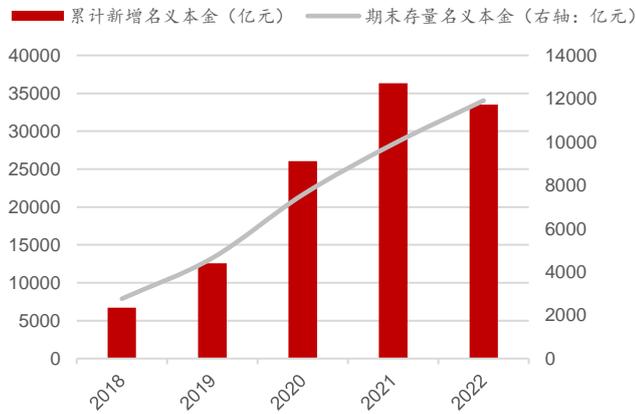
表 166 2018 年以来交易商名单变化

	一级交易商	二级交易商
2018 年	广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券	财通证券、东方证券、东吴证券、国信证券、海通证券、平安证券、申万宏源（2021 年升为一级）、浙商证券、银河证券、长城证券、方正证券、国金证券、华安证券（已进入过渡期）、兴业证券、东兴证券、光大证券、国联证券、华西证券（已进入过渡期）、南京证券、山西证券（已进入过渡期）
2019 年	——	安信证券、东莞证券、天风证券（已进入过渡期）、信达证券（2022 年被剔除）、中泰证券、中银国际
2020 年	——	东北证券（2022 年被剔除）、东方财富、瑞银证券、华鑫证券
2021 年	申万宏源	华宝证券、长江证券、华创证券、国元证券、北京高华、西南证券（已进入过渡期）
2022 年	——	东海证券、开源证券、西部证券、湘财证券

资料来源：中国证券业协会，华宝证券研究创新部

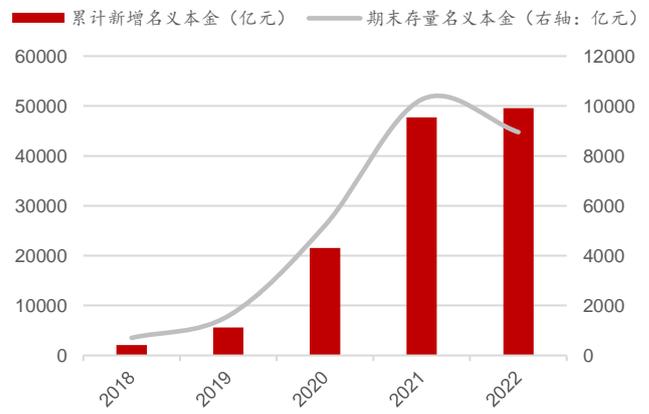
在市场规模方面，2022年，证券公司场外衍生品累计新增名义本金 83084.75 亿元，同比下降 1.13%；期末存量名义本金为 20868.20 亿元，同比增长 3.48%。其中场外期权累计新增名义本金 33511.34 亿元，同比下降 7.71%；期末存量名义本金 11915.34 亿元，同比上升 20.28%。收益互换累计新增名义本金 49573.42 亿元，同比增长 3.87%；期末存量名义本金 8952.87 亿元，同比下降 12.75%。

图 232 2018 年以来场外期权新增和存量规模



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

图 233 2018 年以来收益互换新增和存量规模



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

从场外期权新增规模的交易对手来看，2022 年商业银行新增 12559 亿元，同比下降 43.38%，私募基金和券商分别新增 6253 亿元和 10399 亿元，同比增长 88.74%和 112.05%，填补了商业银行的巨额萎缩。收益互换业务中私募基金仍是增长主力，新增 30858 亿元，与 2021 年基本持平，券商在整体放缓的市场中表现亮眼，新增 7739 亿元，同比增长 64.14%。

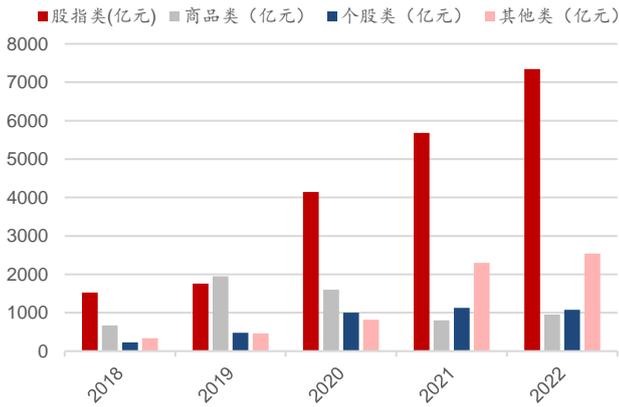
表 167 2018 年以来场外期权和收益互换新增规模交易对手结构

交易对手方 (亿元)	场外期权新增规模					收益互换新增规模				
	2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
合计	6718	12823	26046	36311	33511	2054	5582	21551	47727	49573
基金公司及子公司	537	130	11	458	376	26	124	96	327	393
商业银行	3386	7040	16219	22181	12559	21	125	2212	1486	391
期货公司及子公司	687	553	1622	1894	1442	163	50	327	805	872
私募基金	669	1370	1149	3313	6253	761	2983	8884	30233	30858
证券公司及子公司	886	2705	4071	4904	10399	502	106	1540	4715	7739
其他机构	550	1025	2974	3561	2474	580	2195	8493	10162	9315
保险公司及子公司	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：券业谈，华宝证券研究创新部

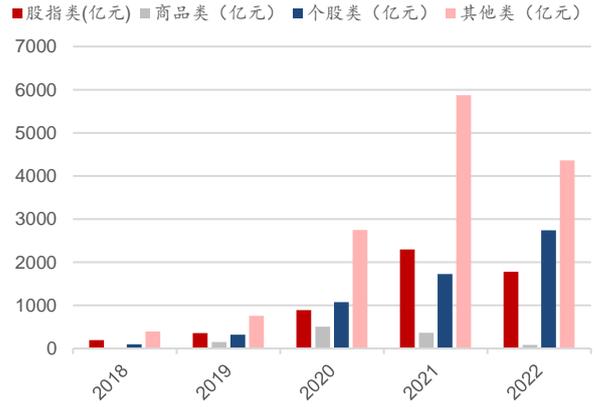
从存续的交易标的来看，截至 2022 年末场外期权中股指类规模为 7347.79 亿元，相比 2021 年同比增长 29.38%，场外期权标的集中度进一步提升，股指类占比达到 61.67%。收益互换方面以其他类为主，规模为 4359.10 亿元，占比 48.69%，2022 年除个股类之外其他交易标的规模均有缩减，个股类收益互换规模同比增长 58.88%，达到 2736.98 亿元。

图 234 2018 年以来场外期权存续交易标的情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

图 235 2018 年以来收益互换存续交易标的情况



资料来源：中证报价，华宝证券研究创新部

整体来看，证券公司场外衍生品市场在经历连续几年的高速增长之后，存在一定程度的监管套利、虚假宣传等市场乱象，2022 年正值监管政策发力之际，同时又面对风高浪急的资本市场环境，在这一年开始转向存量周转和过渡阶段。

雪球和银行结构化产品构成了场外期权 2022 年的主线。2021 年末仍处于缓慢上涨的牛尾，所以雪球产品得以顺利敲出，而 2022 年权益市场的波折则导致了一部分存量雪球的淤积，这对应了股指类场外期权存量的增长；银行作为场外期权主要参与者之一，银行理财赎回的冲击和监管对结构性存款规模的压降导致其对场外期权的需求骤减，这对应了商业银行新增规模的萎缩。

《证券公司收益互换业务管理办法》（以下简称互换新规）奠定了收益互换 2022 年的基调，互换新规一方面明确了什么场景下收益互换可以使用部分保证金交易，另一方面取缔了 AB 款这类挂钩净值的业务方式，DMA-SWAP（电子化收益互换业务）成为在更贴合监管前提下的替代手段。2022 年是互换新规实行的过渡时期，DMA-SWAP 系统由于搭建成本和推广周期尚未普及，新规开始前的冲量规模逐渐到期，这就导致了收益互换的整体规模不升反降。

## 1.2. 场外业务成发力重点，券商争相融资扩表

券商是资本市场的重要参与主体，承担着投融资服务职能，开展各项业务需要严格遵守政策规范，从资本市场共同利益和健康发展出发；同样券商作为市场化机构，也需要对股东负责，具有选择优质盈利业务的内驱力。券商传统的经纪业务、投行业务、方向性自营投资业务等具有较强的周期性，收入取决于市场冷热，而在场外衍生品业务中券商通过为交易对手提供风险对冲和资本中介，规避了单边下行与底部震荡的市场风险，理论上任何行情下都可以赚钱，因此成为各券商未来的重点发力业务。而且随着场外衍生品市场规模扩大，交易对手方增加，风险对冲工具也更加丰富，券商的服务将更加高效可控。

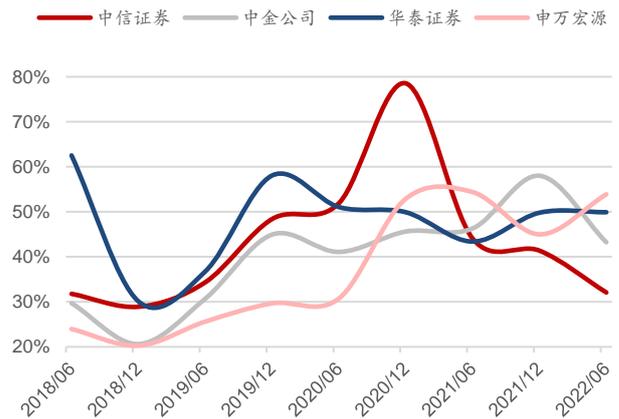
券商已经开始逐渐加大对场外衍生品业务的投入比重，作为市场上最了解场外衍生品的机构之一，在 2022 年场外衍生品市场整体停滞的情况下，券商同业业务规模的快速增长也说明了其对场外衍生品未来发展的信心。但是场外衍生品业务属于重资本业务，在交易对手和对冲工具有限的情况下，DMA-SWAP 等业务中需要负债帮客户增加杠杆，场外期权等业务中需要持有大量股票、股指作为对冲持仓，这对券商的风控指标提出了考验，迫使其融资扩表，增加资本金。

图 236 代表券商资本杠杆率变化



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

图 237 代表券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本变



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

对于仍未上市的中小券商可以追求 IPO 募资，对于已经上市的券商来说，公开增发和定增都需要市场行情支持，而且央国资定增发行要求 PB 必须大于 1，但券商板块股价近几年较为低迷，跌破净资产的比比皆是，对机构投资者缺乏吸引力。配股以低于市场价的某一特定价格向原股东按照持股比例出售不超过股份总数 30% 的股票，成功率比较高，成为券商补充净资本的主要融资方式。

表 168 2018 年以来券商配股情况

名称	配股公告日	募集资金(亿元)
国海证券	2019/12/31	39.94
天风证券	2020/3/6	53.49
东吴证券	2020/3/10	59.88
山西证券	2020/6/12	38.05
招商证券	2020/7/7	127.04
国元证券	2020/10/9	54.31
华安证券	2021/5/28	39.62
红塔证券	2021/7/22	79.41
东吴证券	2021/12/10	81.03
中信证券	2022/1/14	223.96
财通证券	2022/3/28	71.72
东方证券	2022/4/18	127.15
兴业证券	2022/8/12	100.84

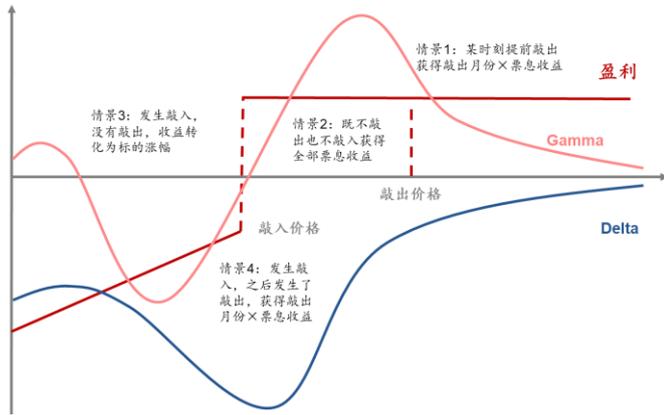
资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

## 2. 产品探讨：雪球与反脆弱

### 2.1. 雪球的定价要素

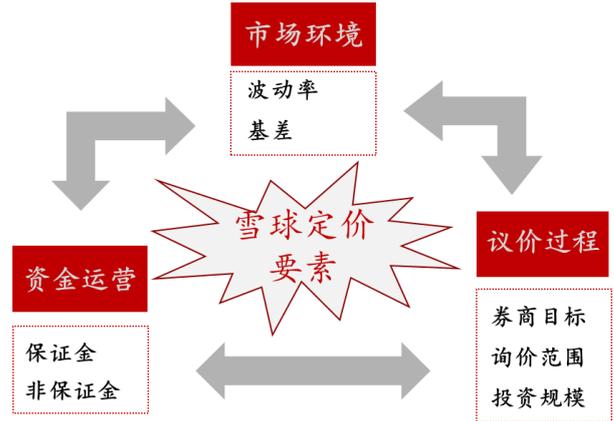
2022 年 10 月份某著名私募管理人对于非线性投资工具的观点引发了市场的热烈讨论，其通过使用非线性投资工具预期可以在市场阴跌时保持净值不变甚至小幅上涨，相比构造复杂的期权组合，雪球产品其实就可以直接实现这一需求。雪球产品在含有 30% 左右下跌保护的基础上，最差的情况下在指数大跌时相当于持有指数本身，而指数上涨时可以敲出进行再投资，收益结构进可攻退可守，体现了一定的反脆弱思想。

图 238 典型雪球产品不同情景下收益示意图



资料来源：华宝证券研究创新部

图 239 雪球产品定价要素



资料来源：华宝证券研究创新部

同一结构雪球产品的竞争力主要体现在费后票息上，而雪球产品的定价要素主要有三个方面，一是市场环境，二是发行方的资金运营能力，三是达成交易的议价过程。

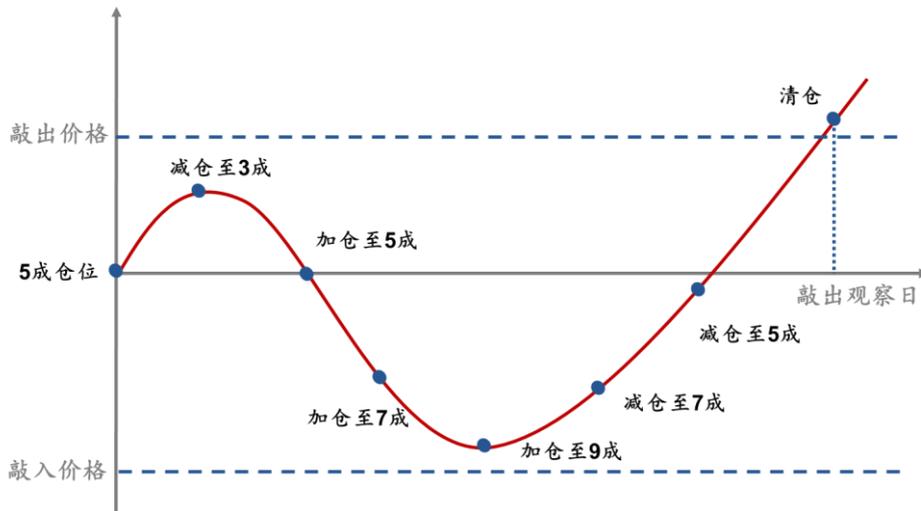
市场环境包括波动率和基差两方面，是影响雪球的票息的最主要因素。雪球产品本质是券商向投资者购买了带向下敲入和向上敲出的看跌障碍期权，与香草期权类似，当波动率更高时期权价格更高，体现为雪球票息更高，此外发行方为了对冲 Delta 风险，需要持有股指期货多头，股指期货的基差贴水可以为券商带来额外的收益。在以蒙特卡洛方法定价的过程中，假设指数价格遵循对数正态分布，在风险中性空间中可以得到指数的模拟路径为

$$S_T = S_t e^{\left(u - q - \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t) + \sigma \varepsilon \sqrt{T-t}}$$

其中  $S_t$  是  $t$  时刻的指数价格， $u$  为无风险利率， $q$  为基差贴水比率， $\sigma$  为指数收益的标准差， $(T - t)$  是到期时间， $\varepsilon \sim N(0,1)$  为标准正态分布，通过对  $\varepsilon$  进行采样就可以实现对指数价格的模拟。需要注意的是市场环境作为宏观背景对所有发行方都是一样的，因此波动率和基差本身不构成不同券商发行票息的差异化原因，但是无论波动率还是基差都不是通过静态方式决定票息的，在雪球存续的生命周期中波动率是时变的，股指的对冲需要移仓换月，因此雪球定价中的波动率和基差是对未来的整体预期而不是当下的确定值，对未来市场环境的预测能力和不同观点构成了雪球定价票息的部分差异。

资金运营包括对保证金的运营和非保证金运营两部分，券商吸纳投资者的资金之后，因为股指期货的保证金交易制度，只需要拿一部分资金进行股指对冲，非保证金可以用来开展两融等资本中介业务、进行其他自营投资等，对这一部分资金的管理体现了券商的综合资金运营能力。利用股指进行 Delta 对冲也不是简单的静态对冲，需要根据雪球产品 Delta 值的变化进行网格操作，即 Gamma Scalping，这主要体现了券商的交易能力。

图 240 Gamma Scalping 操作原理



资料来源：华宝证券研究创新部

在没有敲入的情况下，通过 Gamma Scalping，只需要动态平衡组合的 Delta 为零就可以自动高抛低吸获利，这种特性源于雪球作为特殊期权的非线性性质，也是为什么波动率越高雪球票息越高的原因，波动率越高时才会有更多的交易机会。但是世界上没有免费的午餐，为了获取这种性质需要付出一定的成本，即雪球的票息，对应香草期权的 Theta，香草期权的 Theta 随着到期日临近会发生更复杂的变化，一般快到到期时磨损更快，在雪球产品中 Theta 通过固定票息的方式表达，简化了对冲操作的考虑因素。

券商在进行 Gamma Scalping 的过程中存在许多博弈，券商一方面出售雪球是波动率的多头，另一方面高抛低吸的操作会压制波动率，当市场上存在许多参与者都在进行相似的操作时就会造成互相的倾轧。假设存在一段单边上涨的行情，理想状态是在高点进行集中减仓，但是如果判断失误没有及时减仓，指数提前回到了原点，那么最终收益就为零。在敲入价格附近如何进行对冲操作也是对券商的一大考验，因为雪球产品收益在此处的不连续导致其 Delta 和 Gamma 函数存在跳跃性，发生敲入之后的负 Gamma 会使原来的高抛低吸操作变成追涨杀跌，是否提前进行减仓，如果减仓，减仓的点位和幅度如何，这都取决于每家券商的风控和交易经验。

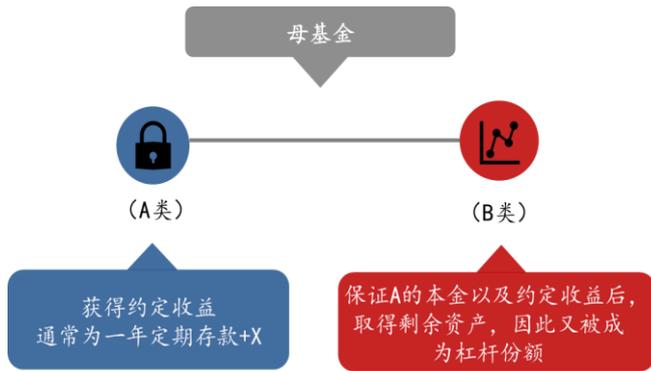
雪球产品票息的确定也离不开买卖双方的议价过程。首先从目标出发，投资者毫无疑问是为了追求相同结构下更高的到手票息，相同到手票息下的最优结构，对于券商而言则存在规模和收益两个考核标准，如果是为了短期内增加产品规模提高市场占有率，则可能会提供更加有竞争力的报价。询价范围也会影响雪球产品的发行格局，雪球产品目前一般被包装成私募产品发售，随着信息渠道更加透明，询价范围逐渐扩大，投资者会自上而下进行筛选，将加剧不同券商之间的竞争。除此之外投资规模也决定了其参与雪球产品的形式，一般投资者可以通过财富端购买雪球，当投资规模较大时投资者可以通过组团直接对接私募，避开财富的代销费用，对高净值客户来说还可以直接根据需求与私募进行产品定制。

## 2.2. 强监管下的雪球生存空间

从对券商资管和信托发行雪球的限制等政策中，可以看出监管始终对雪球产品保持审慎态度，2022 年三四月份的集中敲入则从市场的角度对投资雪球产品的热情泼了一盆冷水，但雪球依然迅速发展，不断自我完善，显示出了一定反脆弱的特质，成为了目前最受欢迎的财富管理工具之一。不过，以分级基金和股指期货为例，它们在过去也曾经红极一时，但是分级基金在资管新规之后被迫转型，股指期货在 2015 年股灾之后受政策调整元气大伤，直到 2019 年才逐渐放开，雪球产品是否也会昙花一现是个值得思考的问题。

敬请参阅报告结尾处免责声明

图 241 分级基金收益结构



资料来源：华宝证券研究创新部

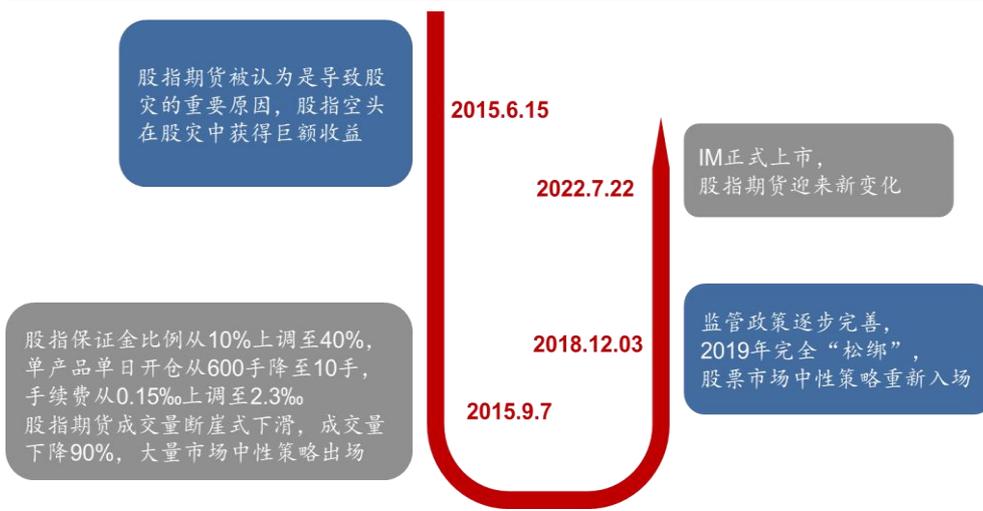
图 242 典型分级基金复权单位净值



资料来源：iFind，华宝证券研究创新部

回顾分级基金“短暂”的一生，2007年7月17日，国投瑞银瑞福分级股票型基金成立，宣布了中国分级基金的诞生，截至2015年3月31日，股票型分级基金资产规模已经接近2000亿元，分级基金经成为市场上重要的资产类别之一，直到2018年资管新规做出规定，分级基金必须在2020年年底全部完成转型。究其原因，除A类份额不符合全面净值化要求之外，分级基金的收益结构，尤其是份额折算时的价格波动对共担风险、共享收益精神的违背也是其被取缔的重要原因。

图 243 股指期货重要事件



资料来源：华宝证券研究创新部

对股指期货来说，虽然现在成交量有所恢复，IM上市也给股指期货市场带来了新变化，但相比2015年股市大幅波动之前的市场热度仍相距甚远，2015年IF的日成交金额在20000亿左右，2022年末仅有1000亿左右。股指期货本身具备T+0多空交易的特性，波动较大，由于2015年市场大幅波动之前成交量高于当时的A股成交量，因此当时出现了股指期货大跌之后股指跟随大跌的现象，股指期货放大了整体市场的波动，这与金融市场健康发展的要求出现了一定背离。

相比之下，在雪球产品中，券商是投资者的交易对手方，所以经常被认为是和投资者对未来进行对赌，但其实雪球业务的超额收益来源于券商作为交易商的定价权力。券商获得投资者的资金后，利用雪球的期权保护，通过Gamma Scalping和其他资金运营方式在市场上赚取收益，然后将其中一部分让渡给投资者，当预期基差和波动率环境更好，券商也会报价更高的票息，这种金融机构与投资者共担风险、共享收益，寻找共赢平衡点的思想蕴含了证券业务未来的发展方向。在造成市场波动方面，一般情况下券商对股指的高抛低吸有助于平抑市场波动，风险点在于在敲入点附近会出现集中的超买超卖，不过在2022年三四月份集中敲入之后，雪球的产品结构丰富了很多，也不再会

敬请参阅报告结尾处免责声明

在市场高点集中发行产品，在全市场层面上雪球产品的敲入成为了一个连续事件，发生集中敲入的尾部风险概率大大降低。总体来看，雪球作为一个在国内出现不久的新生事物，显示出了一定反脆弱的特质，一方面是其能够满足一部分财富管理需求，另一方面对监管精神的契合很大程度上消除了发展的政策隐患也是重要原因。

### 3.发展展望：发展空间巨大，有望量质齐升

2021年是资管新规过渡期最后一年，在全面净值化之后，场外衍生品由于结构灵活的特征，可以嵌入银行理财或是设计成雪球等产品，弥补一部分收益稳健型资产的供给缺口，且随着资本市场对外开放的加深，跨境金融业务的开展也少不了场外衍生品的支持。目前我国证券公司场外衍生品存量规模占A股总市值比例在2.4%左右，与美国等成熟市场差距较大。场外衍生品业务具有明显的机构化特征，近年来虽然A股机构投资者持股和交易占比稳步上升，但目前整体仍以个人交易者为主，因此无论从券商内部驱动力、外部需求还是发展空间来看证券公司场外衍生品业务都具备高成长性基础。

证券公司场外衍生品市场就像一颗树苗，在生长初期更多地需要呵护，但是初具规模和活力之后及时地修剪枝杈才能集中养分，茁壮成长，如今监管部门正持续不断地通过各种方式对证券公司场外衍生品的发展进行规范和引导，而2022年三四月份雪球产品的集中敲入就是监管前瞻性和全局视角的一个印证范例，如果不是监管政策的提前降温，这次集中敲入对投资者和市场的影响，可能还会更大。目前证券公司场外衍生品在我国的发展时间还比较短，许多问题还有待发掘，不过相信在2022年的盘整之后，随着监管体系的进一步健全，我国证券公司场外衍生品市场有望量质齐升，以更加规范和专业的服务社会。

## 第三部分——配置贝塔，精炼阿尔法

2022 年基础市场环境的变化，进一步凸显了净值化时代，专业投研能力建设的至关重要。回顾 2022 年，华宝证券金融产品研究团队也在不断摸索，升级优化标品研究的方法论。我们越来越相信，自上而下 FOF 视角下的金融产品研究，不仅适合于资管市场，也同样适用于财富管理市场，凭借单一产品投资包打天下，一劳永逸的时代已成为过去，金融产品越来越呈现出工具化的属性特征，这客观上要求，我们一方面要加强对顶层资产与策略配置的研究，解决贝塔的问题；另一方面又要求我们能够更好的分离贝塔与阿尔法，寻找真正具有阿尔法的管理人。——配置贝塔，精炼阿尔法。

### 一、如何构建 CTA 策略的影响因子及监测模型？

FOF 投资的核心是多资产、多策略配置，传统仅基于股票、债券资产的配置，从资产类别来看还不够丰富，导致很多情况下并不能很好满足 FOF 投资的需要。

于是，有越来越多的资金方开始转向私募基金的挖掘，主要原因正在于私募基金构建策略的多元化。除了传统股票多头、债券多头策略，市场中性、CTA 等绝对收益导向的另类投资策略，在私募基金市场占据相当份额。这类策略相对于传统的资产有较低的相关性，能够很好起到降低组合波动的作用。尽管市场中性策略和 CTA 策略都为绝对收益类策略，但市场中性策略本身还是依托于权益市场，在权益市场表现整体不佳的情况下，市场中性策略本身也很难做出好的业绩，而 CTA 策略作为投资于期货市场的策略，本身就与股票、债券有很低的相关性，并且随着近几年商品市场的交投活跃，引起了市场的较高关注。

实践中，CTA 策略是一类庞大的策略体系，本身又可以细分为趋势/套利、低频/高频、基本面/技术面等多个维度，而不同策略逻辑主导下的 CTA 产品走势，又不尽相同，存在轮动特征。从自上而下的视角看，一个优异的 CTA 策略产品，除了管理人本身的能力优异，具有 alpha 收益之外，很大程度还来源于策略本身的周期 beta 属性，因此，CTA 投资，不仅需要的是优质管理人的挖掘，更需要对适配行情的优质 CTA 策略的挖掘，先 beta，后 alpha，这是我们一贯坚持的 FOF 研究思路。

本文借鉴股票市场的多因子研究思路，我们把 CTA 策略的影响因素，拆分为各个独立的因子，并对因子的轮动规律进行研究。这样以来，我们一方面可以通过因子分析的方法，对 CTA 策略进行更加详细、细致的分类，另一方面也可以基于对因子的动态监测与方向研判，找到大概率未来会表现好的 CTA 子策略，进而在这类策略中再挖掘优质管理人——到鱼多的地方去打渔。

### 1.CTA 因子构建：期限结构、持仓与技术因子

CTA 策略从大类上来看主要分为趋势类策略和套利类策略，但即便是同类别的 CTA 基金，其业绩往往也会有显著的差异。为了更好的拆解 CTA 基金的收益贡献，我们借鉴股票多因子的思路构建商品期货因子，主要从动量、期限结构、持仓、量价等维度构建因子。

不同于权益市场的标的有数千只，商品市场当前共有 60 余只标的，其涵盖农产品、金属、能源、化工等品种，我们将以这些标的构建各类因子。由于商品期货合约会涉及到换月，故我们需合成连续合约，这其中应用最多的是主力连续合约，在这里我们采用持仓量最大的合约为主力合约，并且只有在持仓量最大合约发生切换后连续 2 天仍为同一合约，才确立主力合约切换，并根据新的主力合约的收益率进行拼接，以此形成主力连续合约。

在构建权益市场的风格因子时，由于全市场股票数量较多，因此我们不对股票的流动性进行限制，然而对于商品期货而言，由于品种较少，同时也不存在停牌等问题，因此品种合约的流动性问题就成为了在构建因子前数据处理中不可或缺的一个步骤（因为基本没有资金介入的品种，其收益

敬请参阅报告结尾处免责声明

波动本身也没有参考价值)，有一种方法是选择当前市场上成交活跃的品种，但这会导致历史上曾经活跃的品种被剔除在外，与此同时有些品种当前较为活跃，但是历史上某个片段基本没有流动性。因此我们在后续构建因子的过程中，会站在事前对期货品种进行剔除，将过去一段时间成交量较低品种剔除，然后再构建多空组合得到各个因子，这样做也避免使用到未来数据的问题。

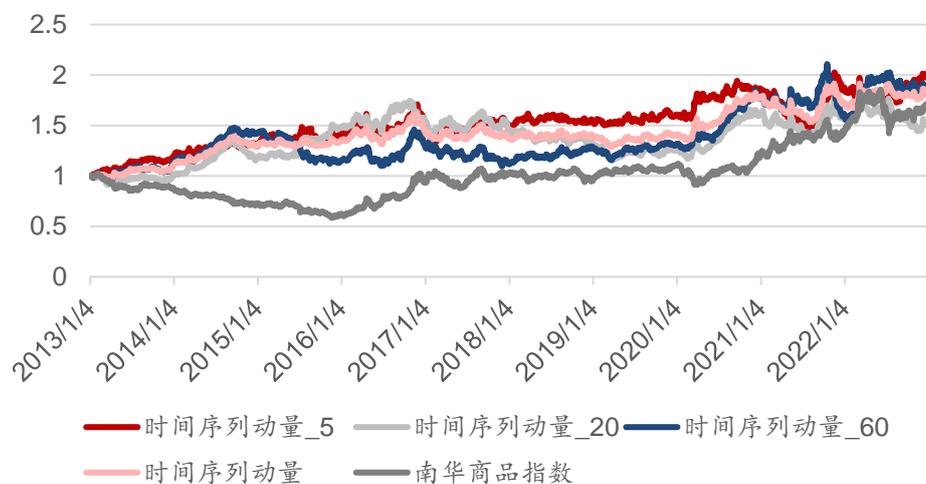
最后说明一下构建因子的方法，我们统一使用多空组合的方式构建因子，对于截面因子都采用因子值排名前 20% 的品种作为多头组合，排名后 20% 的品种作为空头组合；每个因子的构建都涉及到回看周期和持有周期，以截面动量为例，当回看周期较小时，其目的是在于观察短期动量因子未来一段时间的表现，而回看周期较长时，则是为了考察长期动量因子未来一段时间的表现，而持有期则是观察未来多长时间的表现情况，考量到 CTA 基金一般交易频率较高，对市场的变化也较为敏感，因此我们固定持有期为 1 天，即滚动每日观察各个因子的表现情况，也能即时反映各 CTA 基金收益贡献的变化。

### 1.1.时间序列动量

时间序列动量因子的构建方法为做多前期上涨的品种、做空前期下跌的品种。回看周期我们分别取 5、20、60 个交易日，以分别表征短期时间序列动量、中期时间序列动量以及长期时间序列动量，持有期为 1 个交易日，即滚动每日生成因子收益率。并将以上三个不同周期的因子等权合成综合时间序列动量因子。

各品种均使用其主力连续合约进行计算，多空组合中的标的均等权配置。以下为各个因子表现情况。

图 244 时间序列动量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 169 时间序列动量因子绩效统计

	时间序列动量_5	时间序列动量_20	时间序列动量_60	时间序列动量	南华商品指数
累计收益率	98.32%	51.29%	85.21%	81.74%	72.35%
最大回撤	-25.16%	-33.92%	-26.35%	-19.93%	-43.11%
年化收益率	7.06%	4.21%	6.33%	6.13%	5.57%
年化波动率	10.98%	11.61%	11.77%	8.94%	15.07%
滚动 1 年平均最大回撤	-7.28%	-13.63%	-10.93%	-9.77%	-13.67%

敬请参阅报告结尾处免责声明

滚动 1 年平均波动率	10.77%	11.34%	11.49%	8.75%	14.36%
Calmar 比率	0.97	0.31	0.58	0.63	0.41
滚动 1 年平均收益率	6.17%	6.63%	7.52%	6.72%	8.42%
滚动 1 年最大收益率	24.72%	38.10%	41.09%	29.99%	71.72%
滚动 1 年最小收益率	-22.34%	-19.29%	-23.40%	-13.18%	-20.69%
滚动 1 年胜率	79.20%	59.83%	70.84%	69.20%	62.52%
夏普比率	0.51	0.23	0.41	0.52	0.27

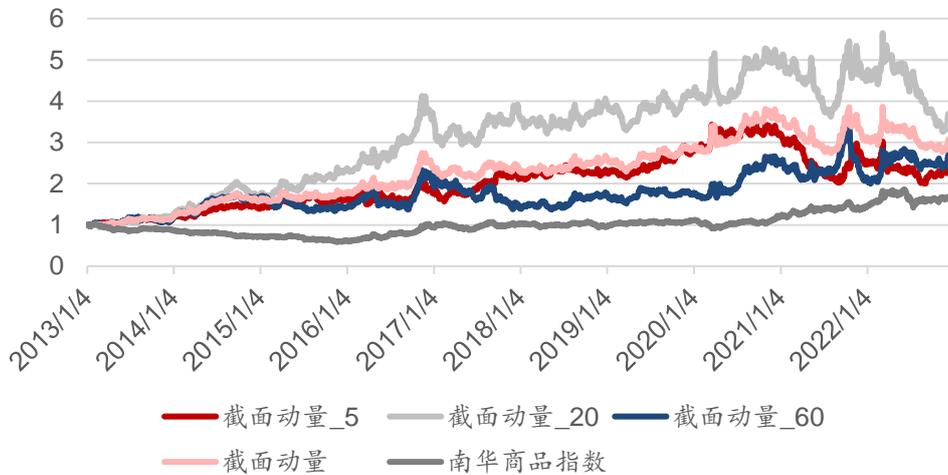
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 1.2. 截面动量

截面动量因子的构建方法为做多前期涨幅较高的品种、做空前期涨幅较低品种, 在这里以前期收益排名前 20% 的品种作为多头组合, 以前期收益排名后 20% 的品种作为空头组合。回看周期我们同样分别取 5、20、60 个交易日, 以分别表征短期截面动量、中期截面动量以及长期截面动量, 持有期为 1 个交易日, 即滚动每日生成因子收益率。并将以上三个不同周期的因子等权合成综合截面动量因子。

各品种均使用其主力连续合约进行计算, 多空组合中的标的均等权配置。以下为各个因子表现情况。

图 245 截面动量



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 170 截面动量因子绩效统计

	截面动量_5	截面动量_20	截面动量_60	截面动量	南华商品指数
累计收益率	132.86%	250.30%	160.34%	196.19%	72.35%
最大回撤	-42.94%	-42.37%	-44.09%	-28.27%	-43.11%
年化收益率	8.78%	13.30%	10.00%	11.42%	5.57%
年化波动率	18.43%	20.51%	21.07%	16.35%	15.07%
滚动 1 年平	-13.20%	-19.01%	-21.25%	-13.48%	-13.67%

敬请参阅报告结尾处免责声明

均最大回撤					
滚动 1 年平均波动率	18.18%	20.14%	20.64%	16.05%	14.36%
Calmar 比率	0.67	0.70	0.47	0.85	0.41
滚动 1 年平均收益率	10.37%	18.20%	11.77%	13.40%	8.42%
滚动 1 年最大收益率	58.05%	84.89%	71.58%	59.39%	71.72%
滚动 1 年最小收益率	-39.71%	-38.30%	-38.93%	-26.49%	-20.69%
滚动 1 年胜率	76.28%	85.01%	72.53%	82.82%	62.52%
夏普比率	0.40	0.58	0.40	0.61	0.27

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 1.3.展期收益率

以上时间序列动量和截面动量更多的是用于刻画商品期货的动量效应, 并以此衍生除了各趋势类策略, 因此是很好的反映趋势类策略的因子, 而在期货市场上, 套利类策略更能体现商品市场具有套期保值这一重要作用, 其中不乏有跨期套利、跨品种套利等。在这里我们重点考察期限结构带来的套利机会, 如果期货价格高于现货价格, 则期限结构向上, 期货升水, 反之期限结构向下, 期货贴水。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, 因此我们更倾向于做多贴水品种, 做空升水品种。

为了度量各个品种的升贴水情况, 可以使用展期收益率来计算, 由于商品现货价格比较难以获取, 因此我们可以用近月合约代替现货:

$$\text{展期收益率} = [\ln(P_{\text{近月}}) - \ln(P_{\text{远月}})] \times \frac{365}{t_{\text{近月}} - t_{\text{远月}}}$$

以上公式中,  $P_{\text{近月}}$  和  $P_{\text{远月}}$  分别为近月合约和远月合约在  $t$  时刻的价格,  $t_{\text{近月}}$  和  $t_{\text{远月}}$  分别为近月合约和远月合约在  $t$  时刻距离交割日的天数。

