

中信证券研究部

**厉海强**
量化与配置分析师
S1010512010001**赵文荣**
首席量化与配置分
析师
S1010512070002**刘方**
首席组合配置
分析师
S1010513080004**朱必远**
量化与配置分析师
S1010515070004

联系人：刘笑天
联系人：陈宇奇
联系人：王亦琛

核心观点

金融产品总量规模 2020 年受加杠杆提振再度确认扩容趋势，但力度弱于历史高峰期。净值化品类尤其公募基金领跑，银行理财规模保持上升趋势，有部分“通道”属性的信托、券商资管、基金子公司专户继续收缩。短期内大资管总规模增速难以再现盛景，但各类型资管机构可基于自身禀赋开展合作实现互补。

■ **总体背景：规模再