展期收益率因子的构建方法即为做多展期收益率排名前 20% 的品种、做空展期收益率排名后 20% 的品种。该因子不涉及回看周期, 持有期为 1 个交易日, 即滚动每日生成因子收益率。

对于近月合约和远月合约的选择方面, 我们认为流动性最好的合约更能反映潜在的套利机会, 因此我们使用主力合约和次主力合约分别作为近月合约和远月合约, 并代入以上公式进行计算。多空组合中的标的均等权配置。以下为该因子表现情况。

图 246 展期收益率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 171 展期收益率因子绩效统计

	展期收益率	南华商品指数
累计收益率	135.72%	72.35%
最大回撤	-41.55%	-43.11%
年化收益率	8.91%	5.57%
年化波动率	15.39%	15.07%
滚动 1 年平均最大回撤	-14.47%	-13.67%
滚动 1 年平均波动率	14.66%	14.36%
Calmar 比率	0.62	0.41
滚动 1 年平均收益率	8.99%	8.42%
滚动 1 年最大收益率	49.43%	71.72%
滚动 1 年最小收益率	-36.97%	-20.69%
滚动 1 年胜率	79.57%	62.52%
夏普比率	0.48	0.27

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 1.4. 基差动量

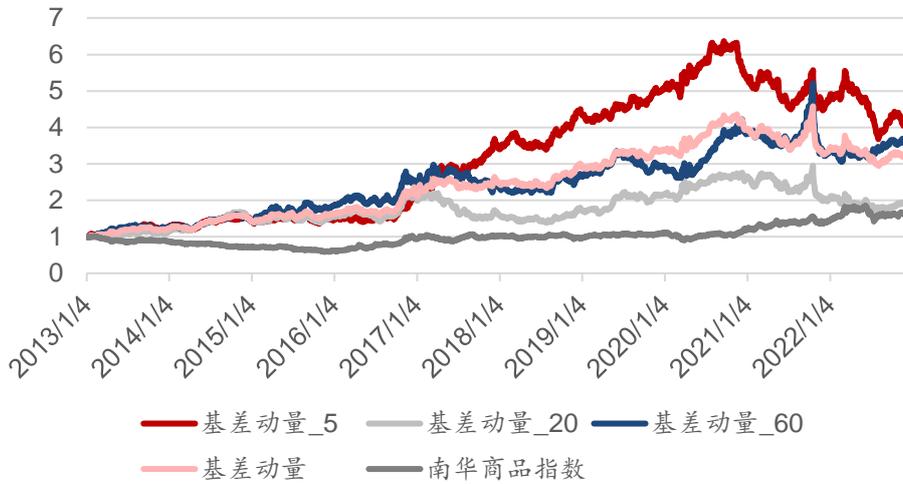
基差动量是在以上展期收益率的基础上衍生出的指标，展期收益率描述的是期限结构的斜率，基差动量所展现的就是期限结构斜率的变化，其定义是近月合约过去一段时间的涨跌幅减去远月合约过去一段时间的涨跌幅。

$$\text{基差动量} = \prod_{t=1}^n (1 + r_{\text{近月}}^t) - \prod_{t=1}^n (1 + r_{\text{远月}}^t)$$

基差动量因子的构建方法为做多基差动量高的品种、做空基差动量低的品种，在这里以基差动量排名前 20% 的品种作为多头组合，以基差动量排名后 20% 的品种作为空头组合。回看周期我们同样分别取 5、20、60 个交易日，以分别表征短期基差动量、中期基差动量以及长期基差动量，持有期为 1 个交易日，即滚动每日生成因子收益率。并将以上三个不同周期的因子等权合成综合基差动量因子。

同样，我们用主力合约和次主力合约分别作为近月合约和远月合约。多空组合中的标的均等权配置。以下为该因子表现情况。

图 247 基差动量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 172 基差动量因子绩效统计

	时间序列动量_5	时间序列动量_20	时间序列动量_60	时间序列动量	南华商品指数
累计收益率	98.32%	51.29%	85.21%	81.74%	72.35%
最大回撤	-25.16%	-33.92%	-26.35%	-19.93%	-43.11%
年化收益率	7.06%	4.21%	6.33%	6.13%	5.57%
年化波动率	10.98%	11.61%	11.77%	8.94%	15.07%
滚动 1 年平均最大回撤	-7.28%	-13.63%	-10.93%	-9.77%	-13.67%
滚动 1 年平均波动率	10.77%	11.34%	11.49%	8.75%	14.36%
Calmar 比率	0.97	0.31	0.58	0.63	0.41
滚动 1 年平均收益率	6.17%	6.63%	7.52%	6.72%	8.42%
滚动 1 年最大收益率	24.72%	38.10%	41.09%	29.99%	71.72%
滚动 1 年最小收益率	-22.34%	-19.29%	-23.40%	-13.18%	-20.69%
滚动 1 年胜率	79.20%	59.83%	70.84%	69.20%	62.52%
夏普比率	0.51	0.23	0.41	0.52	0.27

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

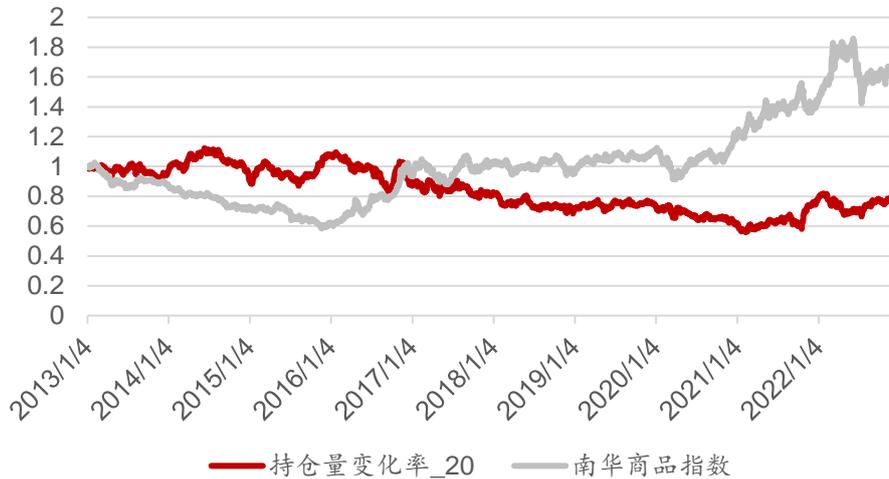
## 1.5. 持仓量变化率

在期货市场上，持仓量的变化反映了投资者对于某个品种未来的预期和情绪，因此若持仓量出现明显的上升，则表明该品种当前受到较大的关注，一定程度上也影响了未来价格的变化。

持仓变化率因子的构建方法为做多持仓量变化大的品种、做空持仓量变化小的品种。在这里以持仓量变化率排名前 20% 的品种作为多头组合，以持仓量变化率排名后 20% 的品种作为空头组合。回看周期我们选取 20 个交易日，持有期为 1 个交易日，即滚动每日生成因子收益率。

各品种均使用其主力连续合约进行计算，多空组合中的标的均等权配置。以下为各个因子表现情况。

图 248 持仓量变化率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 173 持仓量变化率因子绩效统计

	持仓量变化率_20	南华商品指数
累计收益率	-17.70%	72.35%
最大回撤	-50.23%	-43.11%
年化收益率	-1.92%	5.57%
年化波动率	13.12%	15.07%
滚动 1 年平均最大回撤	-16.38%	-13.67%
滚动 1 年平均波动率	13.00%	14.36%
Calmar 比率	-0.12	0.41
滚动 1 年平均收益率	-2.10%	8.42%
滚动 1 年最大收益率	43.99%	71.72%
滚动 1 年最小收益率	-22.93%	-20.69%
滚动 1 年胜率	41.54%	62.52%
夏普比率	-0.26	0.27

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 1.6.量价因子

以上我们分别构建了动量维度、期限结构维度以及持仓维度相关的因子，而在 CTA 策略中，通过挖掘量价数据中的统计规律也能够获取一定的收益。在这里我们主要构建以下几个因子：波动率因子、流动性因子、偏度因子以及峰度因子。

波动率因子的构建方法为做多波动率较高的品种、做空波动率较低品种。在这里以波动率排名前 20% 的品种作为多头组合，以波动率排名后 20% 的品种作为空头组合。回看周期我们选取 20 个交易日，持有期为 1 个交易日，即滚动每日生成因子收益率。

敬请参阅报告结尾处免责声明

流动性因子的构建方法为做多流动性较低的品种、做空流动性较高的品种。在这里以流动性排名后 20%的品种作为多头组合，以流动性排名前 20%的品种作为空头组合。回看周期我们选取 20 个交易日，持有期为 1 个交易日，即滚动每日生成因子收益率。流动性因子的计算方法如下：流动性 $=\frac{1}{n}\sum_{t=1}^n abs(\frac{r_t}{amount_t})$ ，其构建思路是单位成交额所带来的涨跌幅的变动，该指标越大表明流动性越差。

偏度因子的构建方法为做多偏度小的品种、做空偏度大的品种。在这里以偏度排名后 20%的品种作为多头组合，以偏度排名前 20%的品种作为空头组合。回看周期我们选取 250 个交易日，持有期为 1 个交易日，即滚动每日生成因子收益率。偏度因子的计算方法如下：偏度 $=skew(r_t)$ ，其构建思路是负偏意味着绝大多数数值位于均值右侧，而正偏意味着绝大多数数值位于均值左侧，因此负偏相比正偏有更大的期望收益。

峰度因子的构建方法为做多峰度小的品种、做空峰度大的品种。在这里以峰度排名后 20%的品种作为多头组合，以峰度排名前 20%的品种作为空头组合。回看周期我们选取 250 个交易日，持有期为 1 个交易日，即滚动每日生成因子收益率。峰度因子的计算方法如下：峰度 $=kurt(r_t)$ ，其构建思路是峰度越低表明绝大多数数值位于均值附近，而峰度越高表明绝大多数数值位于尾部，因此收益率峰度较低品种更为稳定。

各品种均使用其主力连续合约进行计算，多空组合中的标的均等权配置。以下为各个因子表现情况。

图 249 量价因子



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 174 量价因子绩效统计

	波动率_20	流动性_20	偏度_250	峰度_250	南华商品指数
累计收益率	112.83%	-12.85%	60.24%	274.37%	72.35%
最大回撤	-41.68%	-60.67%	-38.18%	-38.78%	-43.11%
年化收益率	7.81%	-1.36%	4.81%	14.05%	5.57%
年化波动率	22.41%	12.71%	14.39%	14.81%	15.07%
滚动 1 年平均最大回撤	-24.28%	-18.06%	-15.83%	-14.56%	-13.67%
滚动 1 年平均波动率	21.63%	12.68%	13.62%	14.46%	14.36%

敬请参阅报告结尾处免责声明

Calmar 比率	0.32	-0.08	0.30	0.96	0.41
滚动 1 年平均收益率	11.23%	-0.09%	8.56%	19.45%	8.42%
滚动 1 年最大收益率	76.02%	48.40%	81.06%	90.99%	71.72%
滚动 1 年最小收益率	-37.65%	-35.90%	-29.26%	-36.85%	-20.69%
滚动 1 年胜率	73.90%	51.01%	57.86%	78.70%	62.52%
夏普比率	0.28	-0.22	0.23	0.85	0.27

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2.CTA 的影响因素分析：宏观、市场与因子本身

以上我们从多因子的角度分别从动量、期限结构、持仓、量价的维度构建了商品期货因子。构建这些因子的目的是为了从因子的角度拆解 CTA 基金的收益来源，同时类似于权益资产，投资于 CTA 基金实际上就是投资于各类不同的因子，不同因子在不同市场环境下表现出不同的收益风险特征，因此在怎样的环境下优先配置哪些因子本质上就是因子轮动的问题。这方面的研究我们曾经在权益类资产中进行过尝试，也获得了比较好的效果。我们将从宏观维度、市场维度以及因子微观视角这三个维度构建因子轮动模型。

### 2.1.宏观维度

宏观维度指标我们重点关注的是分别在指标上行期和下行期更有利于哪些 CTA 因子，由于宏观维度的指标其上行和下行周期的切换频率并不会特别高，因此一定程度上能够保证以该方法对 CTA 因子的排序遴选的换手率得以控制，在实际中的配置也更为便利。

对于宏观维度指标的测试方面，我们主要从经济增长、通胀以及流动性这三大维度展开，测试指标如下所示：

表 175 宏观指标

宏观指标	指标类型
CPI:当月同比	通胀
CPI:环比	通胀
PPI:全部工业品:当月同比	通胀
PPI:全部工业品:环比	通胀
CPI-PPI	通胀
PPIRM:当月同比	通胀
PMI	经济增长
PMI:新订单	经济增长
PMI:生产	经济增长
工业增加值:当月同比	经济增长
工业企业:主营业务收入:累计同比	经济增长
工业企业:利润总额:累计同比	经济增长
工业企业:营业收入:累计同比	经济增长
产量:发电量:当月同比	经济增长
固定资产投资完成额:累计同比	经济增长
固定资产投资完成额:制造业:累计同比	经济增长
固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	经济增长
房地产开发投资完成额:累计同比	经济增长

房屋新开工面积:累计同比	经济增长
房屋施工面积:累计同比	经济增长
商品房销售面积:累计同比	经济增长
国房景气指数	经济增长
社会消费品零售总额:累计同比	经济增长
出口金额:累计同比	经济增长
进口金额:累计同比	经济增长
公共财政收入:累计同比	经济增长
M0:同比	流动性
M1:同比	流动性
M2:同比	流动性
M1:同比-M2:同比	流动性
中债国债到期收益率:10年	流动性
中债国债到期收益率:1年	流动性
中债国债到期收益率:10年-中债国债到期收益率:1年	流动性
信用利差(中位数):产业债 AA-信用利差(中位数):产业债 AA+	流动性
社会融资规模:累计值同比增速	流动性
社会融资规模存量:同比	流动性
剩余流动性 (M2-社融)	流动性

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

测试方法为首先我们对各个宏观指标进行波段的划分, 宏观指标均为月频, 并根据实际公布日期进行滞后性处理, 在这里我们基于事前视角, 采用新高新低模型划分以上宏观指标的上行和下行波段; 然后统计各宏观指标分别在上行期和下行期下, 各 CTA 因子的收益情况和收益大于 0 的胜率, 以 CPI-PPI 的统计结果为例:

表 176 宏观指标区间统计 (以 CPI-PPI 为例)

	上涨波段胜率	上涨波段收益 中位数	下跌波段胜率	下跌波段收益 中位数
时间序列动量	100.00%	11.67%	44.44%	-1.19%
截面动量	88.89%	29.34%	55.56%	3.71%
基差动量	66.67%	15.88%	66.67%	16.72%
展期收益率	100.00%	8.14%	77.78%	7.71%
波动率_20	66.67%	4.95%	88.89%	26.38%
流动性_20	44.44%	-3.93%	66.67%	20.22%
偏度_250	55.56%	0.50%	66.67%	14.41%
峰度_250	55.56%	11.15%	77.78%	14.23%
持仓量变化率_20	44.44%	-6.84%	66.67%	6.20%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

从以上统计结果我们可以得到分别在上行期和下行期下各 CTA 因子的收益率排序, 并以该排序值划分成三档构建组合, 以此检验根据宏观指标进行波段的划分是否可以筛选出较好的 CTA 因子, 从而做到因子的轮动。我们用以下价格指标表征策略的回测绩效。avgIc: IC 均值, 因子暴露度与下期收益的相关系数构成 IC 值, 历史各期 IC 均值衡量因子预测效力; positiveIcRatio: IC 为正的比列, 用于表明预测收益与实际收益是否方向一致, 当这一比例较高时说明因子长期运行方向为正; IR: IC 均值/IC 标准差, 衡量因子预测水平与稳定性; factorCumReturn: 第一档组合的累计收益率。

于是我们按照以上方法对前述宏观因子进行整体回测, 并选取回测效果比较好的宏观因子, 所选因子和测试结果如下:

表 177 各宏观因子构建轮动模型回测统计

	avglc	positivel cRatio	IR	tStatistic	factorAnnual Return	excessAnnualRetur n_winAndLoss	指标类 型
PPI:全部工业品:环 比	0.12	63.03%	0.30	3.31	13.93%	12.48%	通胀
CPI-PPI	0.09	60.50%	0.22	2.41	12.69%	13.74%	通胀
PMI:新订单	0.16	63.03%	0.39	4.24	14.83%	12.67%	经济增 长
工业企业:利润总额: 累计同比	0.08	57.14%	0.21	2.27	14.09%	14.75%	经济增 长
固定资产投资完成 额:累计同比	0.12	56.30%	0.33	3.60	18.38%	18.90%	经济增 长
出口金额:累计同比	0.11	60.50%	0.29	3.14	15.28%	12.55%	经济增 长
M0:同比	0.11	65.55%	0.33	3.62	18.68%	17.95%	流动性
中债国债到期收益 率:10年	0.09	53.78%	0.26	2.78	17.54%	17.35%	流动性
中债国债到期收益 率:10年-中债国债 到期收益率:1年	0.11	63.87%	0.30	3.31	17.94%	18.71%	流动性
社会融资规模:累计 值同比增速	0.10	56.30%	0.28	3.08	14.29%	13.55%	流动性

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

以上所选指标共计 10 个, 包括 2 个通胀维度的指标、4 个经济增长维度的指标和 4 个流动性维度的指标, 赋予各个指标分别 10% 的权重, 并以此构建宏观维度的因子轮动模型, 回测结果如下:

图 250 宏观维度轮动模型回测净值曲线



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 178 宏观维度轮动模型回测统计

	轮动组合	等权组合
累计收益率	592.80%	120.13%
最大回撤	-16.01%	-12.42%
年化收益率	21.44%	8.24%
年化波动率	11.30%	7.16%
滚动 1 年平均最大回撤	-7.35%	-4.96%
滚动 1 年平均波动率	11.06%	6.64%
Calmar 比率	2.92	1.66
滚动 1 年平均收益率	24.33%	9.12%
滚动 1 年最大收益率	81.31%	37.51%
滚动 1 年最小收益率	-12.22%	-9.09%
滚动 1 年胜率	99.22%	94.61%
夏普比率	1.76	0.94

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从以上回测结果可以看到，根据宏观指标进行波段划分的 CTA 因子轮动组合相较等权组合在收益方面有显著的提升，回撤方面也有所扩大，这主要就是因为宏观指标本身的波段周期的划分较长，难以应对因子在短期发生回撤的情形，为了弥补这一缺陷，我们后续还要构建基于市场维度和因子本身维度的轮动模型。

## 2.2. 市场维度

在我们前期《CTA 策略，该如何配置？——基于因子的视角》的报告中，我们发现动量和波动率这两个指标对于 CTA 策略的择时具有比较好的效果，于是我们借鉴这一思路将其用于 CTA 因子的轮动。

首先是动量因子，我们采用唐奇安通道的方法，即指数创 n 日新高则认为当前该指数处于看多状态，指数创 n 日新低则认为当前该指数处于看空状态。对于动量因子，我们想要考察在市场处于上行期和下行期分别有利于哪些 CTA 因子。

然后是波动率因子，我们考虑采用波动率分位数的方法。我们先滚动计算指数过去 n 日的波动率，然后计算该波动率过去 m 年的分位数，当分位数上穿 0.6 时，则认为市场处于高波状态，当分位数下穿 0.4 时，则认为市场处于低波状态，其他时候延续上一期的状态。对于波动率因子，我们想要考察在市场处于高波和低波下分别有利于哪些 CTA 因子。

构建以上两个指标所用指数均为南华商品指数，由于市场数据不同于宏观指标一个月才公布一次，因此我们可以提高数据的利用效率，将以上两个指标的信号均调整为周频。测试的方法同宏观维度一致。

在宏观维度的测试中，我们认为宏观维度的指标对于同一类别的 CTA 因子应该起到相同的作用，因此在测试的过程中，我们对于时间序列动量、截面动量以及基差动量这三个 CTA 因子都使用了其多周期综合因子，而并没有分别对短、中、长期的细分因子进行剥离测试。但是在进入到市场维度和后续的因子本身维度，我们认为即便是同一类别的 CTA 因子，也应该对其不同周期的因子进行测试，因为不同的市场环境对于短、中、长期构建的因子势必有不同的影响。所以在对市场维度和后续因子本身维度方面，我们对所有的 CTA 因子进行测试。

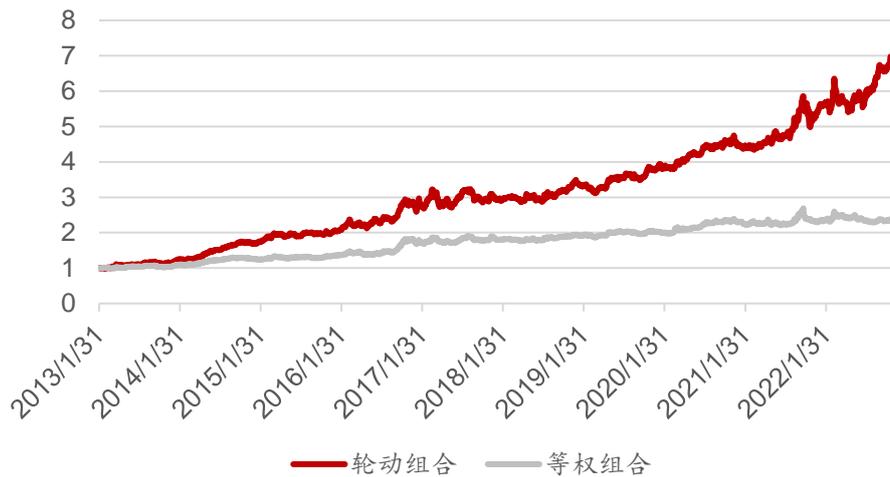
表 179 各市场因子构建轮动模型回测统计

	avglc	positivel cRatio	IR	tStatistic	factorAnnual Return	excessAnnualRetur n_winAndLoss
mom_20	0.06	55.96%	0.20	4.67	16.77%	12.37%
std_20_3	0.06	57.50%	0.18	4.19	18.15%	16.59%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

以上为动量和波动率因子的测试结果，并赋予这两个因子各 50% 的权重，以此构建轮动模型。

图 251 市场维度轮动模型回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 180 市场维度轮动模型回测统计

	轮动组合	等权组合
累计收益率	610.97%	142.59%
最大回撤	-15.89%	-14.84%
年化收益率	21.76%	9.30%
年化波动率	12.18%	7.97%
滚动 1 年平均最大回撤	-8.40%	-6.91%
滚动 1 年平均波动率	11.73%	7.69%
Calmar 比率	2.59	1.35
滚动 1 年平均收益率	21.56%	10.08%
滚动 1 年最大收益率	56.80%	38.49%
滚动 1 年最小收益率	-8.92%	-13.39%
滚动 1 年胜率	96.36%	92.35%
夏普比率	1.66	0.98

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从以上回测可以看到，通过动量和波动率两个维度构建的轮动组合收益相较等权组合同样有大幅提升，回撤相较宏观维度的组合略有减小，整体来看组合在 2022 年的表现显著优于宏观维度的组合，这也表明尽管两个维度的组合长期收益接近，但在不同阶段还是表现出了一定的差异性，这就表明了构建多维度轮动模型的必要性。

## 2.3. 因子维度

以上我们分别站在宏观和市场的维度对 CTA 因子进行了轮动，均获得了不错的效果。除了考虑外部诸多因素外，我们还会从微观的角度出发进行因子轮动，在这里我们重点从因子动量这个维度进行尝试，其背后的理念就是在实际投资中，当我们运用某种策略或方法进行投资并获得了不错的收益时，我们更倾向于继续坚持这一方法直到该方法失效或有更好的策略进行替代，这里本质上就是因子动量的思想。

因子动量的构建方法为计算各 CTA 因子过去 n 日的涨跌幅，选取涨幅排名靠前的因子构建组合，通过测试发现取过去 20 日的涨跌幅进行计算构建的组合表现较好，以下为以该方法构建组合的历史表现。

图 252 因子动量维度轮动模型回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 181 因子动量维度轮动模型回测统计

	轮动组合	等权组合
累计收益率	271.31%	142.59%
最大回撤	-23.06%	-14.84%
年化收益率	14.09%	9.30%
年化波动率	13.83%	7.97%
滚动 1 年平均最大回撤	-12.58%	-6.91%
滚动 1 年平均波动率	13.47%	7.69%
Calmar 比率	1.12	1.35
滚动 1 年平均收益率	16.23%	10.08%
滚动 1 年最大收益率	51.10%	38.49%
滚动 1 年最小收益率	-19.11%	-13.39%
滚动 1 年胜率	85.46%	92.35%
夏普比率	0.91	0.98

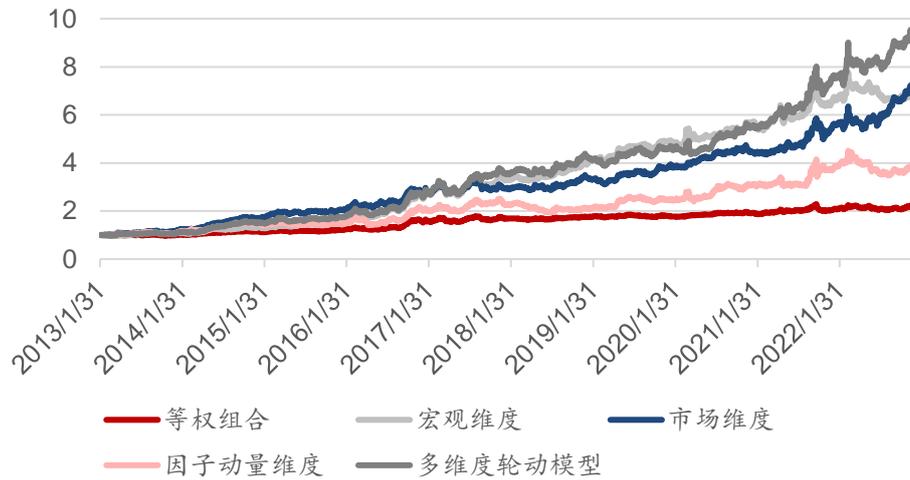
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从以上可以看到，基于因子动量的维度，其收益表现相比宏观维度和市场维度的略有差距，收益尽管高于等权组合，但是回撤也扩大了许多，因此我们将给与这个维度的权重不好太高。

### 3.因子轮动：CTA 中观配置策略的构建

以上我们分别从宏观、市场以及因子微观视角这三个维度分别构建了 CTA 因子轮动模型，从模型可以看到，不同维度的模型均有其适用环境，因此我们将根据以上不同维度模型的回测结果进行加权，将宏观维度、市场维度、因子动量这三个维度的权重设置为 5: 4: 1。以下为多维度因子轮动模型的回测表现。

图 253 多维度轮动模型回测净值曲线



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 182 多维度轮动模型回测统计

	等权组合	宏观维度	市场维度	因子动量维度	多维度轮动模型
累计收益率	120.13%	592.80%	610.97%	273.56%	820.41%
最大回撤	-12.42%	-16.01%	-15.89%	-23.06%	-16.85%
年化收益率	8.24%	21.44%	21.76%	14.14%	24.96%
年化波动率	7.16%	11.30%	12.18%	13.82%	13.25%
滚动 1 年平均最大回撤	-4.96%	-7.35%	-8.40%	-12.58%	-11.21%
滚动 1 年平均波动率	6.64%	11.06%	11.73%	13.48%	12.95%
Calmar 比率	1.66	2.92	2.59	1.12	2.23
滚动 1 年平均收益率	9.12%	24.33%	21.56%	16.23%	26.76%
滚动 1 年最大收益率	37.51%	81.31%	56.80%	51.10%	69.02%
滚动 1 年最小收益率	-9.09%	-12.22%	-8.92%	-19.11%	4.12%
滚动 1 年胜率	94.61%	99.22%	96.36%	85.48%	100.00%
夏普比率	0.94	1.76	1.66	0.91	1.77

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从上述多维度因子轮动模型的回测结果可以看到，综合轮动的收益表现优于任意单一维度的轮动模型，由于我们的模型是周度模型，并且每期选取排名前 3 的因子构建组合，回测期间年均换手率为 9 倍多，这样的换手也充分说明了因子轮动的重要性。从各期配置的因子来看，主要集中于截面动量、基差动量、展期收益率、波动率以及峰度因子，这也说明对于 CTA 基金的选择，无论是趋势类策略还是套利类策略都有其适用的环境，因子轮动的意义就在于将其映射到各 CTA 基金，然后配置当期所选因子暴露度高的策略基金，关于这部分我们将在后续的研究中进行尝试。

总之，我们站在中观的维度构建了几类 CTA 因子，并从宏观、市场以及因子微观维度对各类 CTA 因子研究了其适用情形，从而可以得到在不同环境下各类 CTA 因子的排序打分，并选取得分排名靠前的因子构建轮动模型，从长期来看获得了不错的收益。后续我们将结合中观维度对因子的选择映射到微观标的的遴选，从而实现自上而下对 CTA 基金的遴选。

## 二、回归基金经理投资框架，细分和遴选均衡风格基金

随着基金产品种类日渐丰富、数量与日俱增，如何识别与定位产品投资风格，作为基金评价与优选、组合构建与配置的基石，并贯穿于基金投研流程始末。基金投资风格可以看作基金投资框架的概括性呈现，风格定位既是在同类基金中进行评价与优选的基础，也可与定性调研结论互为交叉、相互印证，帮助投资者从短期维度提取契合当下市场风格或投资趋势的产品，或者从长期维度挑选符合收益风险偏好或组合配置需求的产品。

在过去的研究中，我们采取定量和定性相结合的方法，总结基金经理的价值观、运作方式等角度并抽象为风格暴露、操作特征等定量指标，在继续进行更加细致的风格划分。在均衡风格的细分研究中，我们沿用这套方法，回归基金经理投资框架，寻找均衡风格基金以及采用均衡风格管理产品的基金经理的共性，并在此基础上进行细分研究。

### 1. 基于投资策略，拆分“均衡”和“GARP”

在过去的研究中，我们通过对海外大师和国内基金经理投资框架的梳理，对成长（高增长、大空间、行业景气度等）、质量（竞争格局、商业模式等）、价值（估值性价比）三个维度中进行刻画，对应质量成长（高质量成长）、积极成长（低质量成长）、质量价值（高质量价值）、深度价值（低质量价值）和均衡风格。

在后续的研究和印证中，我们发现除均衡风格外，大部分风格的解释力和对应程度都较好，对于均衡这种中间地带的形容词很难有标准且量化彻底的定义，本节主要分享我们对均衡风格反复思考后的细分框架和遴选方法。

#### 1.1. 投资策略维度，GARP 是均衡基金的一类代表性策略

股票市场的投资风格大致可以分为三类：价值、均衡、成长，均衡风格通常主要指股票投资风格的均衡，尤其指在价值和成长风格上的均衡。

在对投资大师和基金经理投资理念的梳理过程中，我们发现均衡派介于价值和成长之间，代表人物彼得·林奇的投资理念是寻找具有持续增长潜力但价格合理或低估的股票，不会一味追求成长性而忽视股票价格。彼得·林奇添加了 PEG 作为选股的基本指标，PEG 代表上市企业市盈率（PE）与未来几年的预期盈利增长率之间的比率，他寻找 PEG 为 1 或更低的股票进行交易，这种方法被称为 GARP（Growth at a Reasonable Price）策略。

由于 GARP 策略旨在融合成长投资及价值投资两个策略的优势来对股票进行筛选并投资，所以遵循 GARP 策略的投资者期望能投资那些在整个市场水平上表现出持续盈利的成长性特质但是又并不具有较高估值特征的股票，它和成长策略的区别点是它不像后者那样极端的选择具有高成长特性的股票，GARP 的总体目标是避免增长或价值投资的极端情况，力争投资于兼具一定成长性和一定价值性的投资标的，这也解释了为什么 GARP 是均衡风格的一种代表性策略。

现阶段，国内有部分基金经理采用 GARP 策略，例如鹏华创新驱动季报中阐述到组合一直秉持 GARP 的成长价值投资风格，继续从公司基本面出发以长期持有盈利增长确定性较高并且估值合理的个股为主；富国周期优势基金经理蒲世林坚持估值和业绩的匹配，相信均值回归规律，对高景气、高估值的板块一直比较谨慎。GARP 策略本质是性价比的考量，通过不断的调整组合的性价比降低估值风险同时保持组合预期回报率在一个最佳的水平。

很多 GARP 基金经理也会通过量化的方法来筛选标的：先给股票池中的股票进行价值性和成长性的打分，从中选出二者均处于中上等水平的个股，然后再进行定性的分析。量化投资方法大大增强了 GARP 策略基金经理对信息的挖掘深度和使用效率，选股过程也更为客观、理性、透明，从而较好地弥补了仅依赖基本面研究的传统投资方式的局限性，也为我们对均衡风格的细分提供了思路。

## 1.2. 风格划分维度，晨星风格箱对 GARP 策略区分程度不足

均衡风格是指在成长和价值上的暴露较为接近，这一概念也是晨星风格箱进行风格划分的重要依据。在价值-成长维度，晨星分别以净利润增速、净资产增速、营业收入增速和现金流净额增速构建成长因子，以预测每股收益平均值/收盘价、预测每股净资产平均值/收盘价等指标构建价值因子，分别进行标准化处理后分别得到股票的价值、成长得分，最后将股票的价值得分减去成长得分作为评价指标并降序排列，取前 1/3 为价值型，后 1/3 为成长型，中间 1/3 为均衡型。

在定义个股风格后，基金产品的风格是以该产品持仓股票作为基础进行识别。我们选取基金产品半年及年报全部持仓数据进行测算，通过个股的规模得分及价值-成长得分，按照持仓股票市值占持仓股票总市值进行加权，从而得出基金产品风格。我们参考晨星风格箱，将价值、成长的门限值进行一定的调整，即基于下表中的划分标准，对基金产品进行风格划分。（具体方法参考外发报告《如何基于投资理念和投资框架，细分基金经理的投资风格？》）

表 183 基于持仓的基金风格划分标准

	股票价值-成长风格	基金价值-成长风格
分类	得分	得分
成长	$S\_VCG \geq 200$	$S\_VCG \geq 175$
均衡	$100 \leq S\_VCG < 200$	$125 \leq S\_VCG < 175$
价值	$S\_VCG < 100$	$S\_VCG < 125$

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

GARP 成为均衡风格的一种代表性策略，即寻找某种程度上被市场低估的股票，同时又有较强的持续稳定增长的潜力股，如果对股票池中的股票进行价值性和成长性的打分，二者均可能处于中上等水平。晨星的分类方式能够粗略地将基金进行价值-成长风格，但是一刀切的划分模式带来的问题是可能难以区分 GARP 策略，比如某个基金价值和成长风格得分均较高，按照价值得分减去成长得分再进行排序，GARP 策略天然会被划分至均衡风格。

## 1.3. 风格划分方法和逻辑验证

考虑到 GARP 策略的特殊情况，在晨星分类的基础上，我们将分类框架进行一定调整，将基金划分为成长、价值、均衡与 GARP 四类，继而在传统晨星风格的基础上，划分出 GARP 风格。思路为：（1）若基金价值得分  $\geq 50\%$  且价值得分 - 成长得分处于前三分之一，划分为价值风格；（2）若基金成长得分  $\geq 50\%$  且价值得分 - 成长得分处于后三分之一，划分为成长风格；（3）若基金价值与成长得分均  $\geq 50\%$ ，且价值得分 - 成长得分处于中间三分之一，划分为 GARP 风格；（4）剩余划分为均衡风格。即基于 GARP 策略将成长性放在第一位，并结合估值寻找最具性价比的个股这一原则，对晨星均衡风格进行划分。

表 184 增加 GARP 风格的基金风格划分标准

	股票价值-成长风格	基金价值-成长风格
分类	得分	得分
成长	$S\_VCG \geq 200$	$S\_VCG \geq 175, P\_G \geq 50\%$
价值	$S\_VCG < 100$	$S\_VCG < 125, P\_V \geq 50\%$
GARP	-	$125 \leq S\_VCG < 175,$

		P_G ≥ 50%, P_V ≥ 50%
均衡	100 ≤ S_VCG < 200	其他

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

统计过去三年共 6 期风格划分情况，将单一风格占比超过 2/3 的定义为稳定风格产品，其中稳定 GARP 风格的产品共 43 只，稳定均衡风格的产品共 196 只。下表列示了部分满足划分标准，且 GARP 风格稳定的基金经理及其产品，其中富国孙彬、中欧王健等均在季报中阐释过自己类似 GARP 的投资框架，另外较多数量的量化产品也与前述部分基金经理对股票池中的股票进行价值性和成长性的打分，从中选出二者均处于中上等水平的个股相对应。

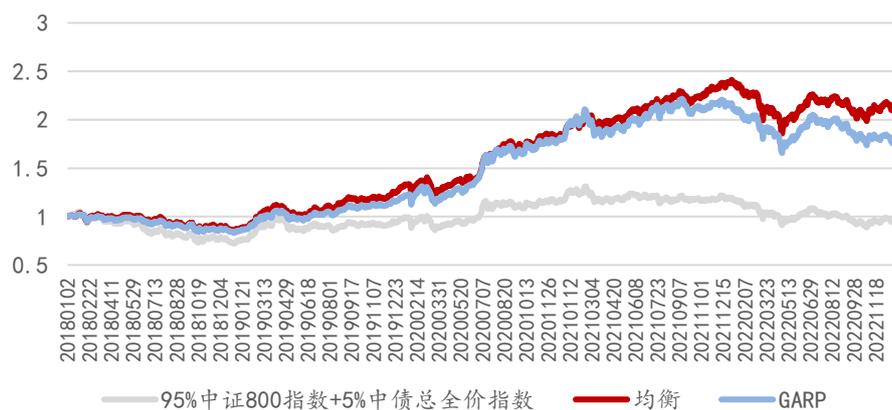
表 185 部分稳定 GARP 策略的产品及其策略阐释

基金代码	基金简称	基金经理	策略阐释
004674.OF	富国新机遇 A	孙彬	2022Q3: 希望在基本面确定性更高的行业和方向下注，自下而上找寻确定性更高的 eps 增长
005421.OF	中欧嘉泽	王健	2022Q3: 将结合企业估值与成长匹配原则进行结构选股
450004.OF	国富深化价值 A	刘晓	2020Q2: 未来研究的重心应更多的放在自下而上的角度，重视业绩增长和估值匹配的逻辑，长期重点关注金融、高端制造和消费升级
008347.OF	中信建投价值甄选 A	栾江伟	2022Q2: 积极寻找行业和个股预期差，反复思考买入、卖出逻辑，对于确定性较强的板块将增加配置比例，积极寻找个股的 α 机会
001974.OF	景顺长城量化新动力	黎海威	2022Q4: 维持价值和成长之间的平衡，同时关注现金流良好和内生成长稳健的公司，在股市波动中以自下而上选股为主以期产生长期投资回报。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在时序上，对每个半年报/年报时点，基于持仓数据和个股的财务数据，对权益类基金按照上述方法论进行分类。为了获得各个分类（不同风格基金）的整体走势，我们用基金规模加权得到各个风格的基金该时点后半年的净值数据，并将多个时间段的序列进行拼接，可以发现均衡风格和 GARP 风格的基金在时序上呈现出不同的走势，在风格和行业轮动特征更加明显的 2021 和 2022 年，均衡风格基金整体获得了更优的业绩表现。

图 254 均衡风格和 GARP 组合净值表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 186 均衡风格和 GARP 风格绩效指标

	均衡组合	GARP 组合	95% 中证 800 指数+5% 中债总全价指数
累计收益率	113.03%	78.31%	-4.71%

年化收益率	16.26%	12.21%	-0.96%
年化波动率	17.30%	17.34%	19.07%
日胜率	51.98%	51.89%	49.75%
夏普比率	0.74	0.50	-0.23
卡玛比率	1.19	0.89	-0.06
最大回撤	-23.05%	-25.36%	-32.35%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2.行业标签在均衡风格内部区分时更加有效

股票投资风格的均衡只是对于“均衡”的一个方面，在研究过程中，我们发现部分基金名称中“均衡”和“价值”、“成长”共存，例如易方达均衡成长等基金的风格长期维持“成长”，似乎“均衡”更普遍的定义还存在于组合构建维度行业或者个股层面的均衡。

### 2.1.行业集中度低和持股集中度低的产品更加“均衡”

目前基金名称包含“均衡”的主动权益基金共 21 只，总结基金在季报中披露的投资策略和运作分析，较多基金经理在运作中提及“组合整体较为均衡”，南方均衡成长在 2022 年四季报中写道“对长期稳定增长的消费品、有竞争力的先进制造进行了底仓配置；稳增长方向由于种种原因未能发力，但 2023 年仍值得期待；成长板块的部分高景气子行业，股价在四季度回调之后也重新具备不错的投资价值，我们也选择其中优质公司进行自下而上的布局”，中银证券均衡成长在 2022 年四季报中表示“重点投资光伏、储能、智能车等公司，减持了一部分锂电池公司，大幅增持了白酒、地产、医药公司，秉承‘以配置均衡的方式投资成长股’的理念”。

除了以上名称中包含“均衡”的基金经理，也有不少被市场定义为“均衡”的明星基金经理，比如富国基金孙彬，其投资策略为在锚定基准的基础上，通过风格和行业的适度偏离以及自下而上精选个股；海富通周雪军是比较受机构投资者喜爱的均衡风格基金经理之一，他的能力范围圈广泛，对不同的风格和行业均有较好的接受程度，会根据不同的市场环境做适时的轮动来调整组合行业配置状态；国海富兰克林刘晓是近两年被市场逐步挖掘的优秀均衡型基金经理，传承了国海富兰克林基金均衡分散、风险波动控制要求靠前的投资理念。

综合以上两类“均衡”风格产品，行业分散、能力圈广泛、适时轮动可能是均衡风格的标签，普遍意义上，市场可能把行业集中度低、行业周转率高的这类产品定位为均衡风格。通过成立以来行业集中度（全部持仓个股对应前三大行业集中度）、行业周转率（每两期之间，持仓最多的几个行业变化情况）、持股集中度三项指标验证，纳入统计的 20 只基金平均前十大持股集中度 47.50%，平均分位 33.63%；平均前三大行业集中度 45.16%，平均分位 25.76%；平均行业周转率 46.31%，平均分位 54.29%。从定量和定性结合维度，行业集中度低和持股集中度低的产品其“均衡”特征更加明显。

表 187 运作时间一年以上且成立名称中带有“均衡”的产品与其成立以来操作特征

基金代码	基金简称	持股集中度	同类分位	行业集中度	样本分位	行业周转率	样本分位
008969.OF	睿远均衡价值三年 A	55.08%	47.88%	38.09%	10.40%	33.33%	42.80%
010790.OF	海富通均衡甄选 A	29.38%	5.83%	36.32%	6.45%	50.00%	63.34%
009341.OF	易方达均衡成长	49.45%	38.32%	44.39%	22.02%	44.44%	60.83%
519018.OF	汇添富均衡增长	44.67%	23.32%	42.87%	18.66%	33.33%	41.69%
005474.OF	泰康均衡优选 A	48.11%	31.03%	44.13%	22.09%	40.00%	49.12%
007254.OF	广发均衡价值	65.23%	71.34%	66.29%	68.16%	60.00%	68.10%
010662.OF	富国均衡优选	52.35%	41.15%	48.65%	29.34%	33.33%	43.71%

011448.OF	中银证券均衡成长 A	47.18%	30.21%	58.54%	52.98%	33.33%	45.42%
013559.OF	招商均衡回报 A	49.35%	38.15%	44.77%	20.24%	33.33%	47.14%
010663.OF	长江均衡成长 A	49.99%	32.73%	47.81%	28.29%	16.67%	25.79%
012073.OF	华安均衡优选 A	41.75%	20.81%	36.44%	7.68%	100.00%	97.68%
012493.OF	长信内需均衡 A	53.53%	46.66%	62.63%	60.65%	66.67%	83.53%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部（剔除成立时间不满一年的产品）

表 188 知名均衡风格产品与现任基金经理上任以来操作特征

基金代码	基金简称	持股集中度	同类分位	行业集中度	样本分位	行业周转率	样本分位
450001.OF	国富中国收益	54.88%	56.61%	41.74%	27.93%	45.83%	45.65%
008271.OF	大成优势企业 A	78.27%	90.49%	59.43%	55.95%	25.00%	33.70%
519756.OF	交银国企改革 A	37.71%	15.11%	33.11%	6.42%	51.28%	52.46%
519133.OF	海富通改革驱动	33.03%	10.49%	38.23%	15.38%	52.78%	55.12%
519002.OF	华安安信消费服务 A	44.10%	24.13%	45.19%	26.18%	54.17%	59.20%
002340.OF	富国价值优势	36.08%	10.82%	37.58%	11.39%	52.38%	59.15%
450004.OF	国富深化价值 A	33.15%	9.42%	38.33%	13.23%	54.55%	59.07%
163415.SZ	兴全商业模式 LOF	46.69%	28.39%	38.62%	11.78%	45.83%	52.21%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2.2.行业轮动能力是区分均衡风格基金的核心指标

延续上文思路，我们将持股集中度、行业周转率和行业集中度作为衡量指标，以指标均值为界划分为持股分散/持股集中、行业稳定/行业轮动、行业分散/行业集中三大类，以考核产品在不同操作偏好上的风险收益特征。整体来看，持股分散和行业分散对主动权益基金的波动和回撤控制有一定正向作用，具备行业集中和行业轮动特征的产品获得了小幅超额收益，但各类别产品收益和风险特征区分度不高。

将样本缩小至风格稳定为均衡的 249 只产品（包含 43 只 GARP 风格和 206 只均衡风格），相比全市场的权益类产品，均衡风格产品在回撤和波动控制上呈现优势，但各操作特征对应的风险控制表现并未展现明显差异。行业轮动能力成为区分均衡风格基金的核心指标，行业轮动特征明显的产品收益表现明显占优，持股分散、行业分散的均衡风格基金则业绩弹性稍差。

表 189 主动权益类基金 2020-2022 年收益风险指标

	收益率均值 (%)	最大回撤均值 (%)	波动率均值 (%)
持股分散	40.71	-35.62	23.91
持股集中	39.62	-37.77	25.32
行业稳定	39.32	-37.08	24.76
行业轮动	41.48	-36.15	24.42
行业分散	38.42	-35.13	23.29
行业集中	42.46	-38.83	26.40
均值	40.33	-36.76	24.68

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 190 均衡风格基金 2020-2022 年收益风险指标

	收益率均值 (%)	最大回撤均值 (%)	波动率均值 (%)
持股分散	36.18	-29.12	20.10
持股集中	40.13	-30.91	21.06
行业稳定	32.42	-30.61	20.41
行业轮动	48.86	-29.15	20.99
行业分散	35.87	-30.40	20.56
行业集中	41.64	-29.65	20.70

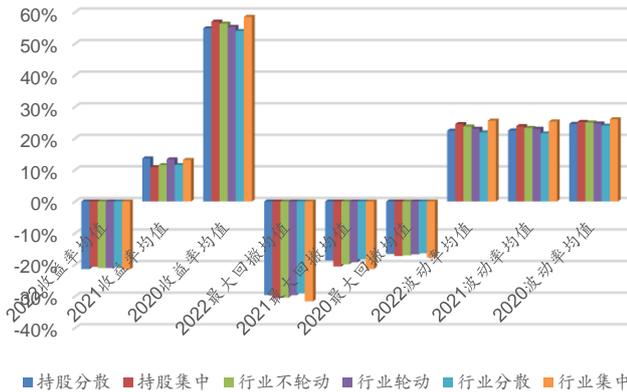
敬请参阅报告结尾处免责声明

均值	39.18	-29.98	20.64
----	-------	--------	-------

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

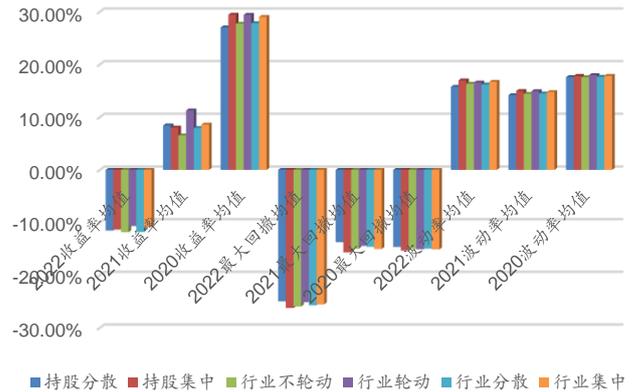
从各年度的表现看，这一现象更加突出，呈现行业轮动特征的均衡风格基金在 2020、2021、2022 年均有明显超额收益。分析其原因，2020 年以来各行业呈现快速轮动迹象，以 2022 年为例，一季度能源、周期行业占优，二季度新能源、半导体、军工等成长股占优，三季度中小市值公司跑出相对收益，四季度防疫政策放开后消费板块反弹，各季度表现突出的方向大多持续性不强。在此阶段跑出相对收益的基金经理的决策框架中通常包含宏观、中观等维度，或在自下而上的研究时既有对盈利高增板块的跟踪，又会进行预期差研究、关注困境反转行业。

图 255 2020-2022 各年份主动权益基金收益风险指标



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 256 2020-2022 各年份均衡风格基金收益风险指标



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

综上，近几年权益市场出现了较为显著的结构化行情，而且越来越多的基金经理选择扩展能力圈以进行全市场配置，其中有部分基金会进行行业轮动操作，行业周转率等表征行业轮动特征的参数可作为区分均衡风格基金运作方式的重要指标。

### 3. 均衡风格细分与代表产品

#### 3.1. 均衡风格细分框架

总结以上两节内容，均衡风格难以被准确定义可能有多方面原因：首先，按照传统晨星风格划分方法，以 GARP 策略为代表的均衡投资理念难以被精准刻画；其次，在专业机构和普通投资者的框架中，均衡更多代指行业、持股市值层面的分散而并非代表持仓风格，因此也诞生了均衡成长、均衡价值等复合风格。

从基金经理的投资理念与投资逻辑出发，我们认为均衡风格本意应是投资风格上的均衡。因此，本文的研究主要基于风格均衡进行研究。不过，考虑到行业集中度、行业周转率这些指标在基金投资实践中，也经常被投资者采用，同时行业层面的均衡与风格维度的均衡也具有一定的关联，故我们把行业层面的一些指标也纳入均衡风格细分的考量范畴。

结合前两章节，均衡风格基金可从两个维度进行细分，一方面从价值成长维度，将 GARP 策略纳入考量；另一方面，从操作特征维度，行业轮动作为均衡风格基金过去三年较为成功的运作思路，也纳入分类的重要维度。其中，行业轮动特征的定量刻画采用两个指标：（1）以年报/半年报披露的全部持仓计算，前三大行业过去三年平均行业行业周转率>50%；（2）以年报/半年报披露的全部持仓计算，前三大行业过去三年平均行业行业集中度<70%。

不同于根据持仓来做特定风格或者主题基金的分类，行业轮动实际上是对基金经理能力的刻画，需要综合多维度的信息。首先需要通过以上定量指标进行大致刻画，但是其中的问题是基金的完整持仓只有中报、年报两期，对于判断行业轮动能力来说观测的样本数过少，在精准刻画行业轮动能力时还需考虑基金经理投资理念和投资框架，因此定性研究和调研必不可少。

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。采取行业轮动的均衡风格基金经理，大多行业能力圈较为广阔，涉猎行业较多，有能力在多个行业内遴选个股。同时，也会在不同的时间段比选行业，或者某个行业阶段性可选择的个股更多，从而在更看好的行业方向上适当偏离。如果成功则体现为获取一部分行业配置上的超额。此类基金经理属于自下而上/自下而上与自上而下相结合类型的较多。

在定性研究的基础上，行业轮动还可以按照运作思路分为以下三种模式：（1）自上而下：根据宏观经济、政策方向等方面判断强势的行业或主题，在每个行业主题内部进行个股选择；（2）中观景气：从行业政策、景气度与估值的比较出发，选择具有性价比、处于拐点性的行业；（3）自下而上：基金经理通过优秀的选股能力来直接构建组合，这类行业轮动更多是个股选择的结果。

### 3.2.各风格代表产品

表 191 各细分类别代表基金和定性刻画

持股风格	操作风格	基金代码	基金名称	基金经理	2022年收益率 (%)	2022年最大回撤 (%)	定性刻画
GARP	行业轮动	000165.OF	国投瑞银策略精选	吉莉	-13.25	-18.07	自上而下结合自下而上
		008347.OF	中信建投价值甄选A	栾江伟	-8.55	-30.39	中观景气
		450004.OF	国富深化价值A	刘晓	-22.03	-22.54	自下而上
		519133.OF	海富通改革驱动	周雪军	-21.20	-26.35	自上而下、中观景气
	004674.OF	富国新机遇A	孙彬	-12.69	-20.93	自下而上	
	行业稳定	005421.OF	中欧嘉泽	王健	-18.07	-29.70	自下而上
		400011.OF	东方核心动力A	盛泽	-17.06	-21.98	沪深300量化
		001974.OF	景顺长城量化新动力	黎海威	-19.59	-22.99	沪深300量化
		007126.OF	博道远航A	杨梦	-21.91	-25.75	中证500量化
		519224.OF	海富通欣荣A	杜晓海	-24.39	-24.97	沪深300量化
均衡		行业轮动	519700.OF	交银主题优选A	沈楠	-2.33	-22.15
	519702.OF		交银趋势优先A	杨金金	-5.98	-21.24	自下而上
	161225.SZ		国投瑞银瑞盈	吴潇	-11.29	-27.69	自下而上
	166019.OF		中欧价值智选回报A	袁维德	-19.01	-37.89	自下而上
	行业稳定	002095.OF	博时新收益A	过钧	-7.72	-16.93	自上而下
		005001.OF	交银持续成长	何帅	-11.10	-24.43	自下而上
		005596.OF	建信战略精选A	王东杰	-9.84	-17.96	自下而上
		007549.OF	中泰开阳价值优选A	田瑀	-12.99	-27.06	自下而上
		481008.OF	工银大盘蓝筹	王筱苓	-15.85	-23.23	自下而上
		163412.SZ	兴全轻资产	董理	-26.22	-31.97	自下而上

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.3. 均衡风格细分的应用

长久以来，对于“均衡”的理解差异可能是进行均衡风格细分的最大难题，这可能还是与基金经理的投资框架相关。如果基金经理以自下而上选股为主，其考虑的要素包括公司的质量、景气、估值，现实操作中基金经理需要在三要素中进行取舍，平衡各要素的选股方式可能形成持股风格的均衡。如果基金经理采取自上而下策略，则需要分析市场环境的影响因素，包括宏观经济、政策、流动性、情绪、行业基本面估值等要素，偏重于对宏观、中观的研究，那么这样的运作方式可能构建出均衡的行业状态。进行均衡风格细分，是从收益来源和运作思路季度对均衡风格基金再分类以辅助投资。

“核心+卫星”策略是组合管理中常见的投资策略，在构建组合收益基，也就是核心仓位（Beta）时，通常使用两种方式：（1）识别风格稳定的基金经理（价值/成长/主题行业），对标宽基构建组合；（2）持有长期持股风格维持均衡的产品，以其中核心底仓基金不会集中配置于某个行业、板块或风格，而是通过分散均衡配置，在行业、风格轮动的市场中取得稳健的业绩表现。

卫星基金是组合积极收益（Alpha）的来源：（1）组合管理人可以主动判断风格与强势行业板块并配置相应能力圈的基金，不断选择和切换；（2）减少主动判断风格与强势行业板块的权重，寻找风格与行业轮动能力较强的基金经理与基金产品。

以“核心+卫星”策略为例，行业稳定型基金适合作为核心仓位，而行业轮动型的产品适合作为卫星配置，而 GARP 和一般均衡型基金则可作为多元收益来源的参考。

2020 年以来风格与风格轮动、切换加剧，持有固定赛道和风格的基金难以一直获取相对全市场基金的超额收益，本文聚焦于均衡风格基金的画像与分类、分析了均衡风格基金分类的难点与痛点、并且用定量、定性相结合的方法进行了均衡风格基金初步划分，希望能够投资者筛选此类基金提供一定的帮助和启发。

### 三、从策略适用性角度划分、遴选可转债基金

可转债具有股债双重属性，攻守兼备的显著特点在近几年黑天鹅频发的基础市场环境中，日益被投资者青睐。如何衡量、洞察可转债类资产的配置价值？这是实践中投资者往往关注的问题。此外，公募基金市场用可转债进行收益增强的基金已然不小，可转债标的日益丰富，如何从自上而下的策略配置视角，对可转债基金做进一步的划分，并匹配相应的市场适用环境，这是另一个重要问题。本报告对此进行研究。我们分析了在什么样的市场环境下应该配置可转债，结合转债策略的风险收益特征得到不同市场环境下适用的可转债策略。在转债基金方面，我们根据转债基金的持仓观察转债基金在各种策略因子上的暴露，从而刻画出转债基金在转债端和正股端的策略偏好，并结合业绩表现筛选出不同策略的代表性标的，以供投资者参考。

#### 1.可转债配置价值

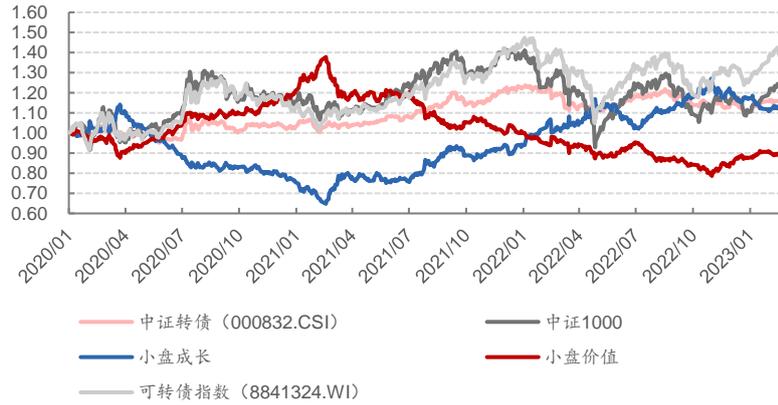
##### 1.1.转债市场特征分析

选取中证转债指数（000832.CSI）来代表转债市场整体的走势，中证转债指数与中证 1000 的同步性较强，整体偏小盘属性。虽然振幅有所区别，但在大多数拐点，中证转债指数和中证 1000 的走势较为一致。我们从股票市场指数中分别选取代表不同市场风格的市场指数，结果表明：2020/01/01-2023/02/28 期间，股票市场指数中沪深 300、中证 800、中证 1000 与中证转债指数的相关性分别为 0.004、0.12 和 0.71，中证转债指数呈现明显的小盘特征；进一步发现，中证转债指数与大盘成长、大盘价值、中盘成长、中盘价值、小盘成长、小盘价值的相关系数分别是 0.28、-0.32、0.45、0.35、0.67、0.81，2020 年-2021 年期间转债市场走势与小盘成长风格相关性较高，2022 年以来，转债市场的走势更多与小盘价值风格类似。

考虑到正股是转债市场走势的核心驱动力，我们还需要从正股角度来分析中证转债指数的风格特征。可转债指数（8841324.WI）表征市场存量转债对应正股的整体走势，我们将其与中证 1000 的行业分布及正股规模特征进行对比。结果表明，从正股行业分布来看，过去一年时间内，可转债指数和中证 1000 指数贡献度较高的板块较为一致，包括电力设备、基础化工、汽车、机械设备、有色金属、医药生物等，主要分布在成长和周期板块。从正股市值分布来看，转债对应正股市值和中证 1000 的市值分布大体相当，主要集中在 250 亿元以下。

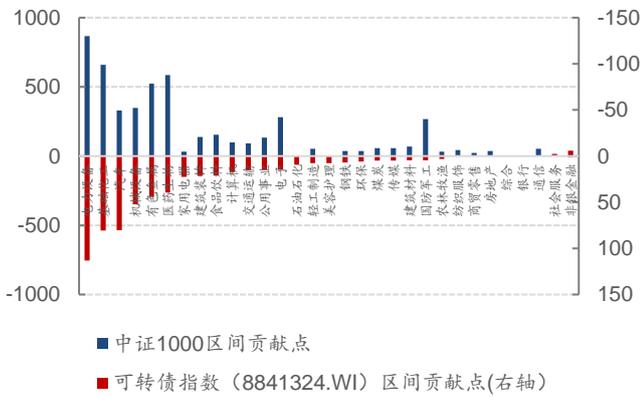
值得注意的是，可转债指数是将转债对应正股的走势进行等权配置，正股规模的影响对可转债指数的影响有限。相较而言，中证转债指数是将转债本身作为成分券，且编制方法采用转债规模加权，因此受转债余额的影响明显。经分析，截止 2023 年 2 月底，可转债的行业分布中，金融（银行、非银金融）、交运等板块的转债余额一直保持较高水平，但近年来偏成长板块的转债发行和转债余额明显增多，上涨较快的板块有电力设备、电子、医药生物、农林牧渔、基础化工等。因此，可以看到中证转债指数较可转债指数和中证 1000 的波动更小、曲线更为平滑，这与转债本身“下有债底”的属性和指数的编制规则有一定关系。

图 257 中证转债指数/可转债指数与中证 1000 的走势较为一致



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 258 可转债指数 vs 中证 1000 指数区间贡献



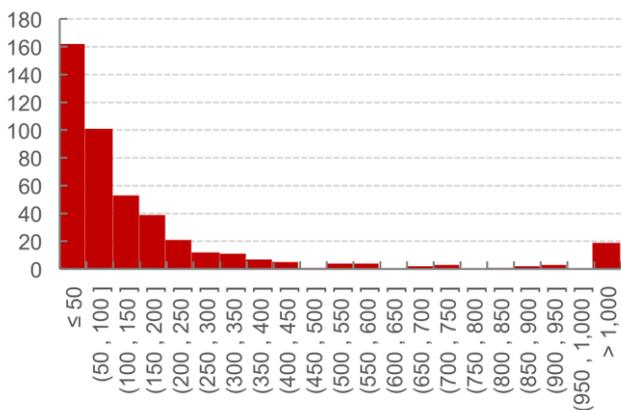
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部  
注: 时间区间为 2020/01/01-2023/02/28

图 259 可转债规模行业分布 (前 10 大行业)



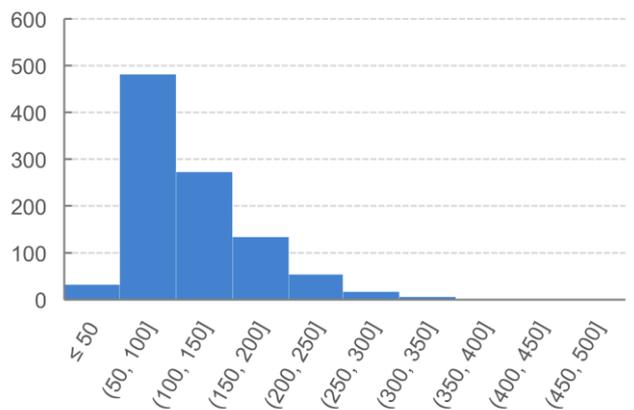
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部  
注: 2019、2020、2021、2022 均为年末数据, 2023 年为 2 月 28 日数据

图 260 可转债对应正股市值规模分布 (2023/01/01)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 261 中证 1000 市值规模分布 (2023/01/01)

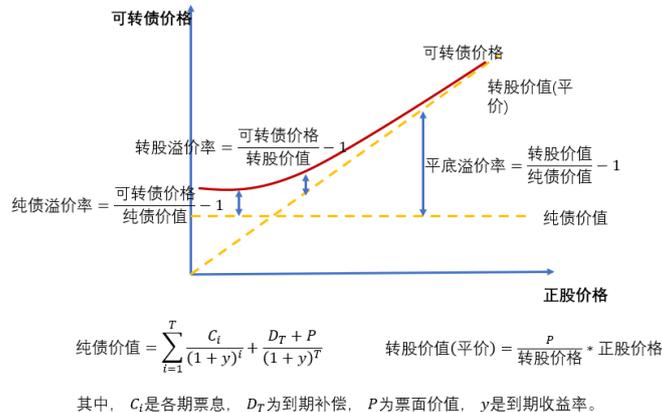


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

## 1.2. 转债价格驱动因素

从转债的基础构成要素来看，驱动转债市场走势的因素主要包括正股、估值、债底和条款：(1) **正股**往往提供了最大的上涨驱动力，正股业绩持续增长或后续业绩释放弹性较大的转债大概率会上涨，这也使得整体转债市场的走势与 A 股市场高度相关。对于转债转换成普通股票后的价值，我们用转股价值来衡量，转债价格和转股价值之间的差异可以衡量转债的相对价值。(2) **转债估值**受到正股市场预期、转债供需、流动性等因素的影响。一般而言，当预期正股后续上涨弹性大、转债供不应求、市场流动性充裕的情况下，转债估值提升的概率较大。衡量转债估值的指标主要有转债绝对价格、转股溢价率、纯债溢价率、YTM 和隐含波动率等。(3) **债底**为转债提供基础的安全垫，也是转债债性的来源，债市的剧烈波动会影响到转债的价值，债底的价值由纯债价值衡量。(4) **条款**包括回售条款、下修条款、赎回条款，转债市场上往往发行人和投资人都有同样的促转股追求，这些条款主要是发行人和投资人之间博弈的环节。一般而言，回售条款可以保障转债投资者在股价低迷时的权益，能提高转债内含的期权价值；反之，赎回条款将降低转债内含有的期权价值；对于下修条款而言，转债的下修会提升转债的转股价值，从而压低转股溢价率，可转债跟随正股上涨的弹性将提高，但同时也会加大对公司股本的摊薄，压制正股表现。

图 262 可转债价格驱动要素分析



资料来源：华宝证券研究创新部

## 1.3. 转债历史复盘——转债与股票的相对性价比

接下来，我们从影响转债价格的三个因素——正股、估值、债底来分析转债较权益市场存在性价比时期的市场特征。

在后续的分析过程中，我们分别用 10 年期国债到期收益率、wind 全 A 来代表债券市场和股票市场的整体走势。对于转债市场的估值，由于目前可转债尚缺乏做空机制以及模型的适用性问题，根据期权定价公式得到的隐含波动率的解释性或许不强；至于转股溢价率，直接用规模加权转股溢价率或者算数平均转股溢价率虽然能大致刻画市场的情况，但平价（转股价值）的变化对转股溢价率的影响较大，高平价可转债的转股溢价率往往低于低平价可转债的转股溢价率。鉴于此，我们构建以下反比例函数对转债横截面上的估值进行拟合：

$$y_{ti} = a + bx_{ti} + \frac{c}{x_{ti}}$$

其中， $x_{ti}$ 为可转债  $i$  在时刻  $t$  的平价（转股价值）， $y_{ti}$ 为可转债  $i$  在时刻  $t$  的转股溢价率。在每个时刻  $t$ ，对所有可转债（剔除换手率异常转债）进行回归，从而得到截面上可转债平价与可转债转

股溢价率之间的函数关系。在时序上，将特定的平价值代入公式，即可得到同一平价在不同时刻的转股溢价率的变动情况。

由于 2017 年转债市场快速扩容，转债市场的发展步入了一个新的阶段（详见我们前期外发报告《如何刻画可转债基金的持仓和操作特征》），因此我们主要对 2018 年后的转债市场和股票市场进行分析。

整体而言，2018 年以来，转债的显著上涨大概率是由权益市场带动的，但大多数情况下转债的弹性往往不如正股。转债相对股市占优的区间主要在以下四种场景：

(1) 在权益市场回调时，转债往往更加抗跌，转债的债底和下修条款提供了托底保护。例如，2018 年转债整体的下跌幅度弱于股票市场，尤其在 2018 年 6 月之后，随着大多数转债跌入债性区域，对正股下跌的敏感性减弱。

(2) 在流动性宽松的环境下，增量资金或是配置资金的进入会拉高转债估值。2019 年下半年，转债品种的优势被更多机构发现，吸引了大量相对收益产品进入转债市场，为市场带来了增量资金，推动转债估值的抬升，催生了“正股不涨，转债涨”的行情。除此之外，2021 年期间，随着“固收+”基金的规模急剧上涨和游资参与度的进一步提升，大量资金涌入转债市场，叠加转债市场赚钱效应的产生，进一步吸引资金的进入，最终导致转债估值的拉升。

(3) 在转债估值较低时，如果正股走势明确，正股和估值的双轮驱动会给转债带来更高的向上弹性；如果正股小幅震荡，转债也能发挥其非对称性结构的优势，提供更强的安全垫。根据历史经验，我们认为以下情形下可以认定为转债市场估值偏贵：平价在 100 元左右转债的转股溢价率高于 15%，且近一年转股溢价率分位数水平处于中等偏下水平。例如，2019 年 1 月，此时转债市场的整体估值处于较低水位，在春节躁动行情的加持下，转债上涨幅度高于权益。在 2019 年 6 月-2019 年 8 月，转债市场处于较低估值，此时权益市场的主线还不明朗，转债发挥其向上收益大于向下风险的特点，转债市场的行情提前启动，是股票市场的“早鸟票”。

(4) 当市场主线集中于小盘（中证 1000），且具备一定持续性时，转债市场表现有时会优于权益市场。如图 8 所示，2020 年底-2021 年 2 月，春节前基金抱团的大盘价值优于小盘成长，此时转债表现劣于权益；而在 2021 年 2 月-2021 年 9 月，小盘占优，彼时转债优于权益。近年来随着估值的抬升，走势会有一些区别，如在 2022 年 4 月-8 月，小盘占优，但这段时间转债弹性不及小盘股票，叠加转债市场估值整体处于较高水平，转债市场反而跑输权益市场。整体而言，权益市场风格对转债市场整体的影响明显弱于权益市场走势、债券市场风险情况和转债估值。

图 263 可转债市场受到权益市场及转债估值的影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 264 可转债市场受到权益市场风格的影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

除了权益市场和估值的影响之外，当债券市场的调整明显时，也会拖累转债表现，导致转债市场表现劣于股市。如 2019 年 4 月，受 3 月份经济金融数据超预期影响，债券收益率显著上行，这也影响了转债市场走势；2020 年 3-6 月，在经济复苏预期下，市场风险偏好上升，债券市场下行，叠加转债估值压力，转债市场下行；2022 年 11 月在地产强力政策、疫情防控科学化的影响下产生了强烈的经济复苏预期，后期叠加理财赎回正反馈影响，债券市场单边下行，转债市场也遭到拖累。

图 265 可转债市场受到债券市场回调的影响



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

综上所述可以看到，可转债在股票市场预期向上的时候具有一定机会，此时行情机会整体呈现出股票>转债>纯债的特点，但在以下场景下转债市场整体表现相对优于股票市场表现：**(1)**在股票市场下跌的时期；**(2)**转债估值较低，且预期正股预期走势明确、或股票市场从底部开始向上之前仍处于小幅震荡的阶段；**(3)**转债需求力量强。除此之外，可转债的投资还需要警惕债券市场极端调整的风险。具体到当下，转债目前处于历史相对较高的水平，股票市场预期震荡上行，转债市场全面优于权益市场的机会较小，更加需要关注结构性的机会。因此下文我们从常见的转债策略入手，进一步分析不同转债策略所适应的市场环境。

## 2.可转债策略运用

### 2.1.可转债基金策略分类

主动管理型股基的评价中，我们可以利用因子敞口分析来刻画基金的持仓和策略特征，从而根据基金的因子暴露或策略特征来进行基金筛选。借鉴此思路，本报告中从可转债策略角度出发，对可转债型基金的策略因子暴露情况进行分析。考虑到可转债投资过程中既会针对转债本身进行策略的开发，也会考虑其背后所对应正股的特征和机会，因此下文中我们综合从转债和正股两方面来进行因子的构建。

首先，可转债组合投资策略，也即可转债投资策略，主要有以下几类：

**高 YTM 策略：**到期收益率 (YTM) 是可转债的债券部分支付所有利息并偿还原始本金时所获得的总回报率，本质是持有至到期时的内部收益率。高 YTM 策略优选高 YTM 的转债，在违约风险可控的前提下，安全边际较高，收益主要来源于票息。

**双低策略：**此策略的一端对应低价格，即转债下跌空间可控，安全边际高；另一端对应低转股溢价率，转债股性强，正股上涨时向上势能充足。在具体操作时，根据双低值排名选择一定数量的转债进行配置，确保组合上有弹性、下有较高的安全边际，充分发挥了可转债的特征。

**低转股溢价率策略：**前文中提到，转债的估值可以分别从债券属性、股票属性和期权属性来衡量。本文主要采用转股溢价率来衡量可转债的估值，从转债上涨弹性角度来构建策略，低转股溢价率策略即优选转股溢价率处于低位的标的进行投资。

**波动率性价比策略：**该策略涉及两个波动，一是转债端的隐含波动率，由期权定价公式计算而来，代表市场对正股波动的预期；二是正股端的实际波动率。将隐含波动率与正股波动率相减，得到预期与历史波动率的偏离程度，值越小，代表转债的性价比越高。

**高平价底价溢价率策略：**与高 YTM 策略的强债属性相对，高平价底价溢价率策略则围绕可转债的股性。当平价底价溢价率越高，转债就越偏股，上涨空间大，但是下跌时回撤也更大。该策略的本质就是博弈高弹性标的，进攻性较强。

**正股策略：**本质是投资转债背后的正股，因此该策略与股市高度相关。对于一些被限制股票仓位的组合，管理人可能会更加关注可转债对股票正向替代的属性，具体投资时，以正股质地研究为主。本文中，具体从正股的成长性（单季度净利润同比增速）、盈利质量（ROE）、正股估值(PE)和情绪（过去一个月动量）的角度来刻画正股特征。值得注意的时，由于上市公司的财务报告一般在上季结束的 1-4 个月不等的时间内公布，因此基于正股基本面构建的成长因子和盈利因子在进行转债择券时需要注意信息滞后的问题，本文中主要用来描述全市场转债基金的持仓特点。

## 2.2.可转债量化策略因子构建

我们采用量化方法，把上述几个策略因子化，并对因子进行测试。我们以月度为频率，采用 RankIC 值法得到期初因子排序和期末收益率排序的相关系数，判断因子有效性。需要注意的是，为了便于结果的理解，在这里我们将因子均做了符合投资策略的排序处理，YTM、平价底价溢价率、正股策略因子均采用正序排列，值越大，得分越大；双低、波动率性价比、转股溢价率采用倒序排列，值越小，得分越高。

具体指标上，除了 YTM、平价底价溢价率、转股溢价率之外，其他因子均需要主动构建。正股市值因子、正股成长因子、正股盈利因子、正股估值因子和正股情绪因子，分别以正股的流通市值、净利润同比增速、净资产收益率同比增速、市盈率和近 3 月动量作为衡量指标；双低因子按照 1:1 的权重对转债的价格排名和转股溢价率排名进行加权，双低值越低，代表债券端安全垫越高，投资价值越高；波动率性价比以转债的隐含波动率和正股波动率之差来衡量。根据上文所提到的策略，各因子测试结果如下表所示：

表 192 策略因子有效性测试结果

因子	RankIC >=0.03 Percent	abs(RankIC) >=0.03 Percent	mean	std	IR
YTM	66.13%	88.71%	0.13	0.23	0.56
双低	66.13%	87.10%	0.11	0.17	0.65
波动率性价比	48.39%	69.35%	0.04	0.12	0.34
平价底价溢价率	33.87%	87.10%	-0.05	0.21	-0.24
转股溢价率	45.16%	85.48%	0.02	0.17	0.11

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

具体来看，我们按照 abs(RankIC)的值来判断因子的有效性，当 abs(RankIC)>=0.03 的占比在 50%以上时，认为所测因子为有效因子。同时结合 RankIC >=0.03 占比来判断因子的预测方向，当正向有效样本占比达到 50%时认为所测因子为正向因子，其中：

正向有效样本占比=(RankIC>=0.03 的样本占比)/(abs(RankIC)>=0.03 的样本占比)

结果显示，所测试的因子均具备突出的有效性，对可转债投资有一定的预测能力。其中，可转债端的 YTM、双低、波动率性价比和转股溢价率因子是显著的正向因子，而平价底价溢价率因子则并没展示出明确的方向特征，这与部分低平价底价溢价率的偏债性的标的具有高 YTM 相关。因此，针对高平价底价溢价率策略，我们需更关注其市场适用性和策略的进一步优化。

在因子有效性的基础上，我们结合分层回测，在每月末筛选指标得分在前 1/3 的较优组作为主要的策略组，得分在后 1/3 的标的构成第三组，其他为第二组，通过对三个组合的业绩进行回测，观察策略组的风险收益特征。

**YTM 策略方面**，2018.1.1-2023.2.28 区间中，从分层回测的结果看，YTM 策略组的年化收益率达到 18.06%，而第二组和第三组的年化收益率分别为 11.68%和 11.04%，YTM 策略组收益效应显著；最大回撤看，YTM 策略组的最大回撤为-9.82%，第二组和第三组则分别为-12.53%和-16.60%；同时从年化波动率看，YTM 策略组的低波动特征也较为明显。

图 266 YTM 因子分层回测结果

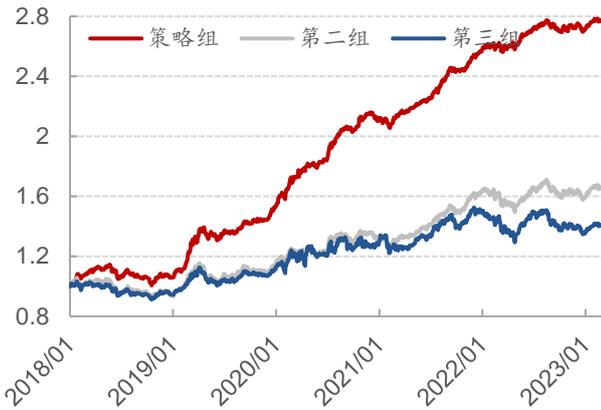


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

**双低策略方面**，2018.1.1-2023.2.28 区间中，从分层测试结果看，双低策略组的年化收益率达到 22.07%，明显优于第二组和次级组的 10.37%和 6.87%；风险特征方面，第三组由于安全边际较低，遭受的回撤和波动也更大，分别为-15.26%和 11.64%，双低策略组则展现出了突出的风险控制能力，最大回撤和年化波动率分别为-12%和 7.45%；从投资性价比来看，双低策略组的卡玛比率和夏普比率也领先其他两组。

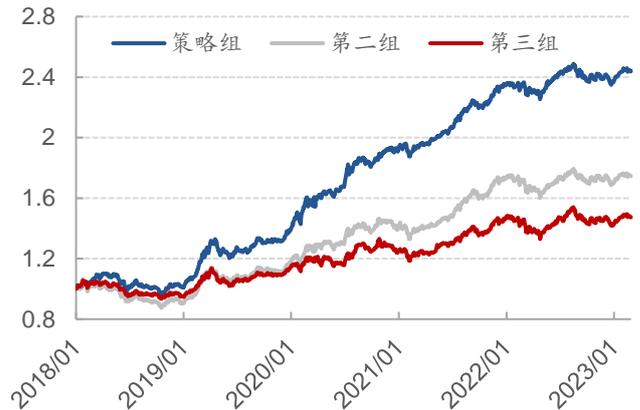
**波动率性价比策略方面**，2018.1.1-2023.2.28 区间中，从分层测试结果看，波动率性价比策略组的年化收益率 19.10%，最大回撤-12.72%，整体表现最优；中等组的年化收益率 11.54%，回撤较大，为-17.89%；第三组的收益表现一般，年化收益率为 7.91%，但-11.53%的回撤表现是三个组合中最好的。与其他因子不同，波动率性价比因子分层的收益和风险并不具备一致性，收益方面是策略组高于其他两组，而回撤表现是中等组最差，因此整体来说中等组的风险收益比落后。

图 267 双低因子分层回测结果



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 268 波动率性价比因子分层回测结果



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

**低转股溢价率策略方面**，2018.1.1-2023.2.28 区间中，从分层测试结果看，低转股溢价率策略组的年化收益率 21.52%，在三个组中表现最优，由于低转股溢价率代表转债的偏股属性，因此弹性也相对较大，最大回撤为-14.01%，年化波动率为 10.65%；对应的，偏债属性较强的第三组年化收益率最低，为 7.06%，但波动更小，净值曲线更为平缓。

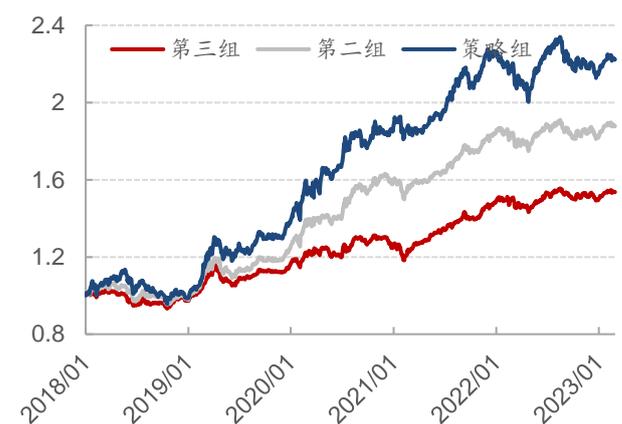
**高平价底价溢价率策略方面**，2018.1.1-2023.2.28 区间中，以分层回测结果看，高平价底价溢价率策略组年化收益率 16.93%，最大回撤-15.78%，年化波动率 12.22%；第三组年化收益率 8.77%，最大回撤-9.86%，年化波动率 6.76%。根据下图可以看出，高平价底价溢价率策略的净值在 2020 年强势上扬，与其他两组拉开一定距离，但是近 2 年来，优势并没有明显的扩大，甚至有所缩窄，这也与转债市场估值水平和权益市场的低迷有一定关系。

图 269 转股溢价率因子分层回测结果



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 270 平价底价溢价率因子分层回测结果



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

总结来说，YTM 策略风险控制能力优秀，净值曲线整体平稳上扬，因此划分为保守型策略。双低策略和波动率性价比策略的收益和风险均处于中等水平，风险收益比突出，因此风格上划分为稳健型策略。低转股溢价率策略和高平价底价溢价率策略的收益弹性较大，在下行趋势中往往跌幅更大，因此划分为进攻型策略。

表 193 策略风险收益特征

策略因子	高 YTM	双低	波动率性价比	高平底价溢价率	低转股溢价率
累计收益率	129.74%	160.31%	137.54%	115.56%	166.11%
最大回撤	-9.85%	-12.94%	-12.53%	-15.80%	-13.69%
年化收益率	17.67%	20.58%	18.44%	16.21%	21.10%
波动率	6.00%	7.62%	9.39%	12.02%	10.51%
卡玛比率	3.56	4.02	2.97	1.85	3.37
夏普比率	2.36	2.24	1.59	1.06	1.67

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.可转债基金的策略划分、遴选与适用性

我们将可转债基金分为狭义可转债基金和广义可转债基金，其中狭义可转债基金是过去 4 个季度（当成立时间不满足 1 年时，采用成立以来）投资于可转债的市值占债券市值比例均值大于等于 80% 的债券型基金；广义的可转债基金除了狭义的可转债基金之外，还包括部分以转债为主要投资标的的债券型基金或混合型基金，具体指过去 4 个季度（当成立时间不满足 1 年时，采用成立以来）转债资产占基金净值的比例大于等于 50% 的债券型基金。下文中，如无特殊说明，可转债基金均指的是狭义可转债基金。

#### 3.1.根据因子暴露划分策略

截至 2023 年 2 月 28 日，全市场共有 57 只初始份额的可转债基金。根据季报披露的可转债持仓，可计算可转债在全市场中的因子分位数排名，进一步加权得到这些基金的因子暴露值，为了更直观地观察可转债基金的相对情况，因子暴露度按照分位数正序排列，得分越高，说明在该因子上的暴露度越大。

计算基金经理任职以来所管基金在各策略因子上的平均暴露度，进一步划分可转债基金的策略类型。其中，我们定义 1) 保守型策略基金：在 YTM 因子上的平均暴露度是所有因子暴露度中最高的，且暴露值是次高因子暴露值的两倍以上；2) 进攻型策略基金：平底价溢价率因子暴露度或转股溢价率因子暴露度是所有因子中暴露度最高的；3) 稳健型：保守策略和稳健策略因子中最高暴露值是进攻型策略因子中最高暴露值的两倍以上；4) 综合型：未被划入以上三种策略类型的基金。

全市场 57 只可转债基金中，共有 3 只标的符合保守型策略定义，19 只为进攻型可转债基金，8 只属于稳健型策略，其余 27 只则是灵活切换的综合型策略基金，数量占比为 47.37%。这样的分布也验证了转债投资的目的更多是为了转股，完全以债券替代思维去投资的比例较少。同时，多数基金经理也不会仅采用单一策略，而是倾向于复合策略，或是根据市场的情况积极调整策略方向。

#### 3.2.可转债型基金的遴选

报告的前文介绍了可转债投资组合的基本策略以及策略因子构建方法，接下来我们希望借助转债基金因子暴露，筛选出各策略的代表性优质基金。具体来说，首先构建基金基础池，规则为：1) 截止 2023 年 2 月，现任基金经理任职长于 1 年；2) 基金最新合计规模（2022Q4） $\geq 0.2$  亿。在基础池基金中，观察各标的的因子暴露情况，对策略和风格作进一步判断，结合长短期业绩及基金经理投资理念，筛选出最终标的。

### 3.2.1.保守型策略代表基金：万家稳健增利 A（519186.OF） 陈佳昀

万家稳健增利 A 是由陈佳昀在 2017.8.16 开始接管，截至 2023.2.28，年化收益率为 3.57%，处于同类样本的 26.32%分位；风险控制能力上，最大回撤为-2.90%，位于同类样本的 100.00%分位；收益风险比上，夏普比率为 1.15，位于同类样本的 100.00%分位；滚动收益来看，近两年滚动持有 3 个月收益为正的的概率为 83.18%，绝对收益完成情况佳。虽然在收益方面，万家稳健增利 A 表现靠后，但回撤和波动率在同类中排名突出，说明陈佳昀的风险控制能力较优。

表 194 万家稳健增利 A 业绩表现

指标名称	25%分位	50%分位	75%分位	基金值	基金所处分位
年化收益率	3.64%	5.12%	6.89%	3.57%	26.32%
区间收益率	20.90%	30.33%	42.43%	20.48%	26.32%
年化波动率	15.53%	12.51%	9.20%	1.80%	97.37%
最大回撤	-24.26%	-20.36%	-17.05%	-2.90%	100.00%
夏普比率	0.18	0.27	0.51	1.15	100.00%
卡玛比率	0.21	0.25	0.37	1.23	100.00%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

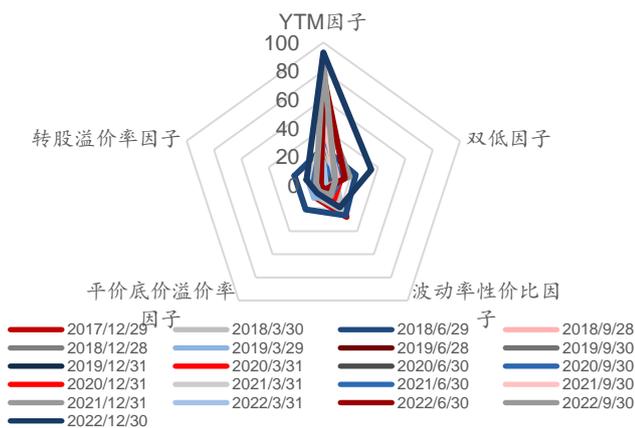
注 1：除波动率指标外，其他指标均采用正序排列。按指标含义，基金所处分位的数值越大，则表现越好，下同；

注 2：同类样本为可转债基金，时间样本为基金经理任职以来（剔除三个月建仓期）至 2023.2.28，下同

陈佳昀是固定收益研究出身，历史管理产品以债券型基金和货币型基金为主，因此投资时更偏向稳健的绝对收益策略。从因子暴露情况来看，万家稳健增利 A 在 YTM 策略因子上有明显的高暴露，与在其他因子上的低暴露形成了鲜明的对比。从具体持仓看，该基金所持有的可转债整体也更偏债性，正股行业也倾向于安全边际较高的银行、非银金融行业，对其他行业的参与极少。在正股端因子上，万家稳健增利 A 在正股市值因子和情绪因子上的暴露较高，在成长、盈利和估值因子上的敞口则较低，侧面验证了陈佳昀淡化正股筛选，以债券替代的角度配置可转债。

整体来说，陈佳昀所管理的万家稳健增利 A 净值上扬稳定，持仓以高 YTM 个券为主，是典型的保守型策略。

图 271 万家稳健增利 A 在转债端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 272 万家稳健增利 A 在正股端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2.2. 稳健型策略代表基金：华商转债精选 A（007683.OF）张永志

华商转债精选 A 是张永志在 2020.9.29 开始接管，截至 2023.2.28，年化收益率为 18.60%，处于同类样本的 73.77%分位；风险控制能力上，最大回撤为-10.15%，位于同类样本的 47.54%分位，排名稍靠后；但收益风险比较优秀，夏普比率为 1.47，位于同类样本的 84.48%分位；滚动收益看，近两年滚动持有 3 个月收益为正的的概率为 72.75%，绝对收益完成情况较好。华商转债精选 A 虽在回撤控制方面略落后于同类中位数，但收益表现中等偏上，且具备突出的夏普比率和卡玛比率，投资性价比优。

表 195 华商转债精选 A 业绩表现

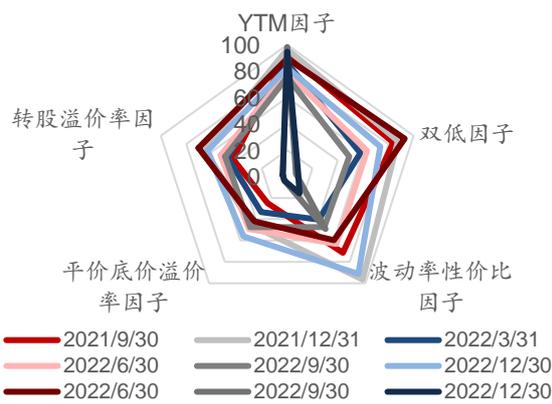
指标名称	25%分位	50%分位	75%分位	基金值	基金所处分位
年化收益率	6.03%	11.17%	18.67%	18.60%	73.77%
区间收益率	7.03%	13.09%	21.99%	21.91%	73.77%
年化波动率	17.44%	13.27%	8.61%	11.62%	60.64%
最大回撤	-12.69%	-9.72%	-7.63%	-10.15%	47.54%
夏普比率	0.39	0.88	1.33	1.47	84.48%
卡玛比率	0.62	1.22	2.00	1.83	65.52%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

张永志曾担任债券部交易员、债券型基金基金经理助理，目前管理产品多为固收+类型，投资目标更偏稳健收益，重视风险收益比，同时以指数增强的思路配置转债。从因子暴露情况来看，华商转债精选 A 在 YTM 因子上的暴露一直较高，说明 YTM 策略是张永志认可的策略，同时多数观察区间中双低因子和波动率性价比因子的敞口也显著大，稳健型策略也是基金经理在投资时的青睐，而在转股溢价率因子和平价底价溢价率因子上很少有高暴露，意味着张永志并不过多参与激进策略。从具体持仓看，除了银行、交运等价值板块，张永志也会关注周期行业的机会，在组合的历史持仓中出现过钢铁、有色和基础化工等板块的身影。对应在正股端因子上，华商转债精选 A 在正股成长因子和盈利因子上的暴露高均有较为明显的暴露，说明基金经理会根据正股质地筛选可转债标的。

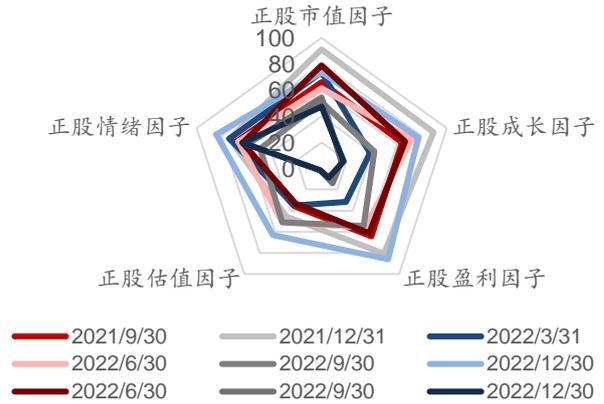
整体来说，张永志所管理的华商转债精选 A 在回撤控制上表现中等，近 2 年来也录得了较突出的收益，其策略在高 YTM 的基础上，对双低策略和波动率性价比策略的暴露度较高，根据市场情况灵活运用不同策略，比如最新两个报告期中，YTM 因子暴露上升，双低和波动率性价比因子暴露下降，组合整体呈现为更保守的策略。但总体来说，双低策略和波动率性价比策略也是华商转债精选多数时间会运用的策略，该基金是稳健型策略的代表。

图 273 华商转债精选 A 在转债端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 274 华商转债精选 A 在正股端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2.3. 进攻型策略代表基金：南方昌元可转债 A (006030.OF) 刘文良

刘文良自 2020.03.06 开始管理南方昌元可转债 A，截至 2023.2.28，年化收益率为 16.88%，处于同类样本的 96.67%分位；风险控制能力上，最大回撤为-31.61%，位于同类样本的 6.67%分位；收益风险比上，夏普比率为 0.73，卡玛比率为 0.53，分别位于同类样本的 87.93%和 75.86%分位。滚动收益来看，近两年滚动持有 3 个月收益为正的的概率为 65.88%，略不及其他策略的代表产品。从业绩上，可以看出南方昌元可转债 A 收益颇丰，但承受的风险也较高，具备明显的高弹性、高波动特征。

表 196 南方昌元可转债 A 业绩表现

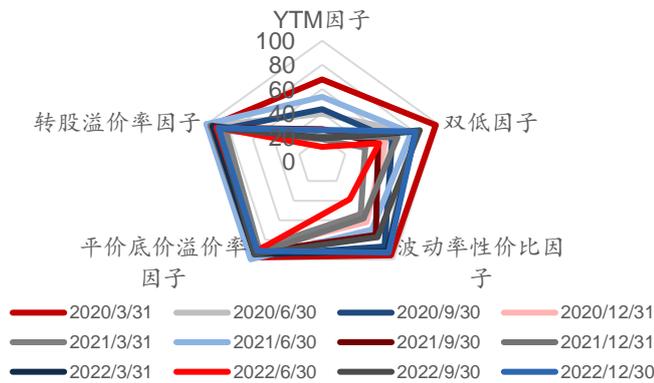
指标名称	25%分位	50%分位	75%分位	基金值	基金所处分位
年化收益率	3.48%	5.66%	9.94%	16.88%	96.67%
区间收益率	9.82%	16.27%	29.66%	53.30%	96.67%
年化波动率	17.52%	13.76%	10.32%	21.04%	3.33%
最大回撤	-25.13%	-20.65%	-14.19%	-31.61%	6.67%
夏普比率	0.19	0.39	0.55	0.73	87.93%
卡玛比率	0.23	0.33	0.53	0.53	75.86%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

刘文良历任转债研究员、宏观研究员、信用分析师等，在固收研究领域有丰富的经验。转债投资上，刘文良会结合个券基本面和估值优选标的。从因子暴露情况来看，南方昌元可转债 A 自刘文良任职以来，在转股溢价率因子和平价底价溢价率因子上的暴露稳定且较高，与此相对的是在 YTM 因子上的暴露始终处于低位，说明刘文良青睐进攻型策略。正股行业上的配置也充分反映了这一点，任职以来对电子、电力设备及新能源、基础化工、有色金属等股性品种有所布局，当然也会配置银行标的作为底仓，整体上看南方昌元可转债 A 积极地把握了更多高弹性的机会。从正股端因子情况看，南方昌元可转债 A 在各个正股因子上均有较大的敞口，说明刘文良主要从正股质地角度，对个券基本面进行深入研究，对可转债的投资也包含了正股替代的思路。

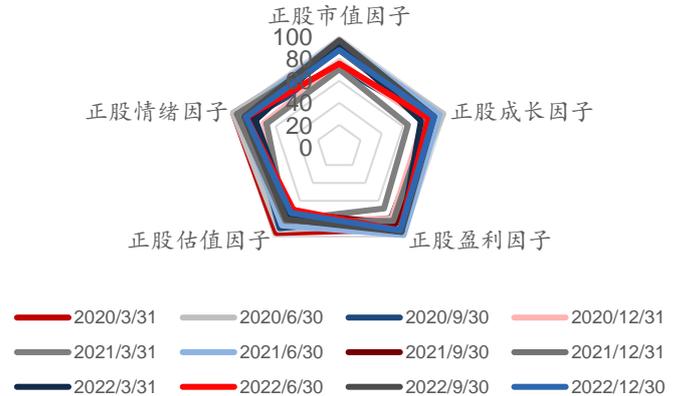
整体来说，南方昌元可转债 A 进攻有余，防御不足，体现在业绩上是较高的收益、较大的回撤和波动，这与刘文良运用进攻型更足的投资策略有关，历史持仓的转债更偏股性，是较经典的进攻型策略。

图 275 南方昌元可转债 A 在转债端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 276 南方昌元可转债 A 在正股端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.2.4. 综合型策略代表基金：光大添益 A (360013.OF) 黄波

光大添益 A 是黄波管理公募时最早接手的一批产品之一，自 2019.10.9 至 2023.2.28 以来，光大添益 A 年化收益率为 14.28%，处于同类样本的 96.49%分位；风险控制能力上，最大回撤为-21.82%，位于同类样本的 38.60%分位；收益风险比上，夏普比率为 0.84，位于同类样本的 98.18%分位；滚动收益来看，近两年滚动持有 3 个月收益为正的的概率为 73.57%。任职以来，黄波在光大添益 A 的管理上展现了突出的收益获取能力，风险控制能力处于中等偏下水平，结合风险收益比看，该基金的性价比较优。

表 197 光大添益 A 业绩表现

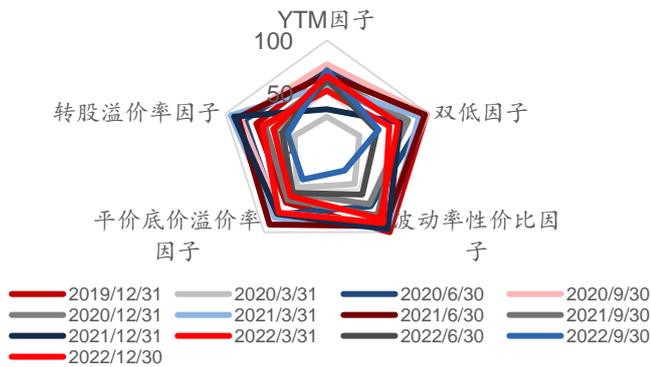
指标名称	25%分位	50%分位	75%分位	基金值	基金所处分位
年化收益率	2.75%	4.91%	8.92%	14.28%	96.49%
区间收益率	8.88%	16.23%	30.77%	52.09%	96.49%
年化波动率	17.95%	14.09%	11.47%	15.20%	40.35%
最大回撤	-25.03%	-20.67%	-14.38%	-21.82%	38.60%
夏普比率	0.13	0.27	0.50	0.84	98.18%
卡玛比率	0.16	0.27	0.47	0.65	87.27%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

黄波在投资可转债时有两个框架，一是通过市场供需判断估值；二是构建转债择时、风格选择和行业选择的投资体系。从因子暴露情况看，光大添益 A 自基金经理任职以来在各策略因子上的平均暴露较均衡。具体来说，黄波会根据市场情况在策略之间做灵活调整，如在 2021Q2 权益市场开启上行的背景下，组合更偏向稳健和进攻策略，而在 2022 年二季度组合的风格快速从低 YTM 因子暴露到较高 YTM 暴露，同时降低了进攻型策略因子的暴露度，体现了黄波积极根据市场情况对策略进行调整的投资特征。从正股行业分布上，银行是黄波任职以来配置最多的行业，在稳健底仓的基础上，组合在计算机、基础化工、有色金属等板块进行布局，博取“+”增厚收益。从正股因子暴露上，组合一直以来对估值因子和成长因子的暴露明显高于其他因子。

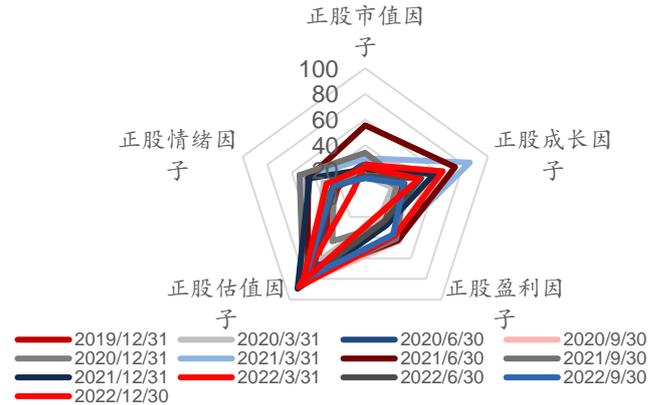
整体来说，光大添益 A 在分析区间内业绩表现优秀，具备良好的收益风险比。根据历史数据判断，黄波灵活切换可转债的投资策略，主动根据市场情况对产品策略进行调整，是综合型策略的代表。

图 277 光大添益 A 在转债端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 278 光大添益 A 在正股端因子暴露情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.3. 可转债策略及转债基金适用市场环境分析

根据策略的风险收益特征和前文对于转债性价比的分析，我们试图解决以下两个问题：(1) 不同市场行情下何种策略更为占优；(2) 不同市场环境下选择何种可转债型基金。

#### 3.4.1 可转债策略适用市场分析

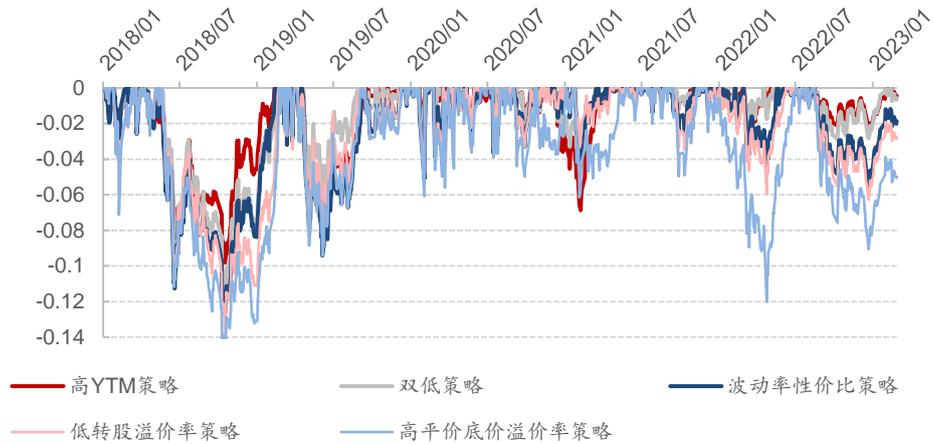
首先，我们分别从回撤控制和收益弹性的角度对转债策略的市场适用性进行分析。从风险控制来看，我们选出不同策略动态回撤幅度大于 5% 的时间点并对当时市场进行分析，结果表明：

(1) 保守型、进攻型、稳健型策略回撤均较大的时点：2018 年 6 月-12 月，此时正值地缘政治事件冲击、宏观数据低迷以及上市公司股权质押风险累积时期，权益市场持续下跌；2019 年 5 月-6 月，受地缘政治事件再度升温，以及经济稳增长政策弱于预期等因素影响，权益市场震荡下跌；2020 年 12 月-2021 年 2 月，受永煤、华晨等信用事件冲击，转债债底保护减弱，同时在信用风险加剧下，机构的风险偏好降低造成大小盘的分化，导致保守型和稳健型策略遭遇较大的回撤，这个时期的高 YTM 策略回撤最大。

(2) 进攻型和稳健型回撤较大的时点：2019 年 7 月-8 月中旬，进攻型和稳健型策略延续了此前的回调，其中波动率性价比策略和高平价底价溢价率策略回调程度较大，回调时间较长；2022 年 10-12 月，在地产政策放松、防疫策略优化、美联储加息预期转向三重因素影响下，债券市场大跌，同时由于 12 月股票市场也同样面临着冲击，因此去年年底进攻型策略的回撤大于稳健型的策略，保守型策略也有一定回撤但回撤幅度相对较小。

(3) 仅进攻型回撤较大的时点：2018 年 2 月，此时受海外市场影响，权益市场下跌；2019 年 1 月-2 月，部分进攻型策略的回调从 2018 年 6 月延续到了 2019 年 2 月，整体回调程度较大且调整的时间较长；2022 年 4 月，此时权益市场单边下跌；2022 年 10 月，此时权益市场单边下跌。

图 279 转债策略动态最大回撤



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 280 分季度策略占优情况

	中证转债指数	Wind全A	高YTM策略	双低策略	波动率性价比策略	低转股溢价率策略	高平价底价溢价率策略
2018Q1	3.88%	-3.24%	4.48%	11.64%	9.70%	7.92%	8.29%
2018Q2	-5.82%	-11.79%	-6.43%	-4.30%	-7.10%	-2.79%	-3.07%
2018Q3	2.68%	-4.81%	0.55%	-0.67%	-0.87%	-1.84%	-3.17%
2018Q4	-1.61%	-11.70%	1.72%	-0.31%	-0.04%	-2.72%	-2.88%
2019Q1	17.48%	30.71%	18.65%	23.99%	24.84%	25.06%	25.26%
2019Q2	-3.55%	-4.62%	-0.10%	2.84%	-0.69%	1.70%	0.32%
2019Q3	3.62%	-0.09%	5.28%	5.12%	4.13%	4.44%	4.20%
2019Q4	6.59%	6.79%	4.47%	8.14%	6.85%	7.94%	6.91%
2020Q1	0.02%	-6.79%	17.49%	15.08%	15.11%	17.54%	15.20%
2020Q2	-1.86%	14.74%	1.95%	4.58%	4.76%	7.86%	5.38%
2020Q3	4.59%	8.41%	10.88%	10.36%	8.45%	9.13%	5.72%
2020Q4	2.53%	8.35%	2.76%	4.11%	6.28%	7.74%	5.69%
2021Q1	-0.40%	-3.25%	1.53%	1.65%	0.96%	1.21%	-1.19%
2021Q2	4.45%	8.99%	5.49%	4.55%	5.83%	5.55%	5.82%
2021Q3	6.39%	-1.00%	7.08%	8.20%	6.90%	8.26%	7.15%
2021Q4	7.04%	4.58%	6.12%	5.66%	6.42%	6.85%	7.75%
2022Q1	-8.36%	-13.92%	0.74%	0.61%	-2.03%	-3.01%	-6.97%
2022Q2	4.68%	5.10%	5.48%	4.84%	5.13%	5.00%	7.53%
2022Q3	-3.82%	-12.61%	-0.39%	-0.61%	-1.99%	-1.92%	-3.93%
2022Q4	-2.48%	2.89%	-0.23%	0.31%	-0.46%	-0.54%	-1.34%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

根据以上复盘我们可以看到，在受到权益市场的影响方面，进攻型策略>稳健型策略>保守型策略，也就是说在权益市场明显下跌时，虽然这些转债策略都会有一定的回调，但往往进攻型策略的回调时间和幅度较大。在具体策略层面，回调时间和幅度往往是高平价底价溢价率策略>(低转股溢价率策略≈波动率性价比策略)>(双低策略≈高YTM策略)。

另外，在受到债券市场的影响方面，我们发现：在受到信用事件冲击时，转债债底保护减弱，保守型和稳健型策略的回撤要大于进攻型，如 2020 年 12 月-2021 年 2 月；在债券市场回调程度较高时会出现保守型策略的回调幅度高于稳健型和进攻型，如 2020 年 3-6 月。

我们进一步分析在权益市场上涨的区间内，不同转债策略的表现情况，如下表。我们可以明显地看到在权益市场上涨的阶段，进攻型策略表现优于稳健型策略，并优于保守型策略。但在 2021 年

资金流入且市场整体上涨的时段，策略间的涨幅差别不大。此外，当股市震荡且转债估值较低，转债往往可以借助估值发挥其向上弹性，可以看到进攻型策略>=稳健型策略>保守型策略，细分到具体策略维度则是兼具进攻型和一定的防御属性的双低和低转股溢价率策略相对占优。

表 198 特定区间不同策略表现

策略/行情	股市上涨					股市震荡 且转债估值较低	
	2019/01/03 - 2019/04/24	2020/03/23 - 2020/06/17	2021/03/24 - 2021/12/23	2022/04/25 - 2022/08/24	2022/10/31 - 2023/02/06	2018/01/02 - 2018/05/25	2019/06/06 - 2019/12/31
高 YTM	21.95%	4.42%	19.34%	5.87%	1.63%	1.97%	12.54%
双低	29.49%	6.29%	18.85%	6.64%	2.64%	13.10%	17.32%
波动率性价比	29.24%	8.01%	20.69%	8.89%	2.83%	6.74%	15.77%
低转股溢价率	29.98%	11.97%	22.67%	9.67%	2.76%	10.65%	18.25%
高平底价溢价率	28.57%	10.50%	23.20%	13.73%	2.47%	11.15%	17.11%
中证转债指数	16.98%	-0.66%	19.59%	8.99%	2.55%	1.80%	14.32%

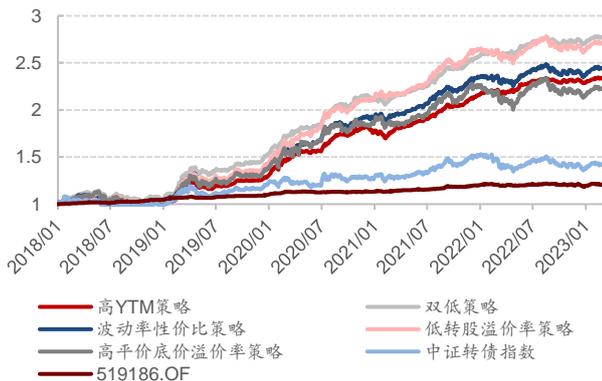
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

综上所述，在权益市场上行时期，建议选用进攻型策略博取向上弹性，在权益市场震荡且转债估值较低的时期建议选用进攻型或稳健型策略，尤其是双低和低转股溢价率策略；而在权益市场显著下行，或是权益市场震荡且转债估值并不便宜的时期，保守型策略以及稳健型策略中的双低策略相对较优，可以发挥其“进可攻，退可守”的特性，尤其在权益市场下跌后期，往往跌入债性区间，受到债底保护。债券市场的影响则需要具体分析，一般防守型策略（高 YTM 策略）受到债券市场回调的影响较大。

### 3.4.2 可转债基金适用市场分析

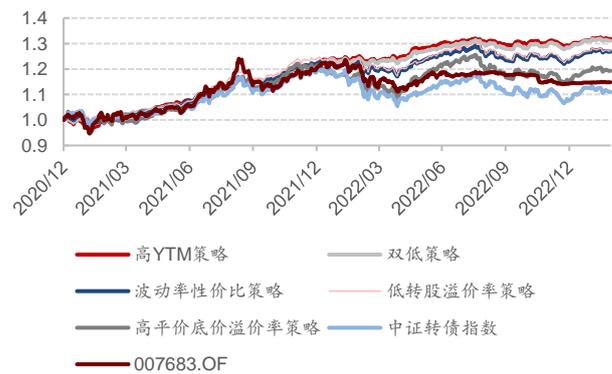
我们以前文筛选出的特征明显的可转债基金为代表，进一步验证不同策略的可转债基金所适用的市场环境。这里我们首先选取基金经理任职以来的净值曲线与前述策略进行对比（净值对比日期不早于 2018 年 1 月 1 日），可以看到基金的净值走势与其对应策略的净值走势较为接近。那么分析不同基金适用的市场环境便可以简化为不同策略所适用的市场环境。

图 281 万家稳健增利 A (519186.OF) 净值表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

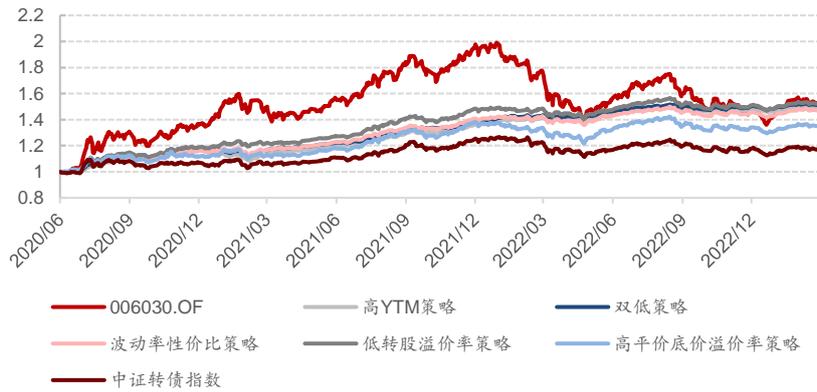
图 282 华商转债精选 A (007683.OF) 净值表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：剔除 3 个月建仓期

图 283 南方昌元可转债 A (006030.OF) 净值表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：剔除 3 个月建仓期

万家稳健增利 A (519186.OF) 作为一只策略较为保守的基金，较优的配置时点是权益市场较弱时进行防守，如在 2021Q1、2022Q1、2022Q3、2022Q4 等时期，该产品具有较好的防守属性，但在其他市场情形下整体收益并不突出；

华商转债精选 A (007683.OF) 前期策略偏稳健，2022 年在权益市场单边下行的市场中转向保守的风格配置。基于其稳健偏保守的特征，其最优的配置时点是权益市场较弱时进行防守，因此在 2021Q1、2022Q1、2022Q3 等时期表现较优，但防守型弱于万家稳健增利 A (519186.OF)；在其他市场情形下，相较万家稳健增利 A (519186.OF) 这类保守型可转债策略，会有更高的收益水平。

南方昌元可转债 A (006030.OF) 是一只弹性明显的基金，策略风格为进攻型，其最优的配置时点是权益单边牛市或权益市场震荡且转债估值较低时。具体来看，在 2020Q3、2020Q4、2021Q2、2021Q3、2021Q4、2022Q2 等时期表现出较强的向上弹性。

图 284 转债基金分季度业绩表现

	万家稳健增利A	华商转债精选A	南方昌元可转债A	光大添益A	华宝可转债A	华商可转债A	汇添富可转债A
	519186.OF	007683.OF	006030.OF	360013.OF	240018.OF	005273.OF	470058.OF
2018Q1	1.51%				-1.27%	-4.37%	-0.21%
2018Q2	-0.02%				-5.63%	-5.51%	-5.53%
2018Q3	1.34%				0.80%	3.18%	1.48%
2018Q4	1.80%				-1.23%	-10.08%	-5.90%
2019Q1	2.71%				19.30%	18.73%	18.89%
2019Q2	-0.14%				-3.46%	-6.48%	0.36%
2019Q3	1.27%				5.79%	3.35%	4.25%
2019Q4	1.44%				10.63%	11.95%	7.19%
2020Q1	2.27%			5.88%	5.58%	0.38%	1.28%
2020Q2	-0.18%			6.03%	0.89%	2.83%	5.95%
2020Q3	0.29%		17.76%	10.87%	4.82%	7.42%	8.20%
2020Q4	0.57%		20.16%	6.75%	4.91%	14.16%	4.02%
2021Q1	0.94%	-0.14%	-2.79%	-6.00%	-2.71%	3.58%	-0.34%
2021Q2	0.85%	4.76%	11.40%	5.70%	14.61%	4.82%	5.73%
2021Q3	2.64%	8.55%	11.52%	11.31%	7.71%	15.54%	4.25%
2021Q4	1.60%	5.17%	11.60%	14.32%	13.06%	-3.33%	9.79%
2022Q1	-0.40%	-5.18%	-23.50%	-12.52%	-15.28%	-5.84%	-14.58%
2022Q2	1.05%	3.70%	9.64%	8.40%	9.28%	3.55%	6.96%
2022Q3	-0.54%	-0.69%	-10.19%	-6.41%	-3.70%	-2.96%	-5.44%
2022Q4	-1.09%	-2.93%	-5.56%	-1.40%	-4.21%	-3.35%	-5.22%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

除了上述列举的固定选择某一策略的基金之外，大多数转债基金会结合市场行情在不同策略之间进行切换，这里我们选取几只具备代表性的基金结合市场行情来分析其策略选择的胜率，除了上文选出的光大添益 A (360013.OF)，我们还选取了几只成立时间较长、规模较大的转债基金来进行分析（出于篇幅限制这里仅展示光大添益 A 和华宝可转债 A 的因子暴露数据）。

汇添富可转债 A 偏向在进攻型和保守型两端进行切换，在 2018 年整体偏防守型策略，其中 2018Q1、2018Q3 阶段性在进攻型因子的暴露较高，2019Q1 转向进攻型策略，此后在 2019 年全年因子暴露值均较低，2020Q1 重新转向进攻型策略，此后在 2020Q2-2021Q3 偏防守型的 YTM 策略，在 2022 年进行了较多切换，2022Q1 偏防守，2022Q2 偏进攻，2022Q3/Q4 偏稳健。整体来看，基金经理在 2019 年把握住了上涨的行情，但在 2020、2021 年收益弹性上略显不足，在 2022 年防守性在同类产品中也不突出。

华商可转债 A 在进攻型、防守型、稳健型策略（主要是双低）之间进行切换轮动，整体策略轮动的时点把握较佳。在 2018 年底开始提前布局双低策略，在坚持双低策略的同时阶段性偏向进攻或防守策略。整体来看，除了 2018 年转向进攻较早导致业绩不佳外均准确把握了行情，体现了基金经理不断进化的投资框架以及对市场的把握能力。

华宝可转债 A 积极地在进攻型、防守型、稳健型策略（双低）之间进行切换轮动，策略相对偏稳健，并对上涨行情的把握较为准确。从 2018 至 2020 年中整体偏保守以及稳健策略，阶段性向进攻型策略倾斜，如 2018 年底、2019 年底、2020 年三季度和 2020 年四季度；2021 年整体偏进攻型策略，可以看出对上涨行情的把握较为准确；2022 年防守性略有不足，但把握了 2022Q2 的上涨，最终 2022 年整体表现在同类中居于中位数的状态。

光大添益 A 积极地在进攻型、防守型、稳健型策略（双低）之间进行切换轮动，策略相对偏进攻，整体策略轮动的时点把握较佳。在 2020、2021 年以双低策略为主，其中 2021Q1 -2021Q3 阶段性转向进攻。在 2022 年有一定切换，2022Q1 阶段性偏向进攻，但相较 2021Q4 进攻策略因子暴露已经开始降低，2022Q2、2022Q3、2022Q4 转向防守。整体来看，基金经理对大级别行情的把握较为准确，任职以来收益率排名居前，仅 2021 年一季度表现不佳。

图 285 光大添益 A 因子暴露

日期	ytm因子暴露	双低因子暴露	波动率性价比因子暴露	平价底价溢价率因子暴露	转股溢价率因子暴露	中证转债指数	Wind全A
2019/12/31	73.47	97.96	100.00	65.31	69.39	6.59%	6.79%
2020/3/31	28.00	32.00	44.00	48.00	32.00	0.02%	-6.79%
2020/6/30	73.58	98.11	69.81	79.25	81.13	-1.86%	14.74%
2020/9/30	77.36	98.11	88.68	77.36	84.91	4.59%	8.41%
2020/12/31	65.45	80.00	67.27	54.55	50.91	2.53%	8.35%
2021/3/31	57.41	90.74	96.30	83.33	94.44	-0.40%	-3.25%
2021/6/30	67.86	96.43	92.86	91.07	87.50	4.45%	8.99%
2021/9/30	60.71	73.21	80.36	62.50	60.71	6.39%	-1.00%
2021/12/31	35.09	71.93	96.49	78.95	91.23	7.04%	4.58%
2022/3/31	52.63	61.40	89.47	77.19	63.16	-8.36%	-13.92%
2022/6/30	63.16	49.12	56.14	54.39	43.86	4.68%	5.10%
2022/9/30	71.93	50.88	28.07	38.60	38.60	-3.82%	-12.61%
2022/12/30	66.67	70.18	84.21	57.89	52.63	-2.48%	2.89%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 286 华宝可转债 A 因子暴露

日期	ytm因子暴露	双低因子暴露	波动率性价比因子暴露	平底价溢价率因子暴露	转股溢价率因子暴露	中证转债指数	Wind全A
2017/12/29	100.00	56.67	80.00	40.00	40.00	-6.65%	-2.14%
2018/3/30	93.94	54.55	60.61	75.76	57.58	3.88%	-3.24%
2018/6/29	100.00	100.00	76.32	73.68	81.58	-5.82%	-11.79%
2018/9/28	100.00	92.31	94.87	58.97	61.54	2.68%	-4.81%
2018/12/28	97.50	87.50	80.00	75.00	82.50	-1.61%	-11.70%
2019/3/29	77.78	80.00	71.11	73.33	71.11	17.48%	30.71%
2019/6/28	77.78	64.44	82.22	60.00	62.22	-3.55%	-4.62%
2019/9/30	73.91	54.35	65.22	50.00	52.17	3.62%	-0.09%
2019/12/31	79.59	93.88	87.76	83.67	81.63	6.59%	6.79%
2020/3/31	86.00	82.00	80.00	68.00	74.00	0.02%	-6.79%
2020/6/30	81.13	92.45	81.13	69.81	67.92	-1.86%	14.74%
2020/9/30	71.70	90.57	100.00	84.91	90.57	4.59%	8.41%
2020/12/31	47.27	21.82	36.36	65.45	63.64	2.53%	8.35%
2021/3/31	68.52	68.52	70.37	55.56	53.70	-0.40%	-3.25%
2021/6/30	46.43	30.36	91.07	78.57	71.43	4.45%	8.99%
2021/9/30	42.86	67.86	94.64	75.00	83.93	6.39%	-1.00%
2021/12/31	36.84	45.61	64.91	80.70	73.68	7.04%	4.58%
2022/3/31	49.12	85.96	92.98	78.95	75.44	-8.36%	-13.92%
2022/6/30	36.84	57.89	77.19	73.68	63.16	4.68%	5.10%
2022/9/30	52.63	63.16	66.67	59.65	50.88	-3.82%	-12.61%
2022/12/30	52.63	52.63	87.72	56.14	42.11	-2.48%	2.89%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

综上所述，对于具备大类资产择时能力的投资者，可以根据权益、债券市场行情以及转债估值选择适合当前时点的策略，或在占优策略上有较高因子暴露的基金：稳健型和保守型策略适用于权益市场较弱时进行防守，进攻型适用于权益单边牛市时发挥其向上弹性，稳健型策略中的双低策略在权益市场震荡的时期发挥其“进可攻，退可守”的优势。对于不具备大类资产择时能力，或基于长期配置视角投资可转债基金的投资者，则建议配置会根据市场风格进行策略轮动并在历史上有较高胜率的可转债基金。

#### 4.结论：因时而异，用多样化可转债策略增强 FOF 组合

本文通过复盘可转债市场，发现可转债在股票市场预期向上的时候具有一定机会，此时行情机会整体呈现出股票>转债>纯债的特点，但在以下场景下转债市场整体表现相对优于股票市场表现：(1)在股票市场下跌的时期；(2)转债估值较低，且预期正股预期走势明确、或股票市场从底部开始向上之前仍处于小幅震荡的阶段；(3)转债需求力量强。除此之外，可转债的投资还需要警惕债券市场极端调整的风险。

根据策略因子暴露的情况，在权益市场上行时期，建议选用进攻型策略博取向上弹性；在权益市场震荡且转债估值较低的时期建议选用进攻型或稳健型策略，尤其是双低和低转股溢价率策略；而在权益市场显著下行，或是权益市场震荡且转债估值并不便宜的时期，保守型策略以及稳健型策略中的双低策略相对较优，可以发挥其“进可攻，退可守”的特性，尤其在权益市场下跌后期，受到债底保护，保守型策略和稳健型策略较优。债券市场的影响则需要具体分析，一般防守型策略（高 YTM 策略）受到债券市场回调的幅度较大。

对应的，本文进一步筛选出各策略风格所对应的基金，其中万家稳健增利 A (519186.OF) 是典型的保守型策略基金；华商转债精选 A (007683.OF) 偏稳健型策略；南方昌元可转债 A (006030.OF) 具备较强的进攻性；综合型策略的可转债型基金中，不同基金经理在各个策略上的暴露情况也略有差异。对于具备大类资产择时能力的投资者，可以根据权益、债券市场行情以及转债估值选择适合当前时点的策略，或在占优策略上有较高因子暴露的基金；对于不具备大类资产择时能力，或基于长期配置视角投资可转债基金的投资者，则建议配置会根据市场风格进行策略轮动，并在历史上有较高胜率的可转债基金。

## 四、中国商业养老市场政策回顾，兼论公募 FOF 产品遴选与分析

近年来，我国人口老龄化问题越发突出，第一、第二支柱已无法满足庞大的养老需求，第三支柱亟需发展。在这样的背景下，养老 FOF 产品应运而生。本文主要解决两个问题，第一个是在商业养老需求迫切的情况下，有哪些产品可投，适合什么样的投资人？第二个是正处在推进过程中的个人养老金账户，目前可投的主要是投资养老 FOF 产品，那么这类产品如何来进行筛选与分析，当下有哪些比较好的标的推荐观察？

为了解决第一个问题，我们从中国当下的养老市场入手，首先对监管政策进行了梳理，了解政策对养老账户以及各类机构发行的不同养老产品的支持情况，然后对不同机构发行的不同类型的商业养老保险产品进行分析，包括当下发行进展、优惠情况、适用人群等。

其中，税收优惠力度最大的个人养老金账户，目前可投的产品主要是公募基金市场的养老目标基金，进而引发我们对第二个问题的关注。要想深入探讨养老目标基金，了解公募 FOF 产品的整体状况是第一步。因此，本文对公募 FOF 市场的发展历程和产品现状进行详尽分析，并从投资视角，探讨了基于权益持仓中枢划分公募 FOF 产品是否可行及其方法，这也是后续我们进一步构建养老 FOF 产品的量化遴选体系与投资价值分析方法的基础。

具体到养老 FOF 的标的上，首先基于权益持仓中枢的分类方法，从大样本普通 FOF 产品入手，引入量化评价模型对不同类型的 FOF 产品进行遴选，验证方法的可行性，同时考虑养老 FOF 的特点与持有目的，对模型进行优化，并在养老 FOF 产品上进行验证，最终得到适配养老 FOF 的量化筛选方法。结合个人养老金可投 Y 份额养老目标基金，本文对低风险类型、中风险类型和高风险类型养老基金分别进行了量化遴选与最新一期结果展示。由于实际投资还离不开对产品的细致分析，因此基于精选标的的结果，我们还通过一个具体案例展示了 FOF 产品的详细分析流程。

### 1. 中国商业养老市场：政策梳理

目前，我国正在着力构建多层次、多支柱的养老保障体系，其中第一支柱就是基本全覆盖的基本养老保险制度，但总体保障水平有限；第二支柱补充养老保险制度，主要包括了企业年金和职业年金，一般来说覆盖面较窄，只能满足小部分群体的养老需求；第三支柱是商业养老保险和养老保障产品，完全属于商业性质，是凭个人意愿参加的，其中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，但 2021 年底银保监会发文要求养老保险机构持续压降清理现有短期个人养老保障管理产品，政策导向养老保险公司开展个人养老保障管理业务转型与产品创新。第三支柱相比于第一和第二支柱具有产品形式多样的特点，因此更可以满足民众差异化的养老需求，此外，在我国人口老龄化的严峻形势下，第一、第二支柱日益存在压力，养老第三支柱的建设成为重中之重。

自 2018 年以来，养老金融产品的相关政策频出，引导银行、银行理财子、公募基金、保险公司等积极布局养老金融产品市场，其中 2022 年是一个相对特殊的年份，个人养老金的新时代由此开启。2022 年 4 月 21 日，国务院发布《关于个人养老金发展的意见》，明确个人养老金将实施个人账户制度，而符合银保监会规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品均在个人养老金投资范围内。个人养老金制度通过个人养老金账户将公募基金、保险、银行及其理财子提供的多种养老金融产品联系起来，丰富了第三支柱养老产品供给，促进我国养老第三支柱的发展。

为明确个人养老金投资公募基金的制度安排，2022 年 6 月 24 日，证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》，还明确指出将优先纳入最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金，而其他投资风格稳定、投资策略清晰、长期业绩良好、运作合规稳健的公募基金也将逐渐被纳入。

出于进一步丰富和完善个人养老金制度的考虑，2022年9月26日的国务院常务会议提出了对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠，领取收入实际税负由7.5%降为3%，税收优惠力度远大于个人税收递延型商业养老保险，在一定程度上能鼓励低收入人群参与，扩大了个人养老金的覆盖面，为我国的养老第三支柱提供更多的增量资金。紧随其后，2022年9月29日，银保监会发布《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知（征求意见稿）》来明确保险公司提供的个人养老金产品范围和条件，并对经营个人养老金业务的资质提出明确的标准。对于投资者而言，拓宽了当前市场上的个人养老金保险产品的范围，投资者可以根据自己的需求选择不同的保险产品；对于保险公司而言，提高了保险公司参与个人养老金业务的门槛，有利于保险行业集中优势资源布局个人养老金市场，这在一定程度上也将有利于稳定个人养老金市场。

2022年11月4日，人社部、财政部、税务总局、银保监会和证监会联合发布《个人养老金实施办法》，对个人养老金参加流程、信息报送和管理、资金账户管理、机构与产品管理、信息披露、监督管理等方面做出具体规定，标志着个人养老金制度正式出台。与此同时，相关配套细则也陆续出台，《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》不仅拓宽了个人养老金可投的养老目标基金的范围，还为个人养老金投资基金的投顾服务预留空间。

表 199 2022 年以来的养老相关政策新闻

时间	发布主体	发布事项	重点内容
2022/02/21	银保监会	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	2022年3月1日起，专属商业养老保险试点区域将扩大到全国范围，在原有6家试点保险公司基础上，允许养老保险公司参加试点
2022/02/25	银保监会	《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	2022年3月1日起，养老理财产品试点范围由四地四机构扩展为十地十机构 对于已开展试点的4家理财公司，单家机构养老理财产品募集资金总规模上限由100亿元提高至500亿元；对于本次新增的6家理财公司，单家机构养老理财产品募集资金总规模上限为100亿元
2022/04/21	国务院办公厅	《关于推动个人养老金发展的意见》	个人养老金实行个人账户制度，缴费由参加人个人承担，每年缴纳个人养老金的上限12000元，实行完全积累 参加人应当指定或者开立一个本人唯一的个人养老金资金账户，用于个人养老金缴费、归集收益、支付和缴纳个人所得税 符合银保监会规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品可纳入个人养老金投资范围，享受国家规定的税收优惠政策
2022/04/28	银保监会	《关于规范和促进商业养老金融业务发展的通知》	银行保险机构开展商业养老金融业务应体现养老属性，产品期限符合客户长期养老需求和生命周期特点，并对资金领取设置相应的约束性要求
2022/06/24	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定(征求意见稿)》	优先纳入最近4个季度末规模不低于5000万元的养老目标基金；全面推行后，拟逐步纳入投资风格稳定、投资策略清晰、长期业绩良好、运作合规稳健，适合个人养老金长期投资的股票基金、混合基金、债券基金、基金中基金和中国证监会规定的其他基金
2022/09/29	银保监会	《关于促进保险公司参与个人养老金制度有关事项的通知(征求意见稿)》	保险公司参与个人养老金业务需满足：上季度末所有者权益不低于50亿元且不低于公司股本（实收资本）的75%；上季度末的综合偿付能力充足率不低于150%、核心偿付能力充足率不低于75%；上季度末责任准备金覆盖率不低于100%；近3年未受到金融监管部门重大行政处罚；具备完善的信息管理系统，与保险行业个人养老金信息平台实现系统连接并按相关要求要求进行信息登记和交互；银保监会规定的其他条件 纳入个人养老金的保险产品范围扩容，年金保险、两全保险以及银保监会认定的满足相应要求（保险期限不得短于5年；保险责任限于生存保险金给付、满期给付、死亡、全残、达到失能或护理状态；缴费灵活，能满足参加人交费灵活性要求）的其他产品均可作为个人养老金产品
2022/11/03	财政部 税务总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	2022年1月1日起，对个人养老金实施递延纳税优惠政策： 在缴费环节，个人向个人养老金资金账户的缴费，按照12000元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除 在投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税 在领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照3%的税率计算缴纳个人所得税，其缴纳的税款计入“工资、薪金所得”项目
2022/11/04	证监会	《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》	养老目标基金的纳入条件调整为最近4个季度末规模不低于5000万元或者上一季度末规模不低于2亿元 基金销售机构在有效核实投资人身份及交易意愿、确保资金安全的前提下，可以将投资人赎回其他基金份额的销售结算资金转入投资人个人养老金资金账户

敬请参阅报告结尾处免责声明

			户，转入金额应当符合个人养老金制度关于缴费额度上限的规定 个人养老金基金应当针对个人养老金投资基金业务设立单独的份额类别 基金行业平台按照个人养老金相关制度要求与信息平台、开展个人养老金资金账户业务的商业银行、基金管理人和基金销售机构等机构建立系统连接和数据交互 个人养老金投资基金业务的投资顾问服务管理规范将由证监会另行制定，为投顾业务预留制度空间
2022/11/17	银保监会	《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法》	开展个人养老金业务需满足：截至 2022 年三季度末，一级资本净额超过 1000 亿元、主要审慎监管指标符合监管规定的全国性商业银行和具有较强跨区域服务能力的城市商业银行；已纳入养老理财产品试点范围的理财公司
2022/11/21	银保监会	《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》	开展个人养老金业务的保险公司需满足：上年度末所有者权益不低于 50 亿元且不低于公司股本（实收资本）的 75%；上年度末综合偿付能力充足率不低于 150%、核心偿付能力充足率不低于 75%；上年度末责任准备金覆盖率不低于 100%；最近 4 个季度风险综合评级不低于 B 类；最近 3 年末受到金融监管机构重大行政处罚；具备完善的信息管理系统，与银行保险行业个人养老金信息平台实现系统连接，并按相关要求信息进行登记和交互；养老主业突出、业务发展规范、内部管理机制健全的养老保险公司，可以豁免上年度末所有者权益不低于 50 亿元的规定
2022/11/25	人社部、财政部、税务总局	《关于公布个人养老金先行城市的通知》	个人养老金制度将在 36 个先行城市（地区）实施，具体包括：北京、天津、石家庄、河北雄安新区、晋城、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、上海、苏州、杭州、宁波、合肥、福建、南昌、青岛、东营、郑州、武汉、长沙、广州、深圳、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、玉溪、拉萨、西安、庆阳、西宁、银川、乌鲁木齐

资料来源：银保监会官网，证监会官网，国务院官网，财政部官网，税务总局官网，人社部官网，华宝证券研究创新部

## 2. 各类养老金融产品特色与发展状况

为进一步促进养老第三支柱的发展，在政策的支持下，近年来银行及其理财子、保险公司、公募基金躬身入局养老金融产品市场，而个人养老金制度的出台，也将为资本市场带来巨大的增量资金，个人养老金主要可以投资四类金融产品，分别为银行提供的养老储蓄存款产品、银行理财子提供的养老理财产品、保险公司提供的商业养老保险产品和公募基金提供的养老目标基金，四类产品各有所侧重，能够涵盖不同需求的民众。目前，四类养老金融产品相关细则已全部出台，养老第三支柱制度的建设迈入了一个全新的阶段。

表 200 养老金融产品对比

	商业养老保险产品	养老理财产品	养老目标基金	养老储蓄存款产品
政策文件	2018/04, 《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》 2021/05, 《关于开展专属商业养老保险试点的通知》 2022/02, 《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	2021/09, 《关于开展养老理财产品试点的通知》 2022/02, 《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	2018/02, 《养老目标证券投资基金指引（试行）》	2022/07, 《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》
开始时间	2018/05/01, 2021/06/01	2021/09/15	2018/02/11	2022/11/20
试点期限	一年	一年	/	一年
试点范围	2018/05/01 起，在上海、福建（含厦门）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点 2021/06/01 起，中国人寿、人保寿险、太平人寿、太保寿险、泰康人寿、新华人寿在浙江（含宁波）和重庆开展专属商业养老保险试点 2022/03/01 起，试点扩大到全国范围，新增 10 家养老保险公司（平安养老、大家养老、恒安标准养老、国民养老等）	2021/09/15 起，在四地四机构开展养老理财试点，即工银理财在武汉和成都、建信理财和招银理财在深圳、光大理财在青岛 2022/01, 贝莱德建信理财被批准参与养老理财试点 2022/03/01 起，范围扩展为十地十机构，即新增北京、沈阳、长春、上海、广州、重庆六地，新增交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、兴	基金管理人：成立满 2 年；近 3 年平均公募基金管理规模（不含货基）在 200 亿元以上或管理的 FOF 业绩波动性较低、规模较大；投研团队不少于 20 人，其中养老目标基金基金经理不少于 3 人；成立以来或近 3 年无重大违法违规行为 基金经理：5 年以上证券投资、证券研究、证券投资基金研究评价或分析经验，	2022/11/20 起，工商银行、农业银行、中国银行和建设银行在合肥、广州、成都、西安和青岛开展特定养老储蓄试点

敬请参阅报告结尾处免责声明

		银理财、信银理财	至少 2 年为证券投资经验，或 5 年以上养老金或保险资金资产配置经验；历史投资业绩稳定、良好，无重大管理失当行为；近 3 年没有违法违规记录	
试点规模	/	已试点的 4 家，单家养老理财募集资金总规模上限提至 500 亿元；贝莱德建信理财和新增的 6 家理财子，单家养老理财募集资金规模上限为 100 亿元	/	单家机构规模不超过 100 亿
产品特征	收益稳健、长期锁定、终身领取、精算平衡 投保简便、交费灵活、收益稳健，满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员养老需求	创设符合长期养老需求和生命周期特点的养老理财产品	主要采用基金中基金形式 目标日期策略、目标风险策略 优惠的基金费率 封闭运作期或投资人最短持有期限不短于 1 年	整存整取、零存整取、整存零取 5 年、10 年、15 年、20 年 产品利率略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率

资料来源：银保监会官网，证监会官网，华宝证券研究创新部

## 2.1. 商业养老保险产品

商业养老保险产品是以养老风险保障、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，最早起步于 2018 年 5 月 1 日，个人税收递延型养老保险为重中之重，是我国运用税收优惠手段建立的，允许在一定标准内税前扣除通过个人商业养老资金账户购买的商业养老保险的支出，且对计入个人商业养老资金账户的投资收益暂不征收个人所得税，在个人领取商业养老金时再征收个人所得税（领取的商业养老金的 25% 予以免除个人所得税，剩余的 75% 按照 10% 的税率计算缴纳个人所得税，实际个人所得税税率为 7.5%）。目前具有个人税延养老保险产品经营资格的保险公司共计 23 家，截至 2021 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。

但是自试点以来，个人税收递延型养老保险的发展整体不及预期，试点范围始终没有拓宽，规模也迟迟不能显著上升（目前大约为 6 亿元），可能主要是因为税收优惠的实际吸引力并不高，尤其是对于本身就处于个人所得税税率第一梯度（3%）的人群来说，当购买个人税延养老保险产品之后，在领取期其税率反而上升到了 7.5%，而对于处于第二梯度（10%）的人群来说，每月的税收优惠最多为 75 元，税收优惠力度并不大，叠加购买该类产品的手续较为繁琐的原因，个人税收递延型养老保险发展陷入困境。

在此背景下，专属商业养老保险试点应运而生。专属商业养老保险更具专属和普惠的特性，旨在满足新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的长期养老需求，具有投保简便、交费灵活、收益稳健等特点。在 2022 年 2 月，专属养老保险试点地区范围扩大至全国，参与机构也新增了养老保险机构。截至试点扩容前（即 2022 年 2 月底），试点机构累计承保专属商业养老保险保单 7.18 万件，累计保费 4.72 亿元。待试点扩容之后，参保人数和保费均出现了明显的上行，截至 2022 年 6 月底，试点机构累计承保商业养老保险保单 19.6 万件，累计保费 22.1 亿元，其中快递员等养老需求缺乏保障人群的投保人数也得到了显著提升。

表 201 个人税收递延型养老保险 VS 专属商业养老保险

	个人税收递延型养老保险			专属商业养老保险
	A 类	B 类	C 类	
积累期	收益率确定 提供确定收益率 每月结算	收益率保底 保底+额外收益 B1 类-每月结算 B2 类-每季度结算	收益率浮动 按照实际投资情况 至少每周结算	保证利率+浮动利率 不同投资组合的保证利率可不同, 但一经确定, 不得调整
领取期	达到国家规定退休年龄后才可领取 长期领取 (领取期限不少于 15 年) 终身领取			60 周岁及以上才可领取 定期领取 (领取期限不短于 10 年) 终身领取
交费方式	月交/年交			灵活交费 月付/年交等, 部分最低可每月支付 100 元、200 元
费用收取	初始费 (A、B 类不超过 2%, C 类不超过 1%) 资产管理费 (只有 C 类可收取, 不超过 1%) 产品转换费 (内部转换, 不高于 0.5%; 跨公司转换, 前三个 年度的依次不超过 3%、2%、1%, 第四个年度起不再收 取)			可收取初始费用, 但多家公司实行零初始费用
管理模式	账户式管理 账户内提供多种产品选择			账户式管理 稳健型 (保证利率 2%-3%)、进取型 (保证利率 0- 1%) 有效期内两种账户可进行转换
保险责任	养老年金给付责任、身故保障责任、全残保障责任			年金领取责任、身故责任 鼓励提供重疾、护理、意外等其他保险责任

资料来源: 银保监会官网, 华宝证券研究创新部

## 2.2. 养老理财产品

相较于其他银行理财类产品, 养老理财产品具有明显的稳健性、长期性、普惠性等特点, 自试点以来, 养老理财产品便备受追捧, 上调募集规模、提前完成募集的情况时有发生, 例如农银理财的首只养老理财产品——农银顺心·灵珑 2022 年第 1 期固定收益类养老理财产品于 2022 年 8 月 30 日提前完成募集, 募集金额达 80 亿元, 中银理财的首只养老理财产品——“福”固收增强 (封闭式) 养老理财产品 2022 年 01 期发行首日的募集金额就突破了 20 亿元。

截至 2022 年 9 月底, 9 家理财子公司合计发行 48 只养老理财产品, 参与人数超 23 万, 累计募集规模超 900 亿元。目前发行的养老理财产品主要以中低风险的封闭式固收类产品为主; 委托期大多为 5 年及以上; 业绩基准大多为 5%-8%; 多数产品为了充分让利投资者, 收费相对较低 (仅收取 0.1%/年管理费和 0.01%/托管费, 不收取认购费和销售服务费); 对于个人投资者来说, 投资门槛较低, 大多产品 1 元起投。此外, 养老理财产品还设置了风险保障机制来增强抵御风险的能力, 主要可以分为平滑基金、风险准备金和充分计提减值准备。

表 202 第一批发行的养老理财产品

产品名称	运作模式	投资类型	风险等级	委托期 (天)	业绩基准	产品起始日	发行人	个人认购起点金额 (元)
颐养阳光养老理财产品橙 2026 第 1 期	封闭式净值型	混合	二级 (中低)	1826	5.8%-5.8%	2021.12.15	光大理财	1.00
安享固收类封闭式养老理财产品 2021 年第 1 期	封闭式净值型	固定收益	二级 (中低)	1825	5.8%-8%	2021.12.16	建信理财	1.00
招睿颐养睿远稳健五年封闭 1 号固定收益类养老理	封闭式净值型	固定收益	二级 (中低)	1826	5.8%-8%	2021.12.16	招银理财	1.00

敬请参阅报告结尾处免责声明

财产品								
颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品	封闭式净值型	固定收益	三级(中)	1827	5%-7%	2021.12.23	工银理财	1.00

资料来源：同花顺，中国理财网，华宝证券研究创新部

注：固定收益类是指投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于 80%，权益类投资于权益类资产的比例不低于 80%，商品及金融衍生品类投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%，除此之外均为混合类

## 2.3.养老目标基金

与一般的 FOF 相比，养老目标基金（养老 FOF）以追求养老资产的长期稳健增值为目的，合理控制投资组合波动风险。此外，为了突出其养老属性，鼓励持有人长期持有，养老目标基金通过定期开放、设置投资人最短持有期限的方法来使得持有期限不得少于一年，这在一定程度上也更利于基金经理的操作，为投资者获得长期稳健的收益提供了保障。2022 年 4 月出台的个人养老金制度为资本市场带来了巨大的发展机会，养老 FOF 首当其冲将会享受个人养老金入市的利好，给公募基金行业的转型升级、财富管理业务的发展（尤其是投顾）提供了强有力的支持。

近年来，越来越多公司加快布局养老 FOF 市场，截至 2022 年 9 月 30 日，市场上共有 204 只养老 FOF 产品，最新规模达 1080.97 亿元。2022 年 11 月 4 日，个人养老金可投的养老 FOF 产品进一步扩容，纳入条件调整为最近 4 个季度末规模不低于 5000 万元或者上一季度末规模不低于 2 亿元。11 月 18 日，证监会发布了首批个人养老金可投的公募基金产品及销售机构名单，共计 40 家基金管理人的 129 只养老目标基金（50 只目标日期型养老 FOF，79 只目标风险型养老 FOF）和 37 家基金销售机构。

《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》中明确规定个人养老金基金应当针对个人养老金投资基金业务设立单独的份额，该类份额不得收取销售服务费，可以豁免申购限制和申购费等销售费用，并对管理费和托管费实施一定的费率优惠。基于此，基金 Y 份额应运而生，投资者可以通过个人养老金账户对其进行购买申购，普遍来看，该类产品的管理费和托管费实行 5 折的优惠费率。目前共有 129 只 Y 份额养老目标基金，其中，华夏基金获批的 Y 份额基金最多，高达 9 只，其次就是汇添富基金和南方基金，均有 8 只产品获批。

## 2.4.养老储蓄存款产品

为了进一步满足居民多样化的养老需求，养老储蓄存款产品试点正式开启，这是目前试点起步最晚的养老金融产品，旨在满足低风险偏好居民的养老需求，具有产品期限长、收益稳定、本息有保障的特点。养老储蓄存款产品主要可以分为整存整取、零存整取、整存零取三种类型。一般的储蓄存款产品的最长期限为 5 年，养老储蓄存款与其相比，期限更长，主要可以分为 5 年、10 年、15 年和 20 年。此外，除了本金有保障以外，养老储蓄存款产品的利率还略高于大型银行五年期定期存款的挂牌利率。养老储蓄存款其实就是一种特殊的存款产品，不仅保留了普通存款产品的安全性特点，还有着收益较高的额外属性，因此可能对追求固定收益、习惯储蓄存款的老年人群的吸引力更大。

总体来看，银行及其理财子、保险机构、公募基金发行的养老金融产品均具有独特的竞争力，体现了不同类型机构参与养老第三支柱建设的特色：

银行客户资源丰富、网点覆盖面广，相关的理财产品大多以稳字当头、突出其安全性，养老理财产品和养老储蓄存款也不例外，其中养老储蓄存款更能满足低风险偏好人群的长期养老需求，尤其是老年人群，而养老理财产能够覆盖相对来说较高风险偏好的人群；

保险机构的资金管理能力较为突出，在寿险、健康险等领域经验丰富，更了解居民的养老需求，基于此发行的个人税延型养老保险和专属商业养老保险给居民提供了详细完整的养老金领取方案，一定程度上讲更具养老保障功能，且专属商业养老保险还更能满足新产业新业态从业人员和灵活就业人员的长期养老需求；

公募基金的主动权益投资能力较强，有专业的投研团队作为后盾，独特的目标风险策略和目标日期策略能支撑养老目标基金获取长期稳健收益，此外，与其他的养老金融产品相比，养老目标基金明显拥有更高的收益弹性。

在个人养老金制度出台以前，各类养老金融产品独自发展，给投资者带来了一定的投资障碍。个人养老金制度的出台打破了各类养老金融产品分离的局面，通过个人养老金账户将它们联结起来。对于投资者而言，有助于他们打破投资壁垒，更好地满足其多元化的养老需求；对于参与的金融机构而言，一方面将带来增量资金助力其发展壮大，另一方面也将带来巨大的挑战，竞争压力倍增，发挥自身的优势、看准时机强势入场方为破局之道；对于整个养老市场而言，养老第三支柱得以发展，多层次、多支柱的养老保障体系得以健全。

近年来公募市场迅速发展扩容，吸引了越来越多投资者参与，个人养老金制度的出台无疑又是一大利好。作为投资者，在众多的养老金融产品中，养老目标基金具有独特的优势，是个人主动参与养老的一个优质选择，但养老目标基金产品众多，如何根据自己的风险收益特征选取适合自己的产品是投资者目前遇到的困境。

养老目标基金作为公募 FOF 重要的一类产品，要想对其进行分析，那么毫无疑问要先对公募 FOF 市场进行分析，因此将在接下来的章节将对公募 FOF 市场进行详细的梳理，包括其发展现状、分类等，以期提高投资者对养老目标基金的了解程度。

### 3.公募 FOF：养老金融产品的重要布局

#### 3.1.发展历程

2016 年 9 月 11 日，在此前发布的征求意见稿的基础上，证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》，FOF 正式进入大众视野，旨在鼓励投资者长期持有，规避错误择时操作带来的损失，随后又发布了一系列政策从基金经理注册登记、审核、估值等方面来规范 FOF 产品的运作。2017 年 9 月 8 日，南方基金、华夏基金、泰达宏利基金、建信基金、海富通基金、嘉实基金的首批 6 只公募 FOF 基金顺利获批，公募 FOF 元年开启。

2018 年，为了进一步支持国内养老第三支柱的建设，全新的公募基金产品问世——养老目标证券投资基金，证监会在《养老目标证券投资基金指引（试行）》中明确提出：养老目标基金应当采用 FOF 形式或证监会认可的其他形式来进行运作，养老 FOF 正式成为养老目标基金的代名词。华夏养老 2040 三年持有混合(FOF)作为全市场首只获批的养老 FOF，于 2018 年 9 月 12 日正式成立。

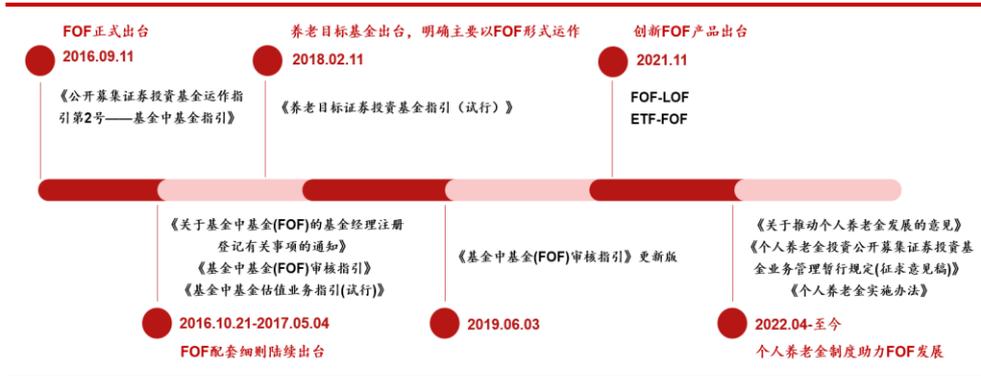
由于 FOF 具有封闭期、在封闭期内难以进行申赎的局限，而 LOF 既可以在交易所交易，也可以在基金公司、银行等平台申赎，同时满足场内和场外交易两种方式。考虑到投资者的流动性需求，2021 年 11 月，首批 4 只创新产品 FOF-LOF 上市，为投资者提供了一个良好的变现渠道。作为两者结合的创新产品 FOF-LOF，克服了 FOF 封闭期流动性问题，在产品封闭期内，FOF-LOF 产品可以在交易所内卖出，提高了 FOF 产品的流动性。

同年，在 FOF-LOF 的基础上，又一创新产品 ETF-FOF 出世。ETF-FOF 是指投资于股票 ETF 占基金资产的比例不低于 80%的 FOF 产品，且仍以 LOF 模式在场内上市交易，以行业轮动策略和“核心底仓+卫星轮动”策略为主要策略。由于 ETF 覆盖丰富的各类指数，而 FOF 又有着资产配置需

求，因此投资 ETF 可为 FOF 提供优质的底层配置工具。此外，FOF 是 T+1 日估值，而 ETF-FOF 可以实现 T 日估值，主要是通过 ETF 当日收盘价来进行的，因而投资 ETF 能显著提高 FOF 的估值效率，提高资金利用效率。首批两只 ETF-FOF 产品于 2021 年 11 月发行，由富国基金和工银瑞信基金管理。

2022 年以来，随着公募基金的蓬勃发展，越来越多的公司下场对公募 FOF 进行了布局，丰富的公募 FOF 产品为投资者带来了更多的选择，而个人养老金制度的出台，将为公募 FOF 市场注入长期稳定的增量资金，尤其是首先纳入个人养老金投资的养老 FOF 将迎来发展。

图 287 FOF 发展历程



资料来源：证监会官网，银保监会官网，基金业协会官网，华宝证券研究创新部

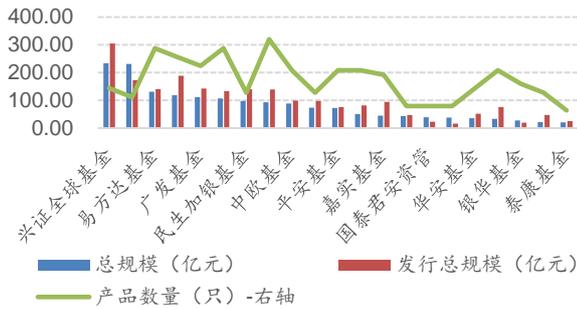
### 3.2. 市场现状

截至 2022/12/31，市场上共有 378 只公募 FOF 产品（仅统计 A 份额，包含了 14 只 FOF-LOF 产品），总规模达 1926.98 亿元。

从基金管理人角度来看，全市场共有 79 家 FOF 产品管理人，管理总规模超百亿的公司有 6 家，其中兴证全球基金的管理规模最大，旗下 9 只产品的总规模为 233.75 亿元，其次就是交银施罗德基金和易方达基金，管理规模分别为 231.67 亿元和 131.33 亿元。华夏基金、易方达基金、南方基金、汇添富基金产品线较丰富，管理的 FOF 产品数量超过 15 只，其中华夏基金最多，共管理了 20 只产品，总规模达 93.22 亿元。此外，在现存规模排名超 20 亿的基金管理人中，仅仅只有 4 家基金管理人实现了规模的提升，其中交银施罗德基金规模提升幅度最大，提升了 59.37 亿元。

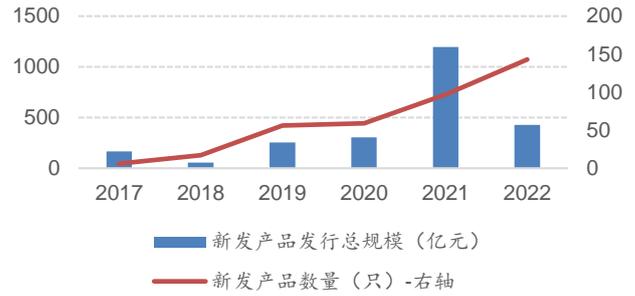
从新发基金角度来看，2017-2022 年新发公募 FOF 的数量呈现上升的态势，而发行规模在 2021 年达到顶峰后急转直下，由 1194.86 亿元下滑至 426.96 亿元。在 2016 年 9 月公布《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》之后，第一批公募 FOF 产品于 2017 年 9 月获批，公募 FOF 市场正式开局，至今已发展近五年。2022 全年已新发基金 143 只，发行规模达 426.96 亿元，其中发行规模超 10 亿元的新发公募 FOF 基金有 6 只，但仅有 1 只（广发安裕稳健养老目标一年持有混合(FOF)A）的现存规模较发行规模有所小幅上升。

图 288 公募 FOF 产品规模超二十亿的公司



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部  
注：时间截止 2022/12/31

图 289 2017-2022 年新发公募 FOF 基金数量及发行总



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部  
注：时间截至 2022/12/31

## 4.公募 FOF 如何科学分类？

2016 年 6 月发布的《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》从投资范围、投资限制、费率等角度对 FOF 进行了较为全面的阐述，而 2019 年 6 月发布的《基金中基金(FOF)审核指引》新版扩充了公募 FOF 的投资范围，新增了货基的投资比例限制，并从基金投资标的及投资方向的角度明确了 FOF 的分类。

2018 年 2 月发布的《养老目标证券投资基金指引（试行）》规定目前的养老目标基金主要以 FOF 形式运作，但在 FOF 的基础上对子基金、基金管理人、投资比例等进行了严格的限制，还设置了较为优惠的费率来鼓励投资者长期持有，以此来保障养老目标基金的养老属性。

具体来看，与普通 FOF 相比，养老 FOF 中最特殊的就是对封闭运作期（投资人最短持有期）的限制。一般来说，普通 FOF 并没有明确的封闭期要求，但出于避免频繁交易对基金造成不利影响的考虑，大部分 FOF 有 3 个月至 1 年的最短持有期，而养老 FOF 的最短持有期为 1 年。此外，养老 FOF 还通过权益资产的配置比例来限制最短持有期，当权益资产配置比例低于 30%，其最短持有期不得低于 1 年；当权益资产配置比例介于 30%-60%，其最短持有期不得低于 3 年；当权益资产配置比例介于 60%-80%，其最短持有期不得低于 5 年。而普通 FOF 对权益资产配置比例并没有具体要求。

正是因为养老 FOF 和普通 FOF 存在着一定的差异，因此最好将两者分开来进行具体的分析。在接下来的小节，就将对养老 FOF 和普通 FOF 的分类方法进行梳理，并在已有分类方法的基础上重新进行划分。

表 203 FOF 和养老 FOF 对比

	FOF	养老目标基金
定义	80%以上投资于公募基金	追求养老资产的长期稳健增值、鼓励投资人长期持有、资产配置策略成熟、合理控制波动的公募基金，以 FOF 形式运作
限制要求	投资组合 持有单只基金的市值不得高于资产净值的 20%，不持有其他 FOF，ETF 联接基金持有目标 ETF 的市值不得低于资产净值的 90% 同一管理人的全部 FOF 持有的单只基金不得超过被投资基金净资产的 20% 投资货基的比例不得超过基金资产的 15% 可以投资 QDII 基金、香港互认基金，不能投资分级基金、股指期货、国债期货、股票期权和具有复杂、衍生品性质的基金	封闭运作期或投资人最短持有期限不短于 1 年 定期开放的封闭运作期或投资人最短持有期限不短于 1 年、3 年或 5 年的，投资于股票、股票型基金、混合型基金和商品基金（含商品期货基金和黄金 ETF）等品种的比例不超过 30%、60%、80%
	子基金	运作期限不少于 2 年，近 2 年平均季末净资产不低于 2 亿元（指数基金、ETF 和商品基金等的运作期限不少于 1 年，最近季末净资产不低于 1 亿元）；子基金的管理人及基金经理近 2 年没有重大违法违规行为

敬请参阅报告结尾处免责声明

管理人	至少 3 名以上专职从事投资或者研究的人员	成立满 2 年；近 3 年平均公募基金管理规模（不含货基）在 200 亿元以上或管理的 FOF 业绩波动低、规模较大；投研团队不少于 20 人，符合养老目标基金的基金经理条件的不少于 3 人；成立以来或近 3 年没有重大违法违规行为
基金经理	除 ETF 联接基金外，FOF 基金经理不得同时兼任其他基金的基金经理	5 年以上证券投资、证券研究分析、基金研究评价或分析经验，至少 2 年为证券投资经验，或 5 年以上养老金或保险资金资产配置经验；无重大管理失当行为；近 3 年没有违法违规记录
分类	根据投资标的分类： 股票型：80%以上投资于股票型基金份额 债券型：80%以上投资于债券型基金份额 货币型：80%以上投资于货基，剩余资产投资范围和要求与货基一致 混合型：投资于股票型、债券型、货基及其他基金份额，且不符合股票型 FOF、债券型 FOF、货币型 FOF 相关要求的 其他型：80%以上投资于其他类型的基金	根据策略分类： 目标日期策略：应当随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，增加非权益类资产的配置比例 目标风险策略：根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率），并采取有效措施控制基金组合风险
费率	无优惠	有优惠

资料来源：《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》，《基金中基金(FOF)审核指引》更新版，《养老目标证券投资基金指引（试行）》，华宝证券研究创新部

## 4.1. 养老 FOF 分类

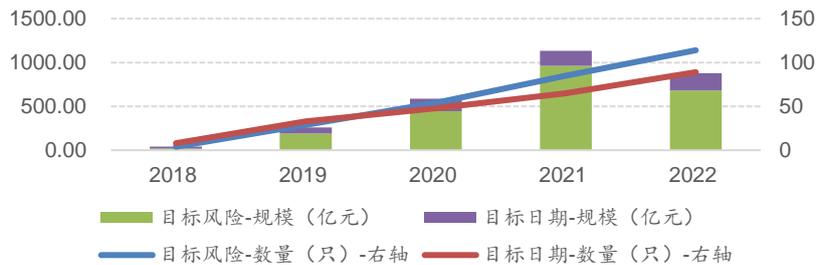
养老 FOF 可以根据投资策略的不同，分为目标日期型和目标风险型，这是基于《养老目标证券投资基金指引（试行）》进行的最为简单的分类。

目标日期策略会随着投资者生命周期的延续和投资目标日期的临近，逐渐降低权益类资产的比例，主要是根据投资者不同年龄阶段的风险偏好及资金情况等，模拟出可以覆盖其整个生命周期的权益类资产的下滑路径。在下滑路径的基础上，进行风险预算，控制基金相对回撤。值得注意的是，当到达目标日期后，目标日期型的养老 FOF 将会转化为普通 FOF，也不再具有最短持有期为 1 年的限制。

目标风险策略会根据特定的风险偏好设定权益类资产的基准配置比例或使用广泛认可的方法界定组合风险，在招募说明书中，前者一般会明确其投资于权益类资产的战略配置比例和上下战术调整幅度，后者一般会明确主要是用的控制风险策略和投资策略，例如利用 VaR 和风险预算模型来控制整体波动率、宏观分析、Black-Litterman 模型等。虽然目前只要求在招募说明书中披露目标风险型养老 FOF 的风险等级，但是普遍来看，风险等级还在基金名称中得以体现，主要可以分为平衡/均衡型、稳健型、积极型。

截至 2022 年底，市场上共有 89 只目标日期型养老 FOF 和 114 只目标风险型养老 FOF，其总规模分别为 197.13 亿元和 681.87 亿元，尽管两者数量相当，但在规模上目标风险型养老 FOF 占据主要地位。从 2018 年第一批养老 FOF 发行至今，养老 FOF 的数量整体呈现上升态势，规模则呈现先增后降的趋势，其中，在 2018-2021 年主导规模上升的主要是目标风险型养老 FOF，而在 2022 年，主导规模下降的也是目标风险型养老 FOF，目标日期型 FOF 反而出现了 26.07 亿元的规模增量。

图 290 2018-2022 年养老 FOF 规模及数量

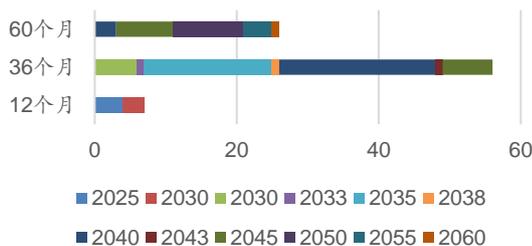


资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

就目标日期来看，目前养老 FOF 的目标日期集中在 2030-2050 之间，目标日期较近和较远的产品数量相对较少、规模也较小，可能是因为退休日期在 2050 年之后的人群目前还较年轻，会偏向于选择最短持有期更短的基金产品，考虑到市场需求较弱，因此基金公司在这块的布局较少，而退休日期在 2030 之前的人群现在已经临近退休，可能会偏向于选择更为稳健的收益方式，养老 FOF 尽管具有养老属性，但是并不能保证收益。就目标风险来看，稳健类养老 FOF 占据主要地位，这可能是出于养老 FOF 追求养老资产长期稳健增值目标的考虑。

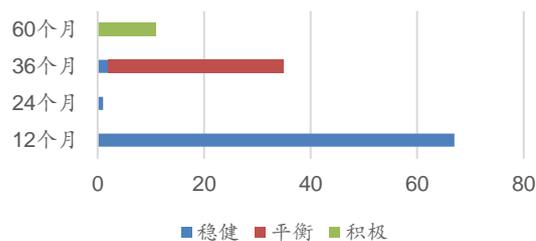
就最短持有期来看，养老 FOF 的最短持有期大多为 12 个月、36 个月和 60 个月，其中只有东方红颐 and 稳健养老两年(FOF) (009174.OF) 的最短持有期为 24 个月，这与《养老目标证券投资基金指引（试行）》中的限制要求也是较为吻合的。具体来看，目标日期型养老 FOF 的最短持有期大多在 36 个月，其次就是 60 个月，最短持有期为 12 个月的基金仅有 7 只。与目标日期对应来看，最短持有期为 36 个月的基金的目标日期大多为 2035 和 2040，最短持有期为 12 个月的基金的目标日期仅仅只有 2025 和 2030。综合来看，目标日期距离现在越长的基金，其最短持有期的时间越久。而目标风险型养老 FOF 的最短持有期分布情况与目标日期型养老 FOF 的情况相反，最短持有期为 12 个月的基金数量占比达 58.77%，其次就是最短持有期为 36 个月。与风险等级对应来看，最短持有期为 12 个月的均为稳健类养老 FOF，而最短持有期为 60 个月的均为积极类养老 FOF，最短持有期为 36 个月的大多为平衡类养老 FOF。因此，在目标风险型养老 FOF 中，风险等级越高，其最短持有期一般较长。

图 291 目标日期型养老 FOF 的最短持有期分布



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

图 292 目标风险型养老 FOF 的最短持有期分布



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

就业绩表现来看，从 2019 年-2021 年，目标日期型养老 FOF 整体收益表现优于目标风险型养老 FOF，同时最大回撤也大于目标风险型养老 FOF，总体来看目标日期产品的风险水平要高于目标风险产品。而在 2022 年底债市大幅跳水、权益市场全年整体表现不佳的行情下，目标风险型养老 FOF 表现更佳，主要是源于其强有力的风险控制措施。但是这也和同类型策略中激进型、平衡型与稳健型产品的占比有关，因此在做产品分析时，还需要进一步细分。

表 204 分策略养老 FOF 收益及最大回撤表现

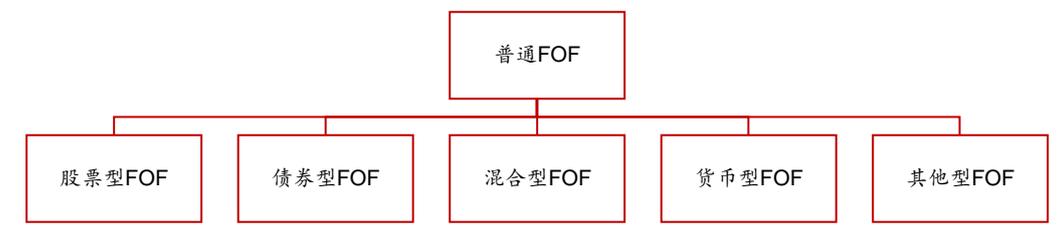
		2019	2020	2021	2022
目标日期	平均收益	13.58%	31.06%	4.88%	-13.52%
	平均最大回撤	2.91%	8.68%	9.15%	13.56%
目标风险	平均收益	7.80%	15.49%	4.86%	-6.76%
	平均最大回撤	1.29%	3.81%	4.31%	7.53%
养老 FOF	平均收益	11.93%	24.10%	4.87%	-9.69%
	平均最大回撤	2.21%	6.25%	6.53%	0.20%
中证 FOF 基金指数	收益	14.74%	20.67%	4.84%	-7.27%
	最大回撤	5.09%	6.69%	6.47%	9.35%
中证 800	收益	33.71%	25.79%	-0.76%	-21.32%
	最大回撤	14.96%	15.52%	14.18%	26.78%
中债综合财富指数	收益	4.59%	2.98%	5.09%	3.30%
	最大回撤	0.72%	2.43%	0.36%	1.03%

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

## 4.2. 普通 FOF 分类

根据 2019 年 6 月发布的《基金中基金(FOF)审核指引》更新版，根据投资标的及投资方向的不同，可以将普通 FOF 分为五类：股票型 FOF 将 80%以上基金资产投资于股票型基金，包括股票指数；债券型 FOF 将 80%以上基金资产投资于债券型基金，包括债券指数基金；货币型 FOF 将 80%以上基金资产投资于货基，且剩余资产投资范围和要求与货基一致；混合型 FOF 主要投资于股票型、债券型、货基及其他基金，但投资比例不符合上述三类 FOF 的要求；其他型 FOF 将 80%以上基金资产投资于其他类型的基金，就例如商品期货 FOF，就是将 80%以上基金资产投资于商品期货基金。

图 293 普通 FOF 分类



资料来源：同花顺，《基金中基金(FOF)审核指引》更新版，华宝证券研究创新部

截至 2022 年底，公募市场上共有 175 只普通 FOF，总规模达 1047.99 亿元，涵盖了股票型、债券型和混合型三类，目前暂时没有货币型和其他型的公募 FOF 产品。具体来看，混合型 FOF 在数量和规模上均占据绝对优势，共有 156 只产品，规模达 991.80 亿元，其次就是债券型 FOF，11 只产品的规模达 41.18 亿元。

就业绩表现来看，由于股票型 FOF 和债券型 FOF 大多于 2021 年成立，因此在 2021 年前，普通 FOF 产品多为混合型 FOF，普通 FOF 的业绩表现和混合型 FOF 相吻合。2020-2021 年，混合型 FOF 明显跑赢中证 FOF 基金指数，且最大回撤也较小。2022 年，受到海内外扰动因素影响，权益市场剧烈震荡，股票型 FOF 因为其较高的权益仓位，明显走弱，但仍跑赢中证 800 指数，足以证明 FOF 的分散风险能力。

表 205 分类普通 FOF 收益及最大回撤表现

		2019	2020	2021	2022
股票型 FOF	平均收益	/	/	1.61%	-17.93%
	平均最大回撤	/	/	2.61%	16.02%
债券型 FOF	平均收益	/	/	/	-0.74%
	平均最大回撤	/	/	/	1.45%
混合型 FOF	平均收益	13.50%	25.80%	5.47%	-12.09%
	平均最大回撤	4.31%	6.37%	5.75%	10.57%
普通 FOF	平均收益	13.50%	25.80%	5.40%	-12.17%
	平均最大回撤	4.31%	6.37%	5.51%	10.25%
中证 FOF 基金指数	收益	14.74%	20.67%	4.84%	-7.27%
	最大回撤	5.09%	6.69%	6.47%	9.35%
中证 800	收益	33.71%	25.79%	-0.76%	-21.32%
	最大回撤	14.96%	15.52%	14.18%	26.78%
中债综合财富指数	收益	4.59%	2.98%	5.09%	3.30%
	最大回撤	0.72%	2.43%	0.36%	1.03%

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

### 4.3.FOF 产品综合分类

根据上面两节的介绍，公募 FOF 首先可以分为养老 FOF 和普通 FOF，养老 FOF 根据策略可以细分为目标日期型和目标风险型，普通 FOF 根据投资标的可以分为股票型、债券型、混合型、货币型和其他型，目前公募 FOF 市场上暂时没有货币型和其他型 FOF 产品。当需要进行公募 FOF 产品筛选时，这样较为繁琐的分类方式就会给后续的筛选工作带来一定的麻烦，比如对于养老 FOF，同样的目标日期策略产品也是不可对比的，还需要再细分为积极型、平衡型和稳健型产品。那么在本节就将介绍一个统一的分类方法，以期为后续的筛选提供便利。由于养老 FOF 和普通 FOF 均存在一定的权益中枢，因此可以考虑通过权益中枢来对其进行划分，以下就将验证其可行性。

对于普通 FOF 来说，权益中枢划分方法是可行的，而且目前已经成为了比较主流的方法，例如 Wind 就将混合型 FOF 划分为偏股型、偏债型和平衡型，尽管表面上看是根据投资标的来划分的，但实际上就是权益中枢划分的表现。在华宝证券的投研平台上也运用了权益中枢划分法，将权益中枢处于 0-30% 的划分为偏债型 FOF，处于 30%-60% 的划分为平衡型，处于 60% 以上的划分为偏股型。

对于养老 FOF 来说，《养老目标证券投资基金指引（试行）》中已经对最短持有期和权益资产的配置比例做出了严格的限制，并通过权益资产的配置比例来限制最短持有期，这就说明最短持有期和 risk 等级在一定程度上是相对应的，而 risk 等级可以通过权益中枢表现出来，因此可以初步判断权益中枢分类法在养老 FOF 中是可行的。但是需要注意的是，政策文件中只是限制了最短持有期的下限，简单来说，若是某只养老 FOF 产品的权益资产的配置比例为 28%，那么该产品的最短持有期为 1 年，但若是最短持有期设定为 3 年、5 年也是完全满足要求的，因此最短持有期与 risk 等级是否可以一一对应需要进一步的验证。

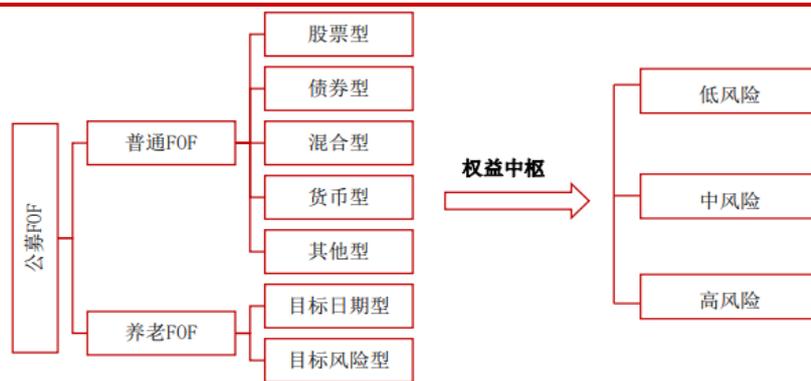
根据前文对养老 FOF 市场的梳理，将养老 FOF 产品的最短持有期分为 1 年、3 年和 5 年，与之对应的代表 risk 等级的权益中枢分为 0-30%、30%-60% 和 60% 以上三个区间。考虑到计算权益中枢需要基金中报和年报的全部持仓数据，因此在接下来的权益中枢测算以及后续的筛选中，2022 年 3 月 31 日之后成立的 FOF 基金将不纳入考虑范围。一般来说，基金成立之后会经历一个逐步建仓的过程，持续时间不会超过 3 个月，因此我们选择将根据每期全部持仓数据计算的每期权益中枢进行平均，时间区间是基金成立以来至 2022 年中报，平均之后的权益中枢就是我们将要用来分类的依据。

敬请参阅报告结尾处免责声明

根据测算，最短持有期和风险等级基本是完全匹配的，只有几只养老 FOF 基金出现了细微的偏差，对整体的结果并没有产生较大的影响，因此利用权益中枢来对养老 FOF 进行分类是切实可行的。具体来看，东方红颐和稳健养老两年(FOF)作为唯一一只封闭期为 2 年的养老 FOF，其平均权益中枢为 17.62%是处于 0-30%区间的，尽管最短持有期超过了 1 年，但是仍是满足我们设定的要求；华夏养老 2045 三年持有混合(FOF)A/C、银华尊和养老 2045 三年持有混合发起式(FOF)、博时养老目标 2035 三年持有混合发起(FOF)和银华尊和养老 2040 三年持有混合发起式(FOF)的最短持有期均为 3 年，其权益中枢比例却超过了 60%，但幅度不大，因此在一定程度上可以认为是满足要求的；中银养老目标日期 2050 五年持有混合发起(FOF)和富国鑫汇养老目标日期 2045 五年持有混合发起式(FOF)相对来说较为特殊，因为他们的权益中枢都不是很高，但是最短持有期却达到了 3 年之久，可能是因为这两只产品都是在 2022 年 3 月成立的，因此在 2022 年中报披露前可能还在调仓，所以权益中枢比例较低。

基于上述可行性分析，证实了确实可以利用权益中枢来对公募 FOF 分类，这种方法并不需要将养老 FOF 和普通 FOF 分开，对于 FOF 筛选来说更为简单便捷，使同类型产品具有可比性。根据权益中枢所在的范围区间，可以将 FOF 划分成低风险、中风险和高风险三类，对应的权益中枢区间分别为 0-30%、30%-60%和 60%以上，统一分类方法的构建也为后续的公募 FOF 产品筛选奠定了基础。

图 294 FOF 分类方法汇总



资料来源：华宝证券研究创新部

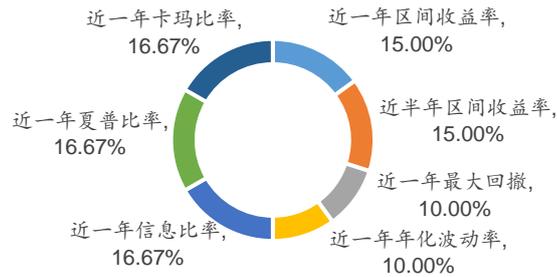
## 5.公募 FOF 的量化遴选

### 5.1.公募 FOF 的筛选

在利用权益中枢对 FOF 分类的基础上，我们对低风险、中风险和高风险的 FOF 分别进行筛选。筛选第一步就是对不同类别的 FOF 产品进行打分，综合考虑不同的时间维度以及区间收益、收益风险比、风险指标，最终选取了 7 个指标对 FOF 进行打分，每次选择打分排名前十的 FOF 产品构成一个 FOF 组合。

考虑到 FOF 产品的最短持有期问题，在构建组合时不能频繁换仓，因此本文将每个月进行一次打分，每次打分挑选出排名前十的基金等权构成组合，将该组合持有一年，并将其业绩表现与基准进行对比。由于第一批养老 FOF 于 2018 年底才成立，为了使得筛选出来的 FOF 组合中包含一定量的养老 FOF，且打分指标也需要用到过去一年的数据，因此本文将开始筛选的时点定为 2020 年 1 月，筛选结束的时间定为 2021 年 12 月，每个类别分别筛选出 24 组 FOF 组合。

图 295 公募 FOF 筛选的打分指标及其权重



资料来源：华宝证券研究创新部

关于具体操作，将于 2022 年 3 月 31 日之前成立的 A 份额 FOF 产品纳入筛选样本池，并根据权益中枢将其划分为低风险、中风险和高风险，其中低风险 FOF 有 104 只、中风险 FOF 有 92 只、高风险 FOF 有 78 只。接下来通过上述思路进行筛选和回测，其中选择了目前市场上使用较多的万得偏股混合型 FOF 指数、万得平衡混合型 FOF 指数和万得偏债混合型 FOF 指数分别作为高风险、中风险和低风险 FOF 组合的业绩比较基准。

结果表明，低风险、中风险和高风险 FOF 分别筛选出的 24 组 FOF 组合持有一年后，跑赢业绩比较基准的概率，即胜率，分别为 54.17%、54.17%和 62.50%，在一定程度上说明该筛选方法确实能将表现较为出色的 FOF 筛选出来，且筛选出的 FOF 具有一定的业绩可持续性。

此外，为了进一步论证筛选方法的有效性，将分类别筛选所得的 FOF 组合持有一年的业绩与同期存续的同类别全样本 FOF 组合的业绩进行对比，例如将 2021 年 12 月筛选所得的低风险 FOF 组合持有一年的业绩，与筛选样本池中 2021 年 12 月仍存续的全部低风险 FOF 等权组成的 FOF 组合持有一年的业绩进行对比，结果显示：低风险、中风险和高风险 FOF 组合持有一年的业绩跑赢同期同类别全样本 FOF 的概率分别达 79.17%、75.00%和 58.33%，较好地论证了该筛选方法确实能挑选出业绩具有一定可持续性的优秀 FOF 产品。

本节通过计算跑赢目前市场认可度较高的业绩比较基准的胜率和跑赢同期同类别全样本 FOF 等权构建的组的胜率，证实了上述筛选方法是切实有效的。

表 206 不同类别 FOF 的业绩比较基准

类别	业绩比较基准
高风险	万得偏股混合型 FOF 指数 (885073.WI)
中风险	万得平衡混合型 FOF 指数 (885074.WI)
低风险	万得偏债混合型 FOF 指数 (885075.WI)

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 207 分类别筛选的 FOF 组合的胜率

类别	参与筛选的基金 (只)	对比基准指数的胜率	对比同期同类别全样本的胜率
高风险	78	62.50%	58.33%
中风险	92	54.17%	75.00%
低风险	104	54.17%	79.17%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：基准指数分别为万得偏股混合型 FOF 指数、万得平衡混合型 FOF 指数和万得偏债混合型 FOF 指数

## 5.2. 养老 FOF 的筛选

在上节的量化遴选中，针对全部的公募 FOF 产品，本文选择了近一年维度的相关指标。在此基础上，若是要细分到养老 FOF 产品，一年的时间维度相对来说还是较短，因为养老 FOF 旨在鼓励

敬请参阅报告结尾处免责声明

投资者进行长期持有，而监管也明确指出对于养老 FOF，基金评价机构应当坚持长期评价原则，业绩评价期限不得短于五年。不过，由于国内首批养老 FOF 于 2018 年成立，成立时间多数不足五年，考虑到本文主要目的是研究基金的量化遴选策略方法，为兼顾回测样本数量的需求，我们将回测指标改为三年期为主。

图 296 养老 FOF 筛选的打分指标及其权重



资料来源：华宝证券研究创新部

具体操作上，选择上节筛选样本池中的养老 FOF 产品作为新的养老 FOF 筛选样本池（共计 66 只低风险养老 FOF、75 只中风险养老 FOF 和 25 只高风险养老 FOF），筛选思路与上节提出的基本一致，只是将时间维度由一年改为三年，考虑到养老 FOF 成立较晚和需要三年的收益数据进行打分，因此将筛选时点定位于 2021 年 12 月，分类别选择打分排名前五的养老 FOF 等权构成低风险、中风险和高风险组合，与业绩比较基准和同期同类别养老 FOF 全样本（2021 年 12 月存续的同类别）等权构建的组合比较持有一年的收益表现。

回测结果显示，筛选所得组合的收益表现优于业绩比较基准和同期同类别养老 FOF 全样本。具体来看，高风险组合持有一年的累计收益率为-13.03%，略高于万得偏股混合型 FOF 指数的-13.09%，显著高于同期高风险养老 FOF 全样本的-16.61%，2022 年权益市场震荡调整，高风险养老 FOF 因为较高的权益中枢毫无疑问受到了较大的波及，因此整体业绩较不理想，在此背景下，筛选组合能跑赢基准更好地印证了筛选方法的有效性；中风险组合持有一年的累计收益率为-7.31%，较有 1.37% 的超额收益，与此同时年化波动率和最大回撤也略高于基准，中风险养老 FOF 配置了相当一定比例的债基，能较好地对冲权益市场动荡带来的风险，但由于 2022 年四季度债市大幅调整，中风险养老 FOF 不可避免受到了一定的冲击，但整体表现较为稳定；低风险组合持有一年的累计收益率为-2.68%，较万得偏债混合型 FOF 指数表现较为出色，不仅如此，低风险组合的风险控制能力也更优，其年化波动率和最大回撤仅为 3.62% 和-5.21%，权益震荡下行的背景下，低风险养老 FOF 确实能提供较为理想的收益。

图 297 高风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图



资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 208 高风险 FOF 组合持有一年的绩效表现

	筛选组合	万得偏股混合型 FOF 指数	同期高风险养老 FOF 全样本
累计收益率	-13.03%	-13.09%	-16.61%
年化收益率	-11.96%	-11.98%	-16.55%
年化波动率	14.48%	13.71%	13.36%
最大回撤	-20.38%	-21.11%	-19.81%

资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

图 298 中风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图



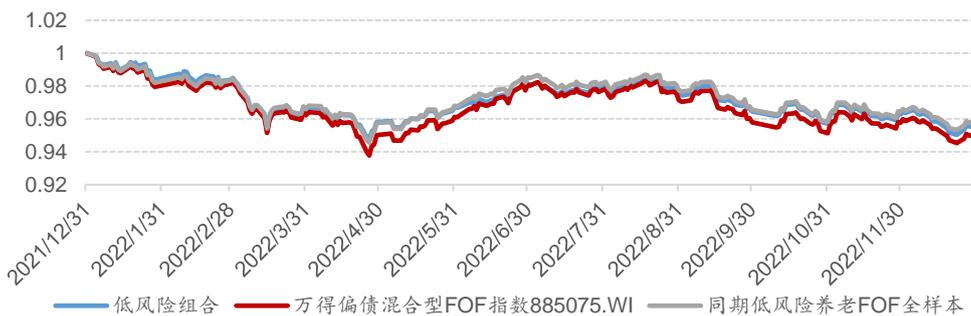
资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 209 中风险 FOF 组合持有一年的绩效表现

	筛选组合	万得平衡混合型 FOF 指数	同期中风险养老 FOF 全样本
累计收益率	-7.31%	-8.68%	-12.37%
年化收益率	-6.82%	-7.93%	-12.33%
年化波动率	10.25%	8.58%	10.19%
最大回撤	-14.91%	-13.12%	-15.28%

资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

图 299 低风险养老 FOF 组合持有一年的净值走势对比图



资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 210 低风险 FOF 组合持有一年的绩效表现

	筛选组合	万得偏债混合型 FOF 指数	同期低风险养老 FOF 全样本
累计收益率	-2.68%	-3.34%	-4.13%
年化收益率	-2.50%	-3.04%	-4.12%
年化波动率	3.62%	4.02%	3.82%
最大回撤	-5.21%	-6.23%	-5.45%

敬请参阅报告结尾处免责声明

资料来源：Wind，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

总的来说，在上节验证了筛选方法有效性的基础上，本节筛选方法聚焦到挑选表现较为优异的养老 FOF 上，回测结果表明，该方法确实能筛选出业绩具有一定可持续性的优秀的养老 FOF。回到实际，2022 年个人养老金制度出台，首批被纳入投资范畴的养老 FOF 备受瞩目，接下来，将就个人养老金可投养老 FOF 的特征进行研究分析，并结合本节量化遴选的结果优选个人养老金可投的养老 FOF 标的，以期给投资者以参考。

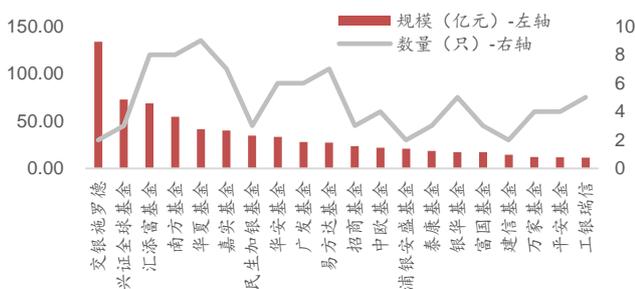
### 5.3. 根据个人养老金可投资范畴进行的基于量化遴选结果的标的精选

2022 年 11 月发布《个人养老金实施办法》，标志着个人养老金制度正式出台，个人养老金制度发展正式迈入元年。为了进一步明确个人养老金可投的养老目标基金，证监会公布了首批个人养老金可投的养老目标基金及销售机构名单，专属于个人养老金投资的 Y 份额养老目标基金也应运而生。由于目前 Y 份额养老目标基金成立时间较短，因此本节选择对个人养老金可投的养老目标基金的 A 份额研究分析。

从基金管理人角度来看，仅 2 只养老 FOF 入选的交银施罗德基金管理的总规模最大，达 133.68 亿元，其次就是兴证全球基金，入选的 3 只养老 FOF 的总规模达 72.84 亿元。此外，华夏基金入选的养老 FOF 数量最多，共计 9 只，总规模达 41.58 亿元；汇添富基金和南方基金紧随其后，分别有 8 只养老 FOF 入选，总规模分别达 68.85 亿元和 54.42 亿元。

从基金的成立年份来看，个人养老金可投的养老 FOF 中成立于 2019 年的产品最多，共计 47 只，占比高达 36.43%，成立于 2021 年的产品数量紧随其后，共计 32 只，占比达 24.81%。成立于 2022 年的产品数量相对较少，可能是因为部分养老 FOF 成立时间相对较短，难以满足规模的限制条件。尽管成立于 2018 年的产品数量也较少，仅有 11 只被纳入个人养老金可投范畴，但 2018 年是养老 FOF 发展的元年，首批成立的 A 份额的养老 FOF 仅有 12 只，因此入选的产品数量还是相当可观的。

图 300 个人养老金可投的养老目标基金（按管理人分）

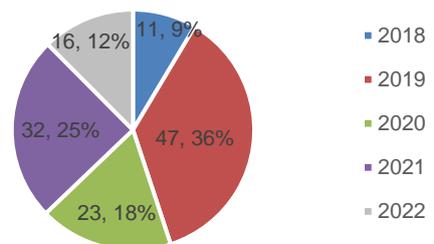


资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022/12/31，上图仅展示总规模超十亿的基金管理人

从业绩表现来看，被纳入个人养老金投资范畴的 129 只养老 FOF 成立以来年化收益率的中位数为 2.11%，均值为 1.42%，有 78 只录得正的成立以来年化收益率，占比达 60.47%。其中，成立满 3 年的 58 只养老 FOF 的近三年年化收益率中位数和均值分别为 4.71% 和 4.82%。细分权益中枢来看，高风险养老 FOF 的收益表现最佳，近三年年化收益率均值和中位数分别达 6.27% 和 6.64%，这与高风险养老 FOF 具有较高的权益仓位密不可分。

图 301 个人养老金可投的养老目标基金（按年份分类）



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

表 211 按权益中枢分类的个人养老金可投的养老目标基金的收益表现

	产品数量	近三年收益率(年化)均值	近三年收益率(年化)中位数	成立以来收益率(年化)均值	成立以来收益率(年化)中位数
高风险	11	6.27%	6.64%	5.27%	7.83%
中风险	53	5.02%	4.80%	2.48%	4.26%
低风险	56	3.76%	3.72%	0.54%	0.62%

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：129 只养老 FOF 中有 9 只成立时间较短，尚未披露半年报或年报数据，暂时没有纳入统计。其中成立满三年的共有 58 只，所以近三年年化收益率中位数为有相关收益率数据的养老 FOF 的中位数

具体到标的层面，基于上两节的量化遴选结果，叠加考虑是否被纳入到个人养老金投资范畴，精选标的下表所示。就高风险类别，张静和唐棠管理的嘉实养老 2050 混合(FOF)A (007188.OF) 和嘉实养老 2040 混合(FOF)A (006307.OF) 在同类产品中表现亮眼；就中风险类别而言，国内首批养老 FOF 的基金经理——许利明管理的两只产品均位于前列，据统计，许利明共有 4 只养老 FOF 产品被纳入个人养老金可投范畴；就低风险类别而言，有着丰富养老金产品管理经验的基金经理章鹤武管理的招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A (006861.OF) 表现较为突出。

表 212 根据个人养老金可投资范畴进行的基于量化遴选结果的标的精选

	基金代码	基金简称	基金成立日	基金经理(现任)	基金规模(亿元)
高风险	007188.OF	嘉实养老 2050 混合(FOF)A	2019/04/25	张静,唐棠	2.77
	006307.OF	嘉实养老 2040 混合(FOF)A	2019/03/06	张静,唐棠	2.51
	007059.OF	汇添富养老 2040 五年持有混合(FOF)A	2019/04/29	李彪	8.01
	007241.OF	中欧预见养老 2050 五年持有(FOF)A	2019/05/10	桑磊	3.42
中风险	006620.OF	华夏养老 2045 三年持有混合(FOF)A	2019/04/09	许利明	11.56
	006290.OF	南方养老目标日期 2035(FOF)A	2018/11/06	鲁炳良,黄俊	9.32
	006321.OF	中欧预见养老 2035 三年持有(FOF)A	2018/10/10	桑磊	12.59
	007271.OF	鹏华养老 2045 混合发起式(FOF)A	2019/04/22	孙博斐	2.73
	006289.OF	华夏养老 2040 三年持有混合(FOF)A	2018/09/13	许利明	12.61
	006295.OF	工银养老 2035A	2018/10/31	蒋华安	4.43
	006245.OF	嘉实养老 2030 混合(FOF)A	2019/08/05	张静,唐棠	2.00
	007238.OF	平安养老 2035A	2019/06/19	高莺	7.33
	006872.OF	长信颐天养老三年持有混合(FOF)A	2019/09/26	杨帆	1.46
	007660.OF	招商和悦均衡养老三年持有期混合(FOF)A	2019/12/03	章鹤武	2.66
低风险	006861.OF	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A	2019/04/26	章鹤武	29.74
	007255.OF	华宝稳健养老(FOF)A	2019/04/25	孙梦祎	2.24
	006876.OF	国投瑞银稳健养老目标一年持有混合(FOF)A	2019/03/25	周宏成	0.92
	007070.OF	博时颐泽稳健养老(FOF)A	2019/03/20	麦静	1.66
	006303.OF	中银安康稳健养老目标一年持有混合(FOF)A	2019/05/08	邢秋羽	1.18
	006880.OF	交银安享稳健养老一年 A	2019/05/30	蔡铮	124.54
	006297.OF	富国鑫旺稳健养老目标一年持有期混合(FOF)A	2018/12/13	张子炎	12.39

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022/12/31

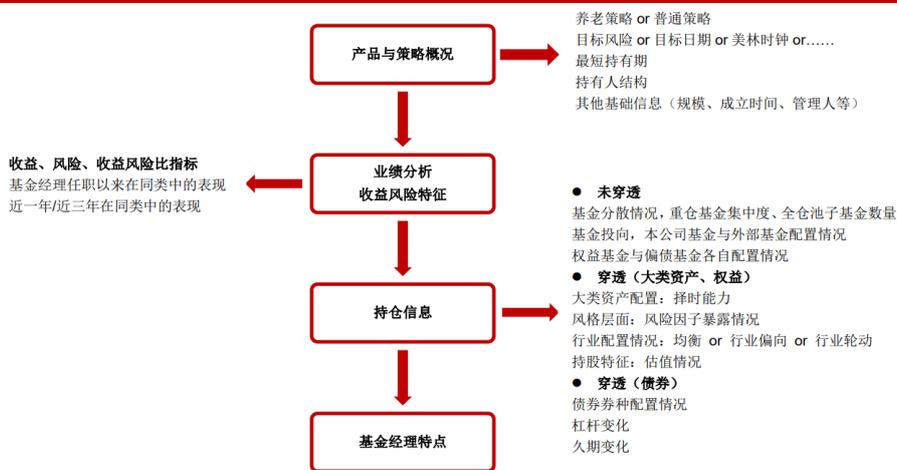
## 6. 典型 FOF 产品分析

利用上述公募 FOF 的筛选思路，综合表现优异的产品就能脱颖而出，在符合要求的可投养老产品中，我们虽然选出了一些未来业绩可能表现优异的基金，但是量化筛选与真实投资之间，仍然少不了对产品的更细致分析。为此，我们对 FOF 的研究思路进行了梳理，将其概括为下图所示的流程敬请参阅报告结尾处免责声明

图。具体来看，分析主要分为四部分，分别是产品与策略概况、业绩分析（收益风险特征）、持仓信息和基金经理特点：第一，产品与策略概况，首先需要判断该 FOF 是否为养老产品，若是养老 FOF，投资策略就为目标风险或者目标日期，若为普通 FOF，投资策略就包括了美林时钟、风险平价等，在不同市场环境下，不同策略的表现可能会略有差异。其次就是产品的基础信息，对于养老 FOF 而言，最短持有期是非常值得关注的信息，此外，持有人结构、规模变化情况等也是值得关注的，规模的剧烈变化可能会影响基金经理的操作；第二，业绩分析，主要是对 FOF 的风险收益特征进行研究，通过不同的时间维度来分析该产品在同类产品中的业绩表现，以此来对该产品的表现有清晰的认知；第三，持仓信息，以此来了解该产品的资产配置情况，主要分为未穿透和穿透两部分，以此来评估该产品的择时情况、行业偏好情况等；第四，基金经理特点，了解基金经理的投资理念和市场观点，选择好的 FOF 不光要看中产品的表现，还要观察基金经理的投资策略与执行情况。

综合参考前面两节量化遴选的结果和个人养老金可投范畴，本节选择以低风险类别的招商和悦稳健养老一年 A (006861.OF) 为例，来详细介绍一下养老 FOF 具体的分析思路。

图 302 FOF 产品分析思路



资料来源：华宝证券研究创新部

## 6.1. 产品与策略概况

章鸽武管理的招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A (006861.OF) 成立于 2019 年 4 月 26 日，属于养老 FOF，主要采用了目标风险策略，长期目标波动率设定为 5%，目前最新规模 18.38 亿元。就最短持有期来看，该基金最短持有期为 12 个月，即一旦买入，12 个月不得赎回；就持有人结构来看，持有人包括机构持有者、个人持有者和内部持有者，其中机构持有者占比和内部持有者占比是值得关注的，回顾历史，该基金的机构投资者占比和内部持有者占比均呈现先升后降的态势，于 2020 年达到峰值，目前处于历史低位。该基金以个人投资者为主，说明持有者较多，非机构定制性产品，出现意外情况规模大幅变动的可能性较低，比较稳定；就权益中枢来看，该基金的招募说明书中并未明确提及权益中枢的范围，根据穿透数据，除去建仓调整期，平均权益中枢在 20% 左右，在低风险类别产品中，其权益中枢相对较高。

表 213 产品信息

类别	产品信息
基金代码	006861.OF
基金简称	招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A
基金成立日	2019/04/26
基金管理人	招商基金

基金经理（现任）	章鹤武
任职日期	2019/04/26
最新规模（亿元）	18.38
合并规模（亿元）	29.74
最短持有期（月）	12.00
比较基准	沪深 300 指数收益率*15%+中证综合债指数收益率*85%
投资策略	目标风险，长期目标波动率为 5%
机构投资者占比	0.94%
个人投资者占比	99.06%
内部持有者占比	0.31%
投资者户数	27561
平均每户持有份额（份）	69683.82

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：除机构投资者占比、个人投资者占比、内部持有占比、投资者户数、平均每户持有份额数据来源于 2022 年中报，其余数据截止时间均为 2022/12/31；投资策略来源于产品的招募说明书

图 303 持有人结构走势图



资料来源：天天基金网，华宝证券研究创新部

## 6.2. 业绩分析

招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 成立时间比较长，业绩可以提供的信息也比较丰富。在业绩分析部分将主要从两个角度来进行：首先从同类对比来看该基金在同类产品中的表现；其次，考虑到该产品属于低风险类别，保本毫无疑问是持有人的一大诉求，结合 12 个月的最短持有期，将在任意时间持有该基金 12 个月来观察持有人的收益情况，以此来分析该基金的滚动业绩表现。

首先是同类产品的表现对比，因为该基金属于养老 FOF，因此考察时间维度选择较为适中的三年。无论是区间收益率、夏普比率，还是卡玛比率，该基金在同类产品中均位列前茅。尽管最大回撤和年化波动率的表现稍逊一筹，但仍在同类产品中处于中上游水平，而年化波动率也符合投资策略中的要求，控制在 5% 左右。

其次是滚动业绩表现，截至 2022 年 12 月 31 日，任意时点持有该基金一年，所得的收益平均值为 7.86%，其中收益为正的的概率为 94.19%，即该基金任意时间点持有一年，大概率能获得正收益。此外，年化波动率也基本保持在 5% 左右，严格控制风险。

综合来看，作为低风险类别的养老 FOF 产品，该基金确实具备较好的风险控制能力，在此基础上，收益表现也较为突出。

表 214 业绩表现——同类对比

	近三年区间收益率	近三年年化波动率	近三年最大回撤	近三年夏普比率	近三年卡玛比率
招商和悦稳健养老一年 A	18.95%	4.65%	/5.69%	0.96	1.05
同类分位数	100.00%	36.84%	57.89%	100.00%	84.21%
同类最大值	18.95%	8.35%	/3.00%	0.96	1.08
同类 25 分位	9.87%	4.44%	/8.26%	0.40	0.46
同类 50 分位	11.66%	4.81%	/6.25%	0.47	0.56
同类 75 分位	13.58%	5.56%	/4.99%	0.60	0.90
同类最小值	7.70%	2.65%	/10.71%	0.15	0.26
均值	11.98%	4.94%	/6.69%	0.49	0.64

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：同类产品为低风险的养老 FOF

表 215 业绩表现——滚动持有一年

	区间收益率	年化波动率	最大回撤
均值	7.86%	4.59%	/4.22%
最小值	/2.85%	3.53%	/5.69%
25 分位数	3.57%	3.95%	/5.69%
50 分位数	8.80%	4.70%	/4.36%
75 分位数	11.91%	5.08%	/3.02%
最大值	17.21%	5.63%	/2.38%
大于 0 占比	94.19%		

资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

注：时间截至 2022/12/31

## 6.3.持仓分析

### (1) 未穿透数据分析

根据 2022 年四季报，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 前十大重仓基金占比 68.52%，自成立以来，前十大重仓基金平均占比超过 60.00%。就基金管理人来看，重仓基金均来自于自家公司（招商基金）；就基金分类来看，作为低风险类别的养老 FOF 产品，招商和悦稳健养老一年 A 前十大重仓基金大多是中长期纯债型基金，以此来满足其风险偏好。

表 216 前十大重仓基金

基金代码	基金简称	华宝二级分类	基金管理人	占基金资产净值比例
161716.OF	招商双债增强债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	11.29%
217011.OF	招商安心收益债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	9.71%
217203.OF	招商安泰债券 B	中长期纯债型基金	招商基金	9.45%
006630.OF	招商鑫悦中短债 C	短期纯债型基金	招商基金	8.52%
003266.OF	招商招坤纯债 C	中长期纯债型基金	招商基金	7.67%
003860.OF	招商招旭纯债 C	中长期纯债型基金	招商基金	6.01%
001868.OF	招商产业债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	5.64%
161713.OF	招商信用添利债券(LOF)A	可投股票型债券基金	招商基金	5.56%
006333.OF	招商金鸿债券 C	中长期纯债型基金	招商基金	2.57%
006384.OF	招商添盈纯债 C	中长期纯债型基金	招商基金	2.10%

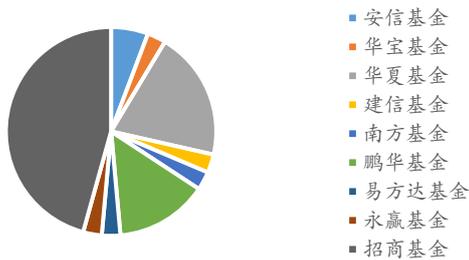
资料来源：同花顺，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

注：重仓基金数据来源于 2022 年四季报

根据 2022 年中报数据，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 全部持仓基金 35 只基金，自成立以来，全部持基平均数量超 20 只，但相对来说还是较为集中的。就基金管理人来看，除了招商基金，全部持仓基金还有相当一部分来自于华夏基金和鹏华基金；就基金分类来看，该基金以中长期纯债型基金和低权益仓位混合型基金为主，少量配置了短期纯债型基金，和风险目标要求还是较为吻合。

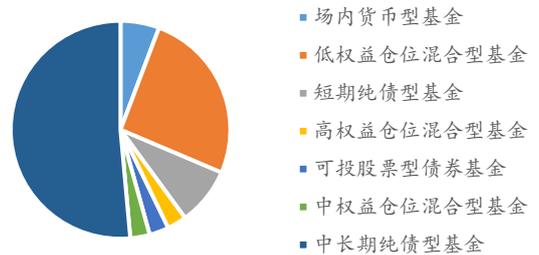
通过基金的选基范围可以判断出该基金是属于在公司内部选基还是在全市场选基，这是需要重点关注的。在公司内部选基可以通过内部交流，来密切、及时跟踪持有标的，但存在着可选范围受限、错失优秀基金的情况；在全市场选基可以避免错失优秀基金，但存在跟踪不及时、难以及时捕获基金投资变化的问题。综合来看，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 保持着一定比例的公司内部选基，整体属于在全市场范围内进行选基。

图 304 全部持仓基金（按基金管理人分类）



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部  
注：全部持仓基金数据来源于 2022 年中报

图 305 全部持仓基金（按基金类型分类）

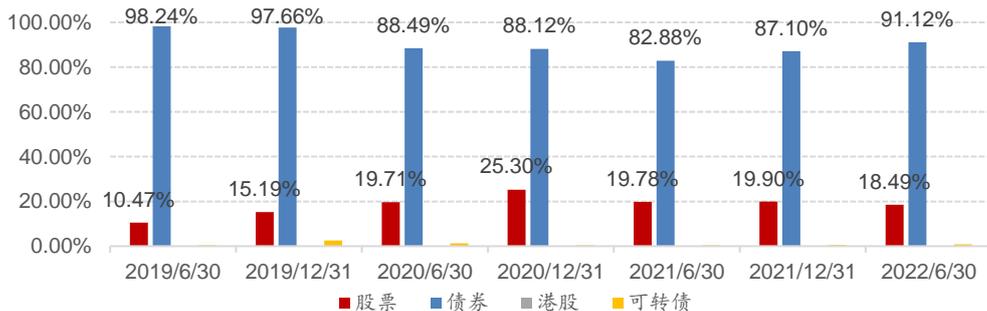


资料来源：同花顺，华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部  
注：全部持仓基金数据来源于 2022 年中报

## (2) 穿透数据分析——大类资产配置

根据华宝证券投研平台的穿透数据，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 自成立以来，权益仓位呈现先上升后下降的态势，于 2020 年年底达到顶峰 25.30%。2021 年开始，该基金不断降低权益仓位，考虑到当时权益市场处于震荡下行状态，这可能是出于控制风险目的的操作。综合来看，该基金经理通过权益仓位对风险的控制是比较成功的。

图 306 大类资产配置情况



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

## (3) 穿透数据分析——权益配置

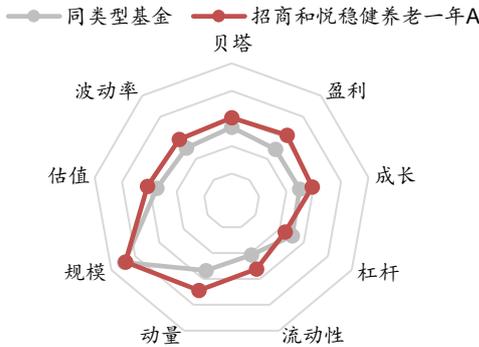
就持股风格来看，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 除了在规模因子和杠杆因子上的暴露略小于同类基金（低风险 FOF），在贝塔、盈利、成长、动量等因子上的暴露明显大于同类。

就持股特征来看，除了减仓调整期的 PE 相对较低，其余时期 PE 均高于 20，2020 上半年 PE 高达 44.34，说明此时组合明显偏向于成长。2020 上半年后，PE 整体呈现下降趋势，根据 2022 年中报，目前 PE 为 24.84。整体来看，该基金前期偏向于成长，但有逐渐向价值风格偏移的趋势。

就行业配置情况来看，整体配置行业较为分散，根据 2022 年中报数据，该基金前五大重仓行业分别为电子（13.21%）、国防军工（12.13%）、食品饮料（11.04%）、电力设备及新能源（7.04%）和医药（6.57%）。自成立以来，该基金重仓行业有所变化，会在一定程度上进行行业轮动，例如 2020 上半年在医药和轻工制造配置较多，如今已经大幅减少该板块的配置。

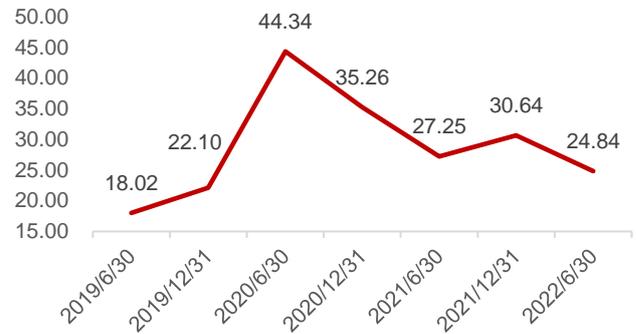
总体来说，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 有向价值偏移的趋势，行业配置较为分散，且会根据市场的变化，进行行业轮动。

图 307 持股风格



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部  
注：上述数据来自于 2022 年半年度持仓穿透；注：同类型基金为低风险 FOF

图 308 持股特征 (PE)



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部  
注：上述数据来自于半年度持仓穿透，即基于半年度披露的全部持股和全部基金持有的半年度全部持仓数据进行穿透

图 309 行业配置情况

	20220630	20211231	20210630	20201231	20200630	20191231	20190630
石油石化	0.70%	0.24%	0.36%	0.19%	0.14%	0.02%	0.00%
煤炭	0.30%	0.62%	0.26%	0.12%	0.43%	0.03%	0.00%
有色金属	2.35%	2.33%	2.34%	0.52%	0.03%	8.47%	0.00%
电力及公用事业	0.79%	0.77%	1.36%	0.92%	0.49%	0.10%	0.00%
钢铁	0.63%	0.88%	1.17%	0.06%	0.00%	0.02%	0.00%
基础化工	5.76%	2.99%	4.94%	6.98%	4.72%	9.78%	0.00%
建筑	2.80%	0.41%	0.62%	0.20%	0.10%	0.06%	0.00%
建材	1.09%	2.88%	0.76%	1.63%	1.77%	0.02%	0.00%
轻工制造	2.27%	1.87%	4.60%	6.38%	17.26%	14.09%	0.00%
机械	4.17%	8.28%	7.08%	6.73%	7.71%	10.76%	0.00%
电力设备及新能源	7.04%	7.00%	4.55%	7.50%	2.12%	0.05%	0.00%
国防军工	12.13%	13.35%	10.48%	9.79%	2.87%	9.82%	0.00%
汽车	6.29%	4.15%	3.50%	3.03%	3.04%	0.12%	0.00%
商贸零售	0.39%	0.41%	0.30%	0.23%	1.03%	0.03%	0.00%
消费者服务	1.45%	1.25%	0.96%	0.72%	1.28%	0.04%	0.00%
家电	0.38%	1.81%	0.95%	1.92%	1.07%	0.08%	0.00%
纺织服装	1.93%	1.91%	0.70%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
医药	6.57%	6.49%	15.95%	15.05%	22.14%	23.08%	0.00%
食品饮料	11.04%	9.78%	8.13%	14.07%	10.09%	2.23%	0.00%
农林牧渔	0.69%	0.23%	0.62%	2.08%	3.03%	0.05%	0.00%
银行	2.70%	2.21%	9.23%	5.00%	0.21%	5.82%	0.00%
非银行金融	3.84%	4.12%	1.98%	4.39%	0.76%	5.68%	0.00%
房地产	0.79%	1.21%	1.45%	1.23%	0.96%	2.28%	0.00%
交通运输	4.73%	4.93%	2.36%	1.30%	0.24%	0.06%	0.00%
电子	13.21%	11.06%	11.01%	7.27%	4.10%	5.57%	0.00%
通信	3.06%	3.36%	0.14%	0.38%	1.70%	1.45%	0.00%
计算机	2.43%	5.27%	4.06%	2.09%	9.95%	0.26%	0.00%
传媒	0.42%	0.18%	0.11%	0.21%	2.75%	0.03%	0.00%
综合	0.05%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合金融	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部  
注：上述数据来自于半年度持仓穿透

#### (4) 穿透数据分析——债券配置

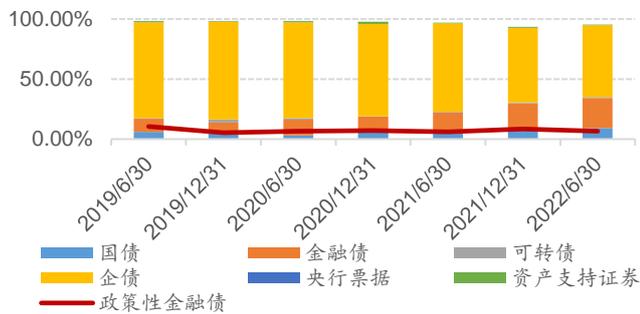
就券种配置情况来看，自成立以来，招商和悦稳健养老一年持有期混合(FOF)A 一直配置了较多的企业债，截至 2022 年中报，企业债和金融债配置比例分别达 59.64%和 24.94%。但总体来看，该基金逐年对企业债进行减配，增配了金融债，在一定程度上降低了对信用风险的暴露程度。

就久期情况来看，整体调整的幅度较大，在成立初期，该基金保持了较高的久期水平，自 2020 年中开始就逐渐调低久期水平，根据 2022 年中报数据，目前久期为 1.85。具体而言，结合十年期国债到期收益率的走势，十年期国债到期收益率在 2020 年整体呈现上行的态势，在此背景下，该基

金同步进行了久期的缩短；2022 年以来，十年期国债到期收益率整体震荡下行，该基金进而选择在一定程度上拉长久期。在一定程度上，该基金具有较好的久期调整能力，对市场变化较敏感。

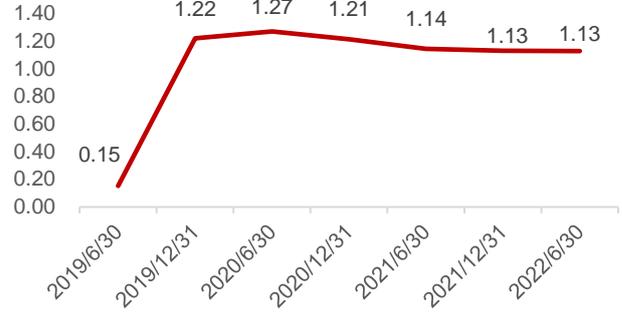
就杠杆水平来看，经过建仓调整期后，该基金的杠杆水平较为稳定，目前维持在 1.13。

图 310 券种配置情况



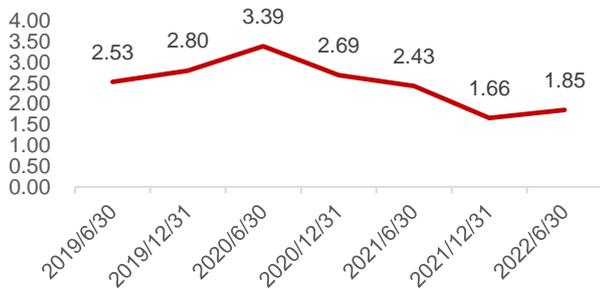
资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部  
注：上述数据来自于债券持仓穿透（全仓），即基于半年度披露的债券持仓和全部持仓基金的持债数据进行穿透

图 311 杠杆水平



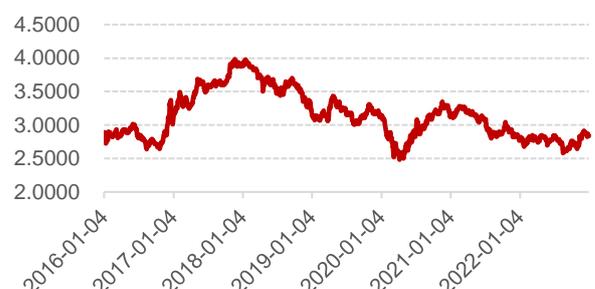
资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部  
注：上述数据来自于债券持仓穿透（全仓）

图 312 久期情况



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部  
注：上述数据来自于债券持仓穿透（全仓）

图 313 十年期国债收益率走势



资料来源：同花顺，华宝证券研究创新部

## 6.4. 基金经理特点

章鸽武，武汉大学管理学硕士，有近四年的公募投资经验，2006 年加入招商基金，先后担任社保基金专员、助理投资经理、投资经理，现任职于养老目标基金投资部。2019 年 4 月起任招商和悦稳健养老一年 A 的基金经理。目前在管产品共计 9 只，规模合计 35.53 亿元，其中有 7 只养老 FOF。

就业绩表现来看，出于综合分析基金经理业绩的考虑，将对该基金经理从业以来管理的全部类型基金按规模加权拟合生成的基金指数形成的综合基金经理指数进行分析，该指数呈现震荡上升的趋势。具体而言，其获取收益的能力在基金经理中位于中上游；夏普比率、卡玛比率等收益风险指标和波动率、最大回撤等风险指标表现优异，均位于前列，说明该基金经理具有较好的风险控制能力。综合来看，章鸽武具有良好的风险控制能力，能严格控制在管产品的波动，稳中求进。

图 314 综合基金经理指数净值



资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新部

表 217 综合基金经理指数的业绩表现

	指标值	排名
区间收益率	17.34%	802 / 1723
夏普比率	0.83	466 / 1723
年化波动率	4.75%	495 / 1723
最大回撤	/6.10%	481 / 1723
卡玛比率	0.89	448 / 1723
年化收益率	5.46%	802 / 1723

资料来源：华宝证券投研平台，华宝证券研究创新

注：时间区间为近三年，截至 2023/02/09

就投资理念来看，章鸽武是管理社保、企业年金及养老金产品出身的，因此具有较强的绝对收益能力，转到 FOF 组合的管理上，也一直致力于在降低产品波动的同时，保持收益的弹性。对于养老目标的基金产品，她一直坚持稳健和均衡的投资风格，在严格控制波动的前提下，追求绝对收益，在市场行情不理想时，也愿意牺牲部分收益来换取回撤，这在一定程度上也是其业绩表现较为优秀的原因。她主要通过自上而下构建组合，通过定量和定性相结合的方式在全市场筛选符合养老目标的基金进行配置。具体来看，在固收基金方面，出于对自家公司的基金产品了解更深入和避免信用风险的考虑，她更愿意选择自己公司发行管理的基金产品；在权益基金方面，主要配置行业主题基金，以此来控制组合的风格。此外，她筛选基金还具有两个原则：首先是不追求牛基，更关注具有持续超额能力的基金经理；其次，相比老将，她更关注较为年轻的基金经理，年轻基金经理的活力和对市场变化的敏锐性是吸引她的主要原因。

总之，本文主要对养老金融产品政策及产品进行了梳理，尤其是对养老金融产品中的公募 FOF 产品进行了研究，我们从投资视角构建了一个简单易行的公募 FOF 产品分类方法。在前文构建的分类方法的基础上，首先通过不同的时间维度，利用多指标打分的方式，对全部公募 FOF 产品和养老 FOF 产品分别进行量化遴选，根据遴选胜率验证方法的可行性，并结合是否被纳入个人养老金投资范畴来精选标的，以期给投资者提供一定的参考。最后，由于实际投资还离不开对产品的细致分析，基于精选标的的结果，我们通过一个具体案例来对 FOF 产品进行了详细的分析。

## 五、如何寻找相似基金？净值、持仓、风格多维度融合视角

在进行 FOF 组合构建时，我们经常会遇到由于客观原因不得不对持仓进行更换的情况，比如近期发生的基金经理离职潮，当新任基金经理和离任基金经理的投资理念不完全一致时，从组合管理的角度出发，我们有必要对组合中的基金进行更换，寻找一只在业绩走势、持仓、投资理念等方面与基金经理更换前比较相似的基金，当然，相似基金的用途绝不仅限于此，还包括对暂停申购或暂停大额申购标的替代，甚至还可以用于寻找有望成长为明日之星的黑马基金经理。

基于这些目的，我们从基金的净值、持仓、风格特征三个维度多个指标分别衡量基金的净值表现、持仓配置和投资理念，搭建相似度模型，并对指标进行了有效性验证。最后，基于相似基金的不同应用场景，我们选择了几只有代表性的标的，站在 2021 年底的时点选择相似基金，并进行详细的验证分析。

### 1.相似基金应用：场景分类

在进行公募基金投资的过程中，除了产品本身的定位，基金经理的操作至关重要，因此选择一只基金也是对基金经理的认可，那么当**基金经理发生更换**时，新任基金经理的风格偏好、选股方式是否会发生改变，还能否延续之前的风格特征与业绩表现都是 FOF 管理人担忧的问题，也是需要寻找相似基金来进行替换的原因。

以\*\*基金为例，该基金在 2022 年 4 月份发生基金经理变更，基金在行业偏好以及持仓风格上随之发生了较大转变。首先在行业偏好上，由之前主要配置于食品饮料、医药以及电力设备及新能源行业，转变为集中在农林牧渔行业，2022 年四季度切换为计算机行业。持仓风格也发生了很大变化，由之前行业轮动度小、重仓股行业分布相对分散的风格，转变为行业快速轮动，重仓股行业高度集中的风格。

图 315 \*\*基金重仓股行业分布

报告期	Top1	Top2	Top3
2022.12.31	计算机 100.00%	石油石化 0.00%	电力及公用事业 0.00%
2022.09.30	农林牧渔 89.64%	食品饮料 10.36%	电力及公用事业 0.00%
2022.06.30	农林牧渔 89.97%	食品饮料 10.03%	电力及公用事业 0.00%
2022.03.31	食品饮料 23.04%	电力设备及新能源 20.87%	医药 18.59%
2021.12.31	食品饮料 24.92%	电力设备及新能源 21.63%	医药 19.02%
2021.09.30	医药 30.58%	电力设备及新能源 18.26%	食品饮料 16.94%
2021.06.30	医药 31.32%	食品饮料 21.67%	电力设备及新能源 11.37%
2021.03.31	食品饮料 25.82%	银行 22.49%	医药 19.38%

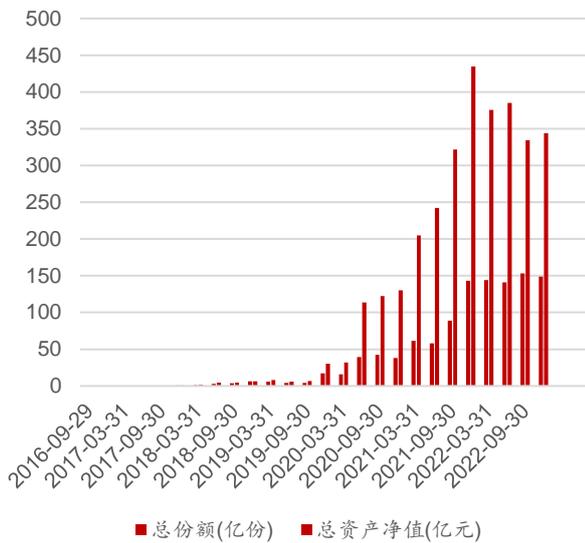
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

然而基金经理更换并不是唯一需要寻找相似基金的场景，我们经常也会遇到以下情况，经过层层遴选、深入分析调研后找到了比较好的配置标的，但是由于策略容量等等问题，**基金限制大额申**

购或者直接暂停申购，这时再全样本遴选重复前述过程显然不是我们希望的，那么这时如果有一个相似基金池就能为我们解决很多困扰。

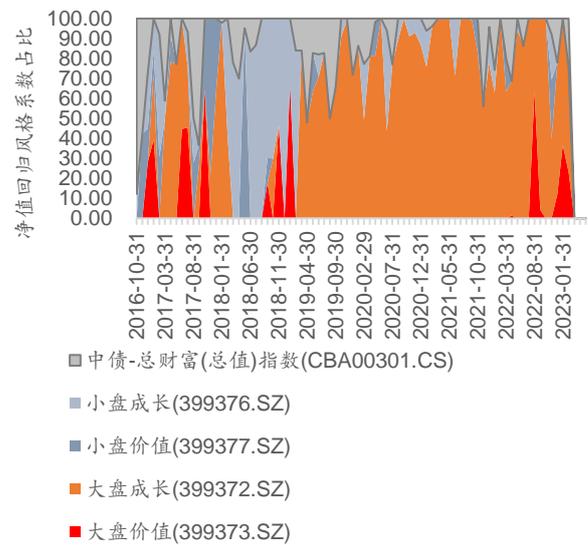
最后是规模增长后的风格偏移以及策略限制，部分绩优基金会受到市场追捧，规模大幅增长后可能会迫使基金风格发生偏离，甚至可能出现前期策略失效导致绩效表现持续性受影响的情况。选取一只曾出现规模快速增长的基金为例，从净值所呈现出的风格可以看出，在规模增长后，基金的净值风格显著从之前的大小盘轮动切换到了稳定的大盘风格。

图 316 示例基金历史规模



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 317 示例基金历史风格



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

我们还对规模百亿以上基金在未来的表现情况进行分析，统计每年年末基金规模超过百亿的基金，未来一年中表现在风格内前 50% 的占比。从下表数据中可以看出，超大规模的百亿基金仅有较少标的可以排在风格内的前 50%，一定程度上说明了超大规模基金难以保持之前较好的业绩表现，规模是业绩的“天敌”。

表 218 百亿以上规模基金未来一年在风格内排名前 50%占比

计算日期	均衡风格	成长风格	价值风格
2014/12/31		47.83%	
2015/12/31	0.00%	37.93%	55.56%
2016/12/31	100.00%	26.67%	28.57%
2017/12/31	33.33%	25.00%	100.00%
2018/12/31	61.54%	50.00%	71.43%
2019/12/31	50.00%	46.15%	40.00%
2020/12/31	40.00%	32.53%	40.00%
2021/12/31	47.62%	51.18%	77.78%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

对于以上场景，我们都可以通过寻找相似基金来实现标的替换。如果基金经理更换，可以通过寻找在基金经理任职期间净值表现和风格相似的基金，从而延续已离职基金经理的表现特征；对于申购限制的情况，可以通过寻找历史表现相似，但是仍有策略规模空间的基金进行配置，达到获取相近收益的目标；对于规模增长后风格偏离问题，寻找基金被市场过分追捧之前表现相近的基金，实现基金策略和风格稳定延续的目标。根据寻找相似基金的使用场景，我们确定寻找相似基金的目标是寻找未来一段时间内，净值表现与目标基金表现相近的基金，无论是未来特定时间长度的区间收益率，还是时间区间内净值的波动特征，都尽可能与目标基金保持一致。

敬请参阅报告结尾处免责声明

## 2.相似基金算法：相似度模型

根据以上确定的相似基金寻找目标，本章将探究如何构建相似度计算模型，能够综合反映基金之间在净值、持仓以及风格上的相似程度。从而获取在未来相近的净值表现。

### 2.1.模型框架

目前常见的基金相似度计算方法主要使用基金历史净值数据或者基金持仓数据进行计算，历史净值方面通常使用欧式距离或者历史时间序列相关性，持仓方面主要考虑持股重合度，所反映的基金信息较片面。基于主观判断寻找相似基金也是目前使用较为广泛的方法，主观判断需要对基金经理策略和风格的深入了解，从风格以及投资理念等主观维度上找到未来表现相似度更高且更稳定的基金，但是主观方法存在覆盖面小的缺陷，无法进行相似基金的批量寻找，还存在无法寻找不熟悉的基金产品的相似基金的缺陷。

本文的相似度计算模型将结合**历史净值、持仓以及基金产品风格特征三个维度**，每个维度选取多个指标计算基金之间的相似性，更加全面衡量基金在各个维度上的相似性。同时，在指标的选取上也会融合主观判断相似基金的经验，寻找未来表现稳定相似的可替代目标基金的相似基金。

### 2.2.相似度指标算法

在历史净值维度上，考虑使用的指标算法包括欧氏距离、收益率相关系数以及偏离度；在基金持仓维度上，考虑使用的指标算法包括一级行业重合度、二级行业重合度、重仓股重合度以及全部持仓重合度等；基金产品风格维度上，考虑使用的分类方法有大小盘风格、高低估值风格、集中分散持股风格、高低行业轮动度风格以及高低换手风格等风格分类。

计算得到相应的指标后，对指标进行 **Min-Max** 标准化处理，转换为 **0-100** 的相似度得分，目标基金本身的相似得分为 **100**，得分越高代表与目标基金越相似。

#### 历史净值维度

**欧氏距离**是测量基金在净值表现相似性上较为常用的指标算法，计算方法为：

$$ED(x, y) = \sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - y_i)^2}$$

欧氏距离可以衡量两条净值曲线之间的距离，对于趋势较明显、基金波动频率持续一致的情况，欧式距离能够较好的衡量两个基金历史净值之间的差别。但是在基金净值小幅波动，两只基金的净值相互交替波动的情况下，欧式距离并不能很好的反映基金在相似度上的差异；同时，欧式距离主要衡量绝对距离的总和情况，对于某时间段内基金净值呈现相互平行的情况时，无法反映在该时间段内基金表现的一致性，因此我们并未在历史净值维度中使用该指标。

收益率相关系数是计算时间序列相关性的标志性指标，我们将其运用到计算基金净值时间序列的相似性上，计算方法为：

$$\rho_{x,y} = \frac{Cov(x, y)}{\sqrt{Var(x)Var(y)}}$$

$x, y$ 分别为两只基金的收益率时间序列

收益率相关系数能够反映基金在历史一段时间区间内获取收益的相关性，相比基金净值的相关系数，收益率相关系数更能真实反映基金在历史时间区间内获取的收益的相似性；同时，基金的净值受到整体权益市场表现的影响较大，呈现出的整体趋势较为一致，基金净值相关系数差距较小，难以真正区分出基金在表现上是否相似以及相似的程度。但是收益率相关系数也存在一定的缺陷，相关系数主要衡量收益率在波动上的相似程度，但是忽略了均值上的差别。如下图中模拟两个平行的收益率曲线，收益率相关系数约等于 1，但是将收益率累计后得到的净值曲线会持续扩大差距

图 318 模拟收益率曲线

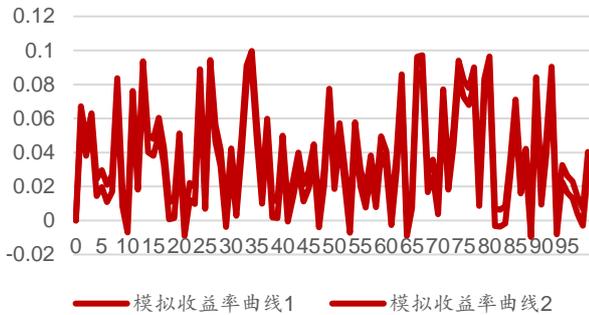
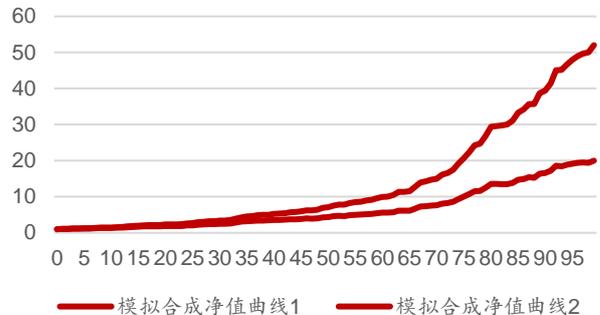


图 319 模拟合成净值曲线



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

参考衡量被动指数基金跟踪效果的指标，我们在收益率相关系数的基础上加入偏离度指标。由于单期的跟踪偏离度会忽略时间区间内的差异，特别是衡量越长时间的跟踪偏离度时，可能损失的信息就会越多。综上，我们加入跟踪偏离度指标时，采用的是时间区间内月度偏离度的绝对值总和，计算公式为：

$$TD_{x,y} = \sum_{m=1}^n |R_{x,m} - R_{y,m}|$$

根据对以上对历史净值维度的相似性指标分析，本文将综合考虑指标优缺点以及测试效果，通过加权的方式融合以上指标，综合形成对于潜在相似基金和目标基金在历史净值维度上的相似程度打分。

### 持仓维度

虽然持仓标的所带来的收益会反映在基金的净值表现上，但是会存在持仓差别较大，净值表现恰好相近的情况。如果只考虑历史净值维度的相似性，相似程度的延续性无法保障，可能出现过去相似未来相背离的情况，与我们寻找相似基金的目标不符合，因此需要在净值维度的基础之上结合持仓相似度的考量。

个股持仓重合度衡量重仓或者全部持仓在股票标的配置比例上的重合度，计算方法为：

$$SO_{x,y} = \sum_{si=1}^n \min \{P_{si,x}, P_{si,y}\}$$

$P_{si,x}$ 和 $P_{si,y}$ 分别代表基金 x 和基金 y 在股票标的 $si$ 上的配置比例，取两个比例中的最小值，遍历所有股票后进行加总

个股持仓重合度能够较精确的反映基金在配置上的相似程度，对于个股重合度高的基金产品，能够很好的反映基金经理在投资理念、选股逻辑以及投资标的偏好上的相似性，具有较好的持续性和稳定性。但是少有基金产品之间有较高的个股持仓重合度，在股票微观标的持仓上的不同并不能

代表基金表现上的差异，基金在二级行业甚至一级行业上的配置相近，通过获取行业 beta 收益，最终在净值表现上也会呈现出相似的特征。

**行业持仓重合度**根据中信一级或者中信二级行业成分，计算基金持仓在一级行业以及二级行业上的占比，根据行业占比计算基金持仓在一级行业以及二级行业上的重合度，计算方式与个股持仓重合度类似：

$$IO_{x,y} = \sum_{ii=1}^n \min \{P_{ii,x}, P_{ii,y}\}$$

$P_{ii,x}$ 和 $P_{ii,y}$ 分别代表基金 x 和基金 y 在行业 ii 上的配置比例，取两个比例中的最小值，遍历所有行业后进行加总。

一级行业覆盖的股票范围较广，除了出现覆盖范围较广的行业级别行情外，难以保证同属于一个一级行业可以有相似的表现。一级行业中的细分行业在投资逻辑上可能出现较大差距，如家电一级行业中厨电和小家电的投资逻辑有一定差距，食品饮料一级行业中白酒和其他细分板块相关性较低，因此使用一级行业重合度进行基金在持仓维度上的相似性衡量效果可能不理想，本文主要考虑使用个股持仓重合度和二级行业持仓重合度来衡量基金持仓的相似度

目前持仓维度的相似度主要应用于股票型基金以及高权益仓位型基金，数据频率上使用半年报以及年报的全仓数据与季报的重仓数据相结合，给予相同权重，兼顾持仓数据的全面性和有效性。上述计算方式是计算单期的持仓相似度，对于多期的持仓相似度，我们使用时间区间内每个单期相似度打分的均值作为多期打分的结果进行衡量。

$$S_{x,y,T}^{multi} = \frac{(\sum_{t=1}^n S_{x,y,T-t}^{single})}{n}$$

### 基金产品风格维度

在进行相似基金的主观研判时，通常会更加关注基金经理的投资理念，投资理念最终会反映在基金产品所表现出的风格特征上，如深度价值型的基金经理，坚持挖掘未被市场发现的高性价比标的，最终基金产品会呈现出持仓低估值以及低抱团等风格特征。

本文在净值和持仓维度上加入风格维度的考量，根据相关风格指标进行极致风格特征的划分，因为风格一致在未来有更大概率走势接近。在划分风格时，我们希望将具有极致风格特征的基金归为一类，也即风格稳定且鲜明，因此在对指标阈值设定时会使用相对严格的标准，如根据 PE 值进行价值成长分类时，会规定 PE 值极小的基金为具有显著价值风格的基金。

本文会综合参考多个维度的风格特征，其中包括**大小盘风格、高低估值风格、集中分散持股风格、高低行业轮动度风格以及高低换手风格**等等，根据基金具有的风格标签进行相似度指标权重的调整或者优化初筛池。如超大规模的基金通常具有行业轮动慢和持仓变化小的风格特征，基金持仓所反映的相似性，在未来也可以有较好的延续性，适当加大在持仓维度的权重可以更好的反映潜在相似基金与目标基金在配置上的关系；对于有极致低估值风格或者极致小盘风格的基金，通过缩小初筛池的方法，在同样具有极致风格的基金中进行相似度的计算，可以保证选出的相似基金都具有相同显著风格特征的基础上，净值和持仓维度有相似性。

## 2.3. 算法效果测试方法

根据前文所述，寻找相似基金的目标是希望投资者在持有相似基金时，可以获得与目标基金相近的持有期收益，以及承受相近的持有期净值波动。据此，本文将从两个维度衡量目标基金与潜在

敬请参阅报告结尾处免责声明

相似基金未来的相似度，首先是未来一段测试时间内的收益率相关系数，其次是测试时间区间内，一定频率下的收益差值的绝对值之和，这个用于衡量相似基金与目标基金之间的波动差异。

我们根据相似度得分排序，对基金池进行分组，计算每一组基金对应的测试指标的均值，观察每一组指标均值与各组相似得分高低之间的关系。

分组时，将相似得分最高的基金组设置为第 1 组，得分最低的基金组设置为第 N 组。对于未来收益率相关系数指标，随着得分的降低，未来收益率相关系数也逐步降低代表着相似度指标在未来保持着较好的表现；对于收益率差值指标，随着分数的降低，收益率差值逐渐增大代表着相似度指标效果较好。

## 2.4. 算法效果测试结果

在对潜在的相似基金进行相似度计算前，需要根据初筛条件对基金池进行初步筛选，初筛条件主要是分类指标，在同类基金中寻找相似的基金。本节对于相似算法的测试中，将基金二级分类设定为初筛条件，即仅对与目标基金相同二级分类的基金进行算法效果的分析。我们挑选几只风格上较有代表性的基金进行测试，选择 2022 年 1 月 1 号为测试时间点，使用过去三年历史数据进行指标计算，通过未来一年的净值表现衡量指标效果，观察各个维度的相似指标在未来相似程度持续性上的表现。

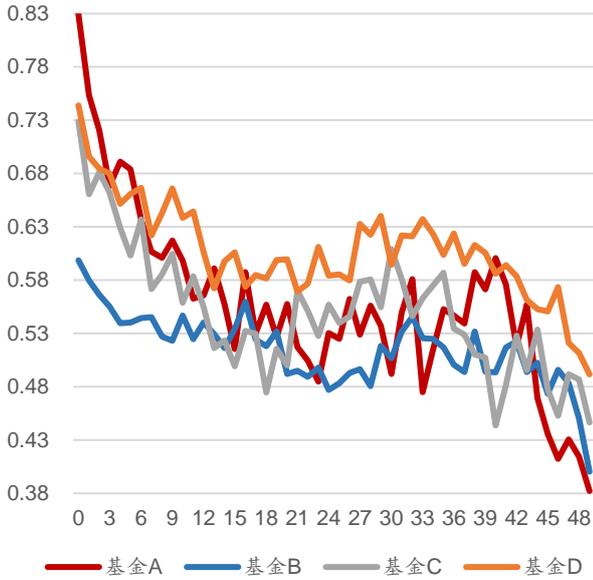
选取的代表基金包括：（1）规模大、持有抱团股比例较高、换手率较低的基金 A；（2）做自上而下行业轮动、风格轮动频繁、行业切换速度较快的基金 B；（3）深度价值风格、持有小众标的的基金 C；（4）重仓于成长风格内热门赛道的基金 D

从下图对历史净值维度指标的测试结果来看，每只基金基本呈现了我们期望的测试结果，即随着得分的降低，未来的收益率相关性呈现下降趋势，未来月度收益差值之和呈现上升趋势。

其中持仓较稳定的基金 A 效果最好，得分最高的组别和得分最低的组别在测试指标表现上差距最大，得分最高组别的基金组合在未来收益率上最相关，月度收益偏离最小，得分最低组别的基金组合在未来收益率上最不相关且月度收益偏离最大，得分介于中间的组别也呈现出相关性逐渐减弱或者收益偏离逐渐变大的趋势。重仓集中的基金 D 算法效果表现也较好，在测试指标上呈现预期趋势，但得分居中的基金组别差别较小，这是因为基金 D 重仓于热门成长行业，较多相似度居中的基金均有该行业的配置，同时还有其他行业受到热门行业带动的因素，在净值表现上呈现相似性，但是由于未来基金换仓以及热门行业带动性减弱等原因，历史净值相似度对这部分基金未来表现相似的预测效果较弱，相似得分极高和极低的组别更具有参考意义。

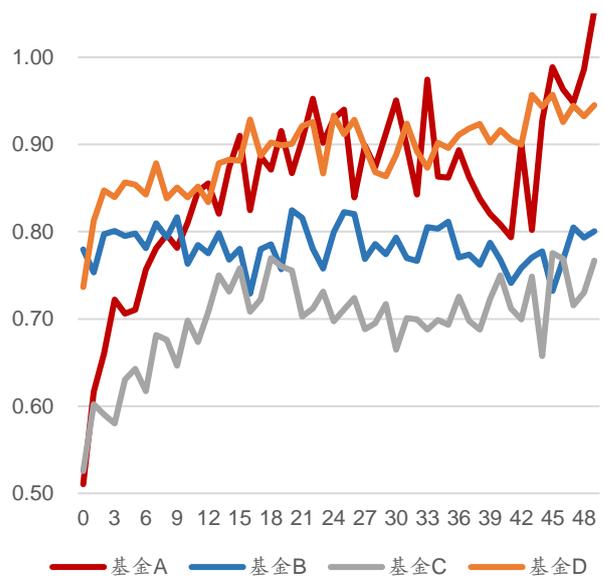
高轮动、快换仓的基金 B 表现较差，特别是对于未来月度收益偏离的测试，与历史净值的相似得分高低几乎没有相关性，这符合基金快速换仓所呈现出的特征，过去的持仓对未来没有预测作用，未来快速切换股票仓位和行业配置后，与其相似的基金分布在各个得分组别中，导致各个得分等级的基金组合在未来表现关系上没有显著区别。历史净值维度的指标对于高换手、高轮动的基金未来表现相似度的持续效果较差。

图 320 未来收益率相关性分组表现（历史净值维度）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

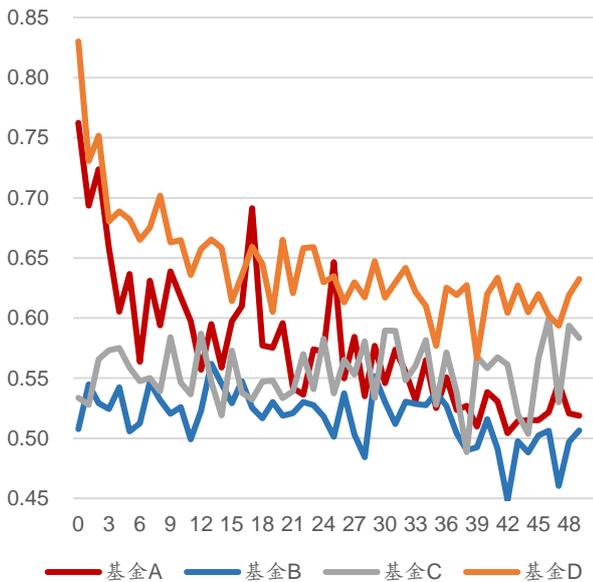
图 321 未来月度收益偏离分组表现（历史净值维度）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

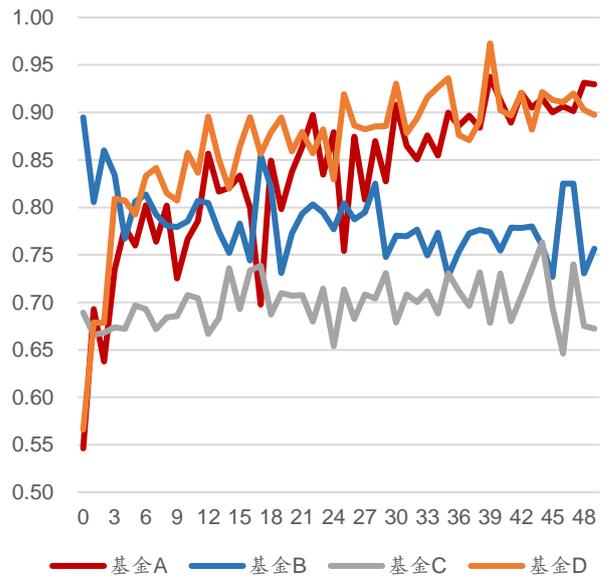
接着对持仓维度指标进行测试，基金 A 和基金 D 表现与净值维度的效果相似，均呈现未来收益率相关性逐渐下降以及未来月度收益偏差逐渐上升的趋势，特别是历史持仓接近的基金，在未来的表现与目标基金相关性较高。基金 B 和基金 C 难以使用持仓信息对未来的相似性进行预测，各个组别之间没有显著差异，这与之前在历史净值维度中的分析一致；与基金 C 在持股上相似的基金极少，因此持仓维度效果不及净值维度效果，基金 B 同样是因为过快的仓位切换导致历史持仓与未来表现之间没有关系，无法较好的预测未来的相似程度。同样，我们也发现在高换手和高轮动度类基金上，持仓指标的表现欠佳。

图 322 未来收益率相关性分组表现（持仓维度）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 323 未来月度收益偏离分组表现（持仓维度）



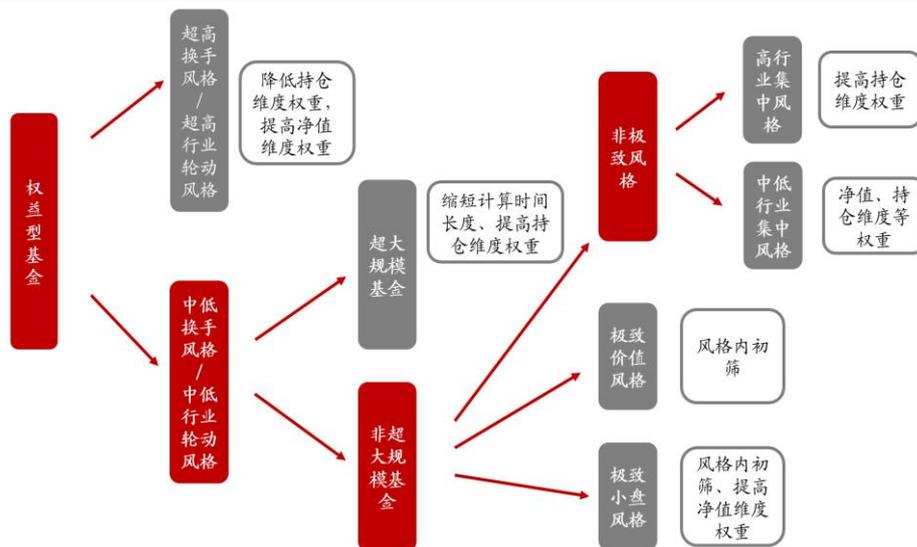
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2.5.融合特征风格

由于净值维度和持仓维度的局限性，我们考虑将基金的风格特征融合在内。认为风格比较极致的基金，在风格层面应该是有一定延续性的。因此我们通过比较严格的划分，来对基金进行一系列过滤。根据不同风格对基金未来相似程度的影响，设置多层分类，逐层递进，对具有显著风格的基金进行权重的调整或者缩小初筛范围，具体逻辑如下图所示。

过滤时，我们重点考虑的风格特征包括换手率与行业轮动度、是否为超大规模基金、极致价值成长或大小盘风格以及行业集中度情况。首先我们会将超高换手、超高行业轮动类型的基金拿出来单独分析，这一类基金由于快速变化的持仓与偏好行业，导致寻找相似基金有一定难度，持仓维度的有效性会有所降低，因此在相似模型的指标合并中，我们会适当降低持仓维度的比例，提升净值维度的权重；对于中低轮动风格的基金，由于超大规模风格基金具有显著特征且相似程度持续性较好，我们单独分出一类进行计算方法优化；非超大规模基金则进一步判定是否有极致的价值成长特征或者极致的大小盘特征，如有，则在相应极致风格内筛选相似基金，否则根据行业集中程度进行权重分配的优化。

图 324 基金特征风格融合导图

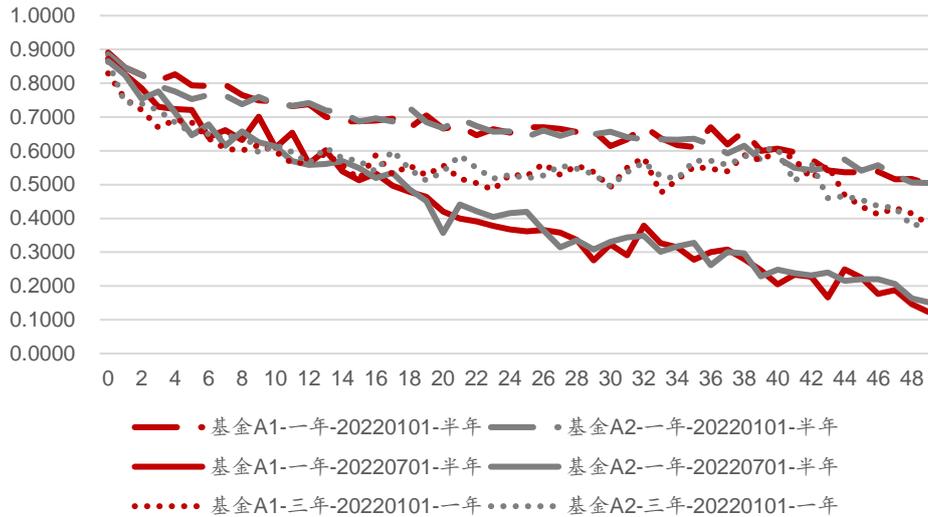


资料来源：华宝证券研究创新部

对于**超大规模基金**，由于管理规模过大对于基金在选股和换仓操作上带来的限制，这类基金具有持仓股市值偏大、持仓稳定、换手率低等风格特点。基于此特点，基金难以在较短的时间内切换股票仓位，但是拉长时间后，超大规模基金可能会逐步进行换仓，行业可能在较长时间维度上发生变动，最后导致历史拟合的结果不能很好的表现未来相似程度。本文选取两只具有此类风格特征的基金，对多个年份进行测试，分别测试使用历史三年数据拟合未来一年相似以及使用历史一年数据拟合未来半年相似的拟合效果。不同年份的测试结果类似，以 2022 年为例进行结果展示。

下图展示了 2022 年的表现情况，可以看到使用历史三年拟合 2022 年一整年的效果相对较差，对于得分居中的基金组，未来收益相关系数的差异不大，甚至出现相似得分较低，未来表现相对更相似的情况。将 2022 年分拆成两个半年，分别使用过去一年的历史数据对未来半年的相似度进行拟合；从下图的未来收益率相关性组间差别来看，缩短数据时间长度后，未来收益率相关性随着历史数据相似度得分的降低，呈现更加平滑的下降趋势，对未来基金表现的相似程度预测效果较好。

图 325 超大规模风格基金不同时间长度下，收益率相关系数测试效果对比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：基金 A1-一年-20220101-半年，代表使用 20220101 前一年为相似度计算区间，后半年为验证指标效果计算区间，展示基金 A1 的未来相似度延续效果。

对于具有显著深度价值风格特征的基金，持仓选股上的独特性导致历史数据拟合相似度效果不佳，通过使用基金的风格特征，缩小潜在相似基金初筛池的方式，检验能否优化相似模型的表现。由于初筛池经过细分后，分组的表现情况与全二级分类作为初筛池的情况没有比较意义，因此我们关注相似得分最高的基金在未来所呈现的相似程度，分别测试得分最高前 10 只和得分最高前 50 只的表现。

从下表结果中可以看出，缩小初筛池后，进行测试的 2021 年和 2022 年度，前 10 只和前 50 只的未来相似程度均优于未经过风格初筛的表现，未来的收益率相似度均有所提高且未来的月度收益率偏差均有所缩窄，模型效果得到优化。

表 219 深度价值风格基金 C 初筛池效果测试

	二级分类内 (2021)	深度价值风格内 (2021)	二级分类内 (2022)	深度价值风格内 (2022)
未来收益率相关系数 (前 10 只)	0.6105	<b>0.6819</b>	0.8004	<b>0.8329</b>
未来收益率相关系数 (前 50 只)	0.4595	<b>0.5742</b>	0.7546	<b>0.8058</b>
-	-	-	-	-
未来月度收益偏差 (前 10 只)	0.4478	<b>0.3960</b>	0.4407	<b>0.3694</b>
未来月度收益偏差 (前 50 只)	0.5862	<b>0.4763</b>	0.4893	<b>0.3934</b>

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

对于极致小盘风格的基金，在持仓上通常具有高度分散的特征，由于分散化持有小市值标的需要研究覆盖的广度，通常这类基金都会结合量化选股策略进行标的筛选，根据投资策略的特殊性，我们对极致小盘风格的基金进行同风格内初筛后，再考虑净值和持仓维度的相似性。一方面，持仓的高度分散以及量化选股带来的持仓独特性，使用持仓数据进行相似度的拟合可能无法很好反映基金之间的相似程度；另一方面，历史较长时间的净值表现可以一定程度上反映基金的量化选股模型特征、配置策略风格以及选股偏好等。因此对于此类基金，我们降低持仓维度的权重占比，提高净值维度指标的权重，减小持仓独特性的影响。

敬请参阅报告结尾处免责声明

对于高行业集中度风格基金，对该行业配置比例较高的基金容易因为行业 Beta 收益出现净值走势相近，即使在行业内标的的选择上风格差距较大，净值维度依旧得到较高的相似度分数。因为，我们对这类型风格的基金降低净值维度指标的权重，更加关注在具体股票持仓上的重合度以及进一步细分的二级行业的重合度，更好的反映在行业内的选股偏好。

### 3.相似基金分析：典型案例

本节将从更换基金经理、限制申购以及具有显著风格特征等方面挑选示例基金，寻找各自的相似基金，分析相似基金与目标基金的相似程度，并进一步分析相似基金所呈现出的特征。分析均基于 2022 年 1 月 1 日之前历史数据进行相似度的计算，通过分析 2022 年之后基金所呈现的相似情况，考量模型效果以及寻找到与目标基金相似的基金的特征。

#### 3.1.易方达蓝筹精选（005827.OF）

由张坤管理的易方达蓝筹精选属于典型的超大规模风格基金，基金主要配置于白酒、港股互联网、银行以及医药等板块，行业轮动速度缓慢，股票持仓比例稳定，特别是在白酒板块的持仓，一直维持很高的持仓比例，第二和第三占比的行业有一定轮动，但都在医药、传媒以及金融行业中切换。

基金规模过大带来的策略转变以及轮动受限等情况，我们希望通过寻找相似基金，找到与目标基金较小规模时风格相似的基金，从而获取目标基金规模大幅增长之前相似的表现。

表 220 易方达蓝筹精选相似基金列表

基金代码	基金简称	基金经理	基金规模 (亿)	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近一年
005827.OF	易方达蓝筹精选	张坤	570.7498	-1.159%	0.650%	6.721%	5.209%
009342.OF	易方达优质企业三年持有	张坤	83.4462	-1.556%	0.315%	8.424%	4.052%
007548.OF	易方达 ESG 责任投资	郭杰	5.4435	-1.449%	2.787%	5.001%	13.013%
001382.OF	易方达国企改革	郭杰	4.4812	-2.408%	6.723%	2.022%	14.473%
009240.OF	泰康蓝筹优势	桂跃强	5.3213	-2.574%	1.980%	12.540%	23.831%
001076.OF	易方达改革红利	陈皓	25.9320	-5.003%	2.326%	-0.331%	12.189%
001384.OF	东方新思路 A	曲华锋	3.1381	-2.256%	5.969%	3.248%	10.817%
008260.OF	长城价值优选	杨建华	1.4523	-1.574%	2.512%	-2.482%	-1.030%
005612.OF	嘉实核心优势	胡宇飞	8.3151	-2.142%	0.357%	5.602%	3.298%
200008.OF	长城品牌优选	杨建华	17.8376	-1.421%	3.278%	2.910%	5.118%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部  
数据计算日期为 2023 年 3 月 29 号

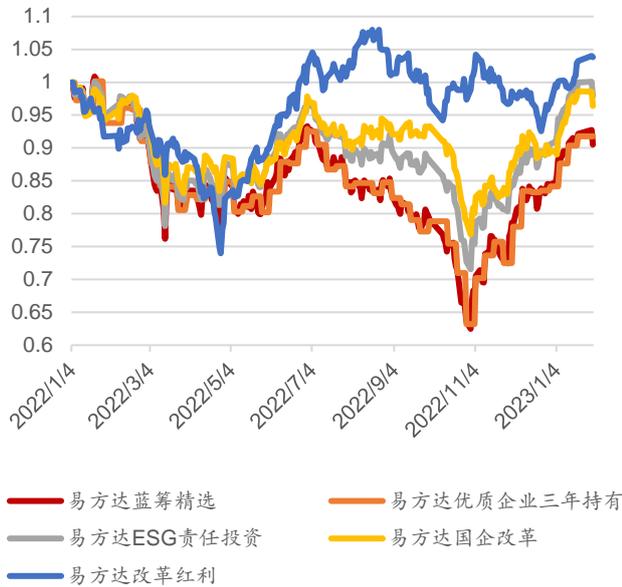
郭杰管理的两只基金与易方达蓝筹具有相似的持仓风格，均重仓于白酒行业，其余仓位也更偏好于医药、传媒以及金融行业，但是规模显著小于张坤管理的基金。易方达 ESG 责任投资和易方达国企改革得益于管理规模较小，在各股票标的的配置比例的变化上更加灵活，如 2021 年减持互联网板块、2022 年下半年加仓传统能源板块以及对白酒部分标的的灵活配置，均给这两只标的带来了相对张坤更加优秀的表现。

易方达改革红利 2022 年以来的表现与目标基金差异较大，这是由于 2022 年 1 月基金经理更换造成的。之前由郭杰管理本只基金，郭杰管理期间，持仓风格和净值走势均与易方达蓝筹精选高度

相似，因此基于 2022 年之前数据计算的结果将本只基金归为相似基金。当基金经理发生更换时，可能会发生持仓变化以及风格转变，与目标基金不再相似。

杨建华管理的长城品牌优选和长城价值优选有较高的表现一致性，均与目标基金易方达蓝筹精选呈现较高的相似程度，持仓也同样集中于白酒以及医疗等行业。

图 326 易方达蓝筹精选相似基金产品净值 (vs 易方达其他基金)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 327 易方达蓝筹精选相似基金净值 (vs 长城基金)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

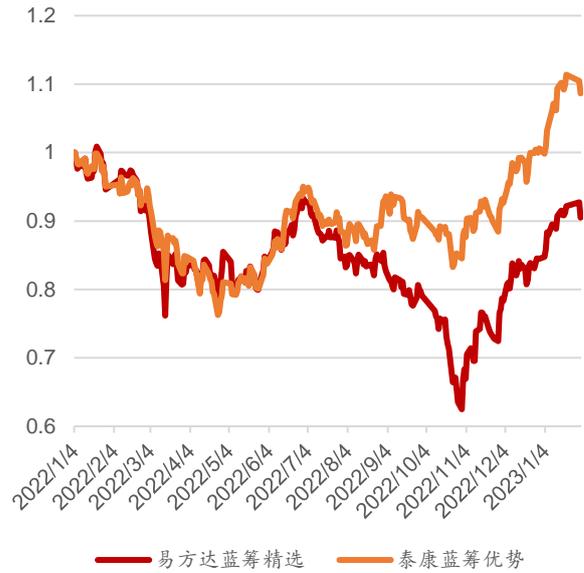
易方达蓝筹与嘉实核心优势在无论是 2022 年前的计算时间段还是 2022 年后的测试时间段，净值均表现出了较高的一致性，从持仓维度上来看，嘉实核心优势在持仓上相对易方达蓝筹精选更分散，但是在重仓的配置上依旧重合度很高，全部持仓行业配置接近。

泰康蓝筹优势在 2022 年前的计算时间段和 2022 年前半年均表现出较高的一致性，但是在 2022 年第三季度呈现一定表现的差异。穿透到基金持仓进行分析，泰康蓝筹优势在 2022 年上半年前持仓风格与易方达蓝筹精选相似，重仓于白酒、医药以及传媒等行业，但是从三季度重仓股持股比例来看，本只基金的重仓股持股比例均有一定程度的降低，这是由于基金主动进行权益仓位择时、降低权益仓位带来的回撤控制。四季度后开始重新增加权益仓位占比，净值表现与易方达蓝筹精选较为一致。

图 328 易方达蓝筹精选与嘉实核心优势净值比较



图 329 易方达蓝筹精选与泰康蓝筹优势净值比较



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

### 3.2. 中庚价值领航 (006551.OF)

丘栋荣坚持的价值投资理念具有明显的风格特征, 其管理的中庚价值领航凭借优秀的业绩表现也赢得了市场的关注, 但是该基金的严格申购限制导致难以在基金组合中进行配置, 我们希望通过寻找相似基金实现一定程度上的替代。

表 221 中庚价值领航相似基金列表

基金代码	基金简称	基金经理	基金规模 (亿)	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近一年
<b>006551.OF</b>	<b>中庚价值领航</b>	<b>丘栋荣</b>	<b>116.6308</b>	<b>-3.926%</b>	<b>5.361%</b>	<b>8.821%</b>	<b>4.261%</b>
007497.OF	中庚价值灵动灵活配置	丘栋荣, 吴承根	34.7413	-5.287%	5.803%	11.071%	11.587%
501059.OF	西部利得国企红利指数增强 A	盛丰衍, 陈元骅	11.1634	-3.709%	2.184%	-1.550%	4.736%
000893.OF	工银创新动力	杨鑫鑫	15.5809	1.579%	9.701%	16.535%	11.848%
001891.OF	中欧成长优选回报 E	曹名长, 沈悦	5.0692	-2.719%	7.016%	13.811%	8.780%
005576.OF	华泰柏瑞新金融地产 A	杨景涵	0.9853	-1.547%	1.520%	6.353%	6.887%
001882.OF	中欧价值发现 E	曹名长, 蓝小康, 沈悦	33.9645	-2.170%	8.374%	11.651%	5.535%
001810.OF	中欧潜力价值 A	曹名长, 沈悦	19.2076	-2.600%	8.076%	12.534%	5.770%
240005.OF	华宝多策略 A	蔡目荣, 丁靖斐	11.4593	-4.353%	-0.241%	4.415%	-0.441%
160613.OF	鹏华盛世创新	伍旋	2.7614	0.522%	8.954%	16.650%	9.470%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部  
数据计算日期为 2023 年 3 月 29 号

丘栋荣参与管理的中庚价值灵动灵活配置与中庚价值领航走势接近，从近三年的净值表现来看，中庚价值灵动灵活配置表现较优秀，保持一定的超额收益，这与中庚价值灵动灵活配置进行灵活的仓位择时以及更加分散的持股有关；工银创新整体走势与中庚价值领航较为相近，特别是在 2022 年以来，净值表现更加相似，整体上呈现更加稳健的风格，在保持优秀的回撤控制水平下，进攻性相对较弱。

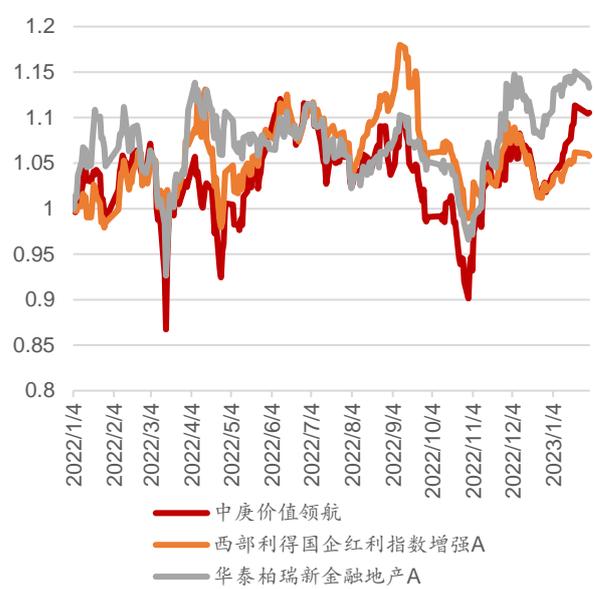
西部利得国企红利指数增强的净值表现在 2022 年以前的计算时间段和 2022 年以后的测试时间段中，均与中庚价值领航高度相似，这与丘栋荣在进行价值投资时使用的估值方法有关，PB-ROE 的估值体系使得高红利标的会更加受到丘栋荣的青睐；中庚价值领航的持仓中，对金融地产行业的标的配置比例较高，丘栋荣在选择银行标的时也更加关注具有成长性的地方银行，这与华泰柏瑞新金融地产较为接近，最终使得华泰柏瑞新金融地产与中庚价值领航的净值表现相似度较高

图 330 中庚价值领航、中庚价值灵动灵活配置与工银创新动力净值比较



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 331 中庚价值领航、华泰柏瑞新金融地产 A 与西部利得国企红利指数增强 A 净值比较



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3.3. 中银大健康 A (009414.OF)

医药主题型基金中银大健康近期发生了基金经理的更换，2023 年 2 月份由之前的黄璐更换为郑宁，基金经理的更换可能会出现持仓较大幅度的变动以及细分行业配置比例的改变，为了寻找与更换基金经理之前投资策略相近的标的，我们依旧使用 2022 年以前作为计算时间段，根据 2022 年以后的时间段作为测试时间段，判断在测试时间段中相似基金能否与黄璐保持相近的净值表现。

表 222 中银大健康相似基金列表

基金代码	基金简称	基金经理	基金规模 (亿)	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近一年
<b>009414.OF</b>	<b>中银大健康 A</b>	<b>郑宁</b>	<b>3.1910</b>	<b>-5.519%</b>	<b>-4.667%</b>	<b>6.043%</b>	<b>5.925%</b>
001230.OF	鹏华医药科技 A	金笑非	16.9460	-2.877%	4.503%	12.298%	9.323%
008107.OF	华商医药医疗行业	张晓	1.5615	-2.562%	-0.726%	9.290%	-3.812%
006981.OF	中金新医药 A	丁天宇	1.7413	0.585%	1.315%	8.436%	4.312%
005237.OF	银华医疗健康 A	马君, 杨腾	0.5633	-1.890%	2.400%	14.276%	-1.545%
000780.OF	鹏华医疗保健	郎超	7.1298	0.000%	3.460%	10.868%	-0.229%

敬请参阅报告结尾处免责声明

004851.OF	广发医疗保健 A	吴兴武	106.6937	-4.688%	-2.823%	3.776%	-18.572%
399011.OF	中海医疗保健 A	梁静静	9.9042	-4.090%	-4.286%	1.515%	-7.129%
006003.OF	工银医药健康 C	谭冬寒	30.1718	-1.815%	-0.636%	8.343%	-9.510%
005304.OF	嘉实医药健康 C	郝淼	17.0231	-3.143%	-2.000%	4.062%	-5.336%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部  
数据计算日期为 2023 年 3 月 29 号

中银大健康作为高行业集中度风格基金, 根据我们的风格融合导图, 给予仓位更高的权重进行相似度计算。在计算时间区间内, 中银大健康与鹏华医药科技长期保持着高度的相似性, 同时在医药行业中标的偏好也有较高的重合度, 因此鹏华医药科技在我们的相似度模型下得分最高。进而观察 2022 年后的测试区间, 中银大健康依旧与鹏华医药科技保持着相似性, 延续了黄璐的投资策略以及医药标的选择偏好。通过对两只基金持股以及细分行业配置情况的分析, 两只基金除了在医药板块进行配置外, 还会配置其他行业进行收益的增厚, 鹏华医药科技曾持有过养殖板块标的, 也帮助其在养殖周期中获得了不错的收益; 中银大健康更倾向于持有消费相关的股票, 医药行业中也选择与消费逻辑强相关的医美公司。这部分差异仅给这两个基金在收益波动上带来一定程度的区别, 整体长期走势保持高一致性。同时, 从更换基金经理后两只基金的净值走势情况, 并未发生显著偏离, 可以看出郑宁开始管理中银大健康后, 还未进行较大幅度的持仓调整。

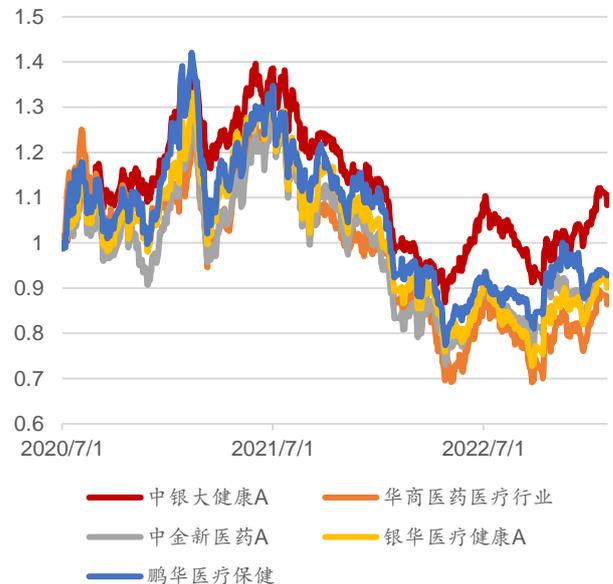
中银大健康的其他相似基金中主要还有鹏华医疗保健、华商医药医疗行业以及中金新医药等医药行业主题基金。这些基金的净值走势同样和中银大健康高度相似, 但是表现会略逊色于中银大健康。从基金持仓角度进行探究, 其他医药主题基金的仓位均全部配置于医药行业, 这也导致了在表现上不如配置更加灵活的中银大健康和鹏华医药科技, 黄璐和金笑非凭借更广泛的能力圈, 把握其他行业的行情, 增厚收益, 在医药主题型基金中脱颖而出。对于中银大健康在郑宁接管后能否延续之前的表现, 需要根据最新持仓以及与相似基金走势的对比进行跟踪。

图 332 中银大健康与鹏华医药科技净值比较



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 333 中银大健康与其他医药主题基金净值比较



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

### 3.4. 金元顺安元启 (004685.OF)

金元顺安元启在近几年一致保持着优秀的表现, 但是专注于小盘标的精选的投资策略限制了基金规模的增长空间, 基金当前处于暂停申购的状态。作为具有显著小盘风格的基金, 我们根据风格融合导图, 在进行小盘风格初筛后, 更加关注基金在净值维度上的相似情况。

敬请参阅报告结尾处免责声明

表 223 金元顺安元启相似基金列表

基金代码	基金简称	基金经理	基金规模 (亿)	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近一年
<b>004685.OF</b>	<b>金元顺安元启</b>	<b>缪玮彬</b>	<b>15.2892</b>	<b>-1.659%</b>	<b>7.420%</b>	<b>15.806%</b>	<b>32.917%</b>
090019.OF	大成景恒 A	苏秉毅	2.0680	2.479%	18.690%	24.393%	16.576%
002236.OF	大成互联网+大数据 A	夏高	2.2688	7.380%	22.964%	29.884%	24.181%
166024.OF	中欧恒利三年定开	曹名长, 沈悦	4.3488	-3.706%	5.409%	14.690%	3.876%
001810.OF	中欧潜力价值 A	曹名长, 沈悦	19.2076	-2.600%	8.076%	12.534%	5.770%
166005.OF	中欧价值发现 A	曹名长, 蓝小康, 沈悦	33.9645	-2.168%	8.378%	11.646%	5.531%
001917.OF	招商量化精选 A	王平	11.1869	0.118%	15.128%	16.113%	18.871%
005457.OF	景顺长城量化小盘	黎海威	5.0835	-0.436%	10.488%	10.627%	4.460%
009686.OF	华夏磐利一年定开 A	张城源	11.9477	-1.198%	7.793%	12.737%	10.519%
006166.OF	建信中证 1000 指数增强 C	叶乐天, 赵云煜	9.5229	-0.453%	10.485%	9.237%	9.989%

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部  
数据计算日期为 2023 年 3 月 29 号

与金元顺安元启表现相似的基金基本上都是量化策略基金, 根据 2022 年之前的计算时间段得到相似度最高的基金为大成景恒, 苏秉毅采用的投资策略是量化初筛结合主观精选, 量化策略的引入, 可以减少对小市值标的研究所消耗的时间, 从而使得基金经理可以覆盖更大范围的小盘标的。

夏高管理的大成互联网+大数据 A 同样与金元顺安元启较为相似, 与大成景恒的一致性也较高。我们发现, 虽然大成互联网+大数据 A 的重仓股与大成景恒重合度较小, 但可能由于大成基金所使用的量化选股模型逻辑相似, 初筛池重合度预计较高, 且由于量化基金的持股相对较为分散, 主动选股所带来的超额收益对基金表现影响较小, 故最终两只产品呈现出了净值走势较为接近的特点。

在计算区间内得到较高相似得分的还有曹名长管理的两只产品以及王平的招商量化精选, 曹名长管理的两只基金产品在净值的趋势上与金元顺安元启一致, 但是上涨幅度较小, 导致收益表现不及金元顺安元启, 这也是我们在模型算法介绍部分提及的净值维度指标的缺陷, 因此这类型的基金虽然净值相关性较高, 但是还很难作为目标基金的较好替代产品。招商量化精选在 2022 年以前, 一致保持着与目标基金高度一致的特点, 但是在 2022 年上半年市场下跌的行情中, 业绩表现不及目标基金, 2022 年下半年, 则继续呈现出较高的相似性。不过, 由于公募基金中的量化策略类产品, 通常采用量化与主观投资相结合的方法, 因此在选择替代基金时, 还是需要跟踪评价策略适用的市场风格以及判断产品风格是否发生了明显漂移或转变。

图 334 金元顺安元启、大成景恒与大成互联网+大数据净值比较



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 335 金元顺安元启、中欧潜力价值、中欧价值发现与招商量化精选净值比较



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

从 2022 年以后的数据来看, 有两只标的呈现出了与金元顺安元启较高的相似度, 分别是国金量化精选和信诚多策略。由于国金量化精选成立于 2022 年 3 月份, 上表中展示的结果是基于 2022 年之前计算得到的, 因此国金量化精选没有涵盖在列表中。从净值表现来看, 国金量化精选在 2022 年二季度和三季度表现一致性高, 四季度后有所偏离; 从四季报公布的重仓数据看, 持仓风格上由之前的小盘风格朝着大盘风格转变, 因此国金量化精选与金元顺安元启在未来表现的是否可以一致, 还需要进一步跟踪大小盘风格以及产品净值表现的偏离程度。

对于信诚多策略, 从历史较长时间的净值表现来看, 2022 年三季度之前的表现是与金元顺安元启有较大差距的, 仅在 2022 年三季度后呈现相似的表现。从历史的持仓市值风格来看, 信诚多策略一直是偏大盘风格, 在四季报中才表现出了极致的小盘风格, 这也与开始呈现相似性的时间相一致。对于使用信诚多策略作为金元顺安元启的替代基金, 需要持续关注基金是否会发生风格切换回大盘的情况, 以及通过调研了解基金经理在持仓风格上发生较大转变的原因, 综合判断相似表现的可持续性。对于 2022 年四季度后的净值表现, 大成景恒一直紧跟金元顺安元启, 2023 年以来的表现更是超越了目标基金, 表现更加优秀, 从量化策略风格以及长期的净值表现上看, 适合考虑作为目标基金的替代基金。

图 336 金元顺安元启与国金量化精选净值比较



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 337 金元顺安元启、信诚多策略与大成景恒净值比较



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

#### 4.结论：用多维度融合视角，寻找相似基金

本文基于基金经理变更、基金申购限制以及基金风格转变等场景，探究如何寻找可以进行替代的相似基金，延续目标基金在变换之前的净值表现或者获得与限购的目标基金相近的收益表现。

根据**定量算法融合定性风格判断**的思路，我们从历史净值、持仓和基金风格特征三个维度出发。历史净值和持仓维度使用定量算法进行相似度的计算，历史净值维度参照指数基金跟踪效果的分析方法，选用历史净值相关系数以及历史净值月度偏离度两个指标，持仓维度则使用股票仓位重合度和二级行业重合度指标，并进一步结合全部持仓和重仓数据。定性风格方面使用多层过滤融合的方法，根据不同风格基金所呈现的净值和持仓特征，选用更适合基金风格的算法权重配置比例或者初筛池优化。

本文挑选在超大规模、深度价值风格、极致小盘风格以及高行业集中度风格中具有代表性且市场关注度较高的基金，进行多种风格基金的相似度算法效果的探究以及所得到的相似基金的具体产品分析。从测试效果分析来看，本文的多维度过滤融合相似基金算法可以一定程度上满足在基金经理变更、基金申购限制以及基金风格转变等场景下对于相似基金的需求，对多数类型基金能够起到较好的替代作用。

## 风险及免责声明

### 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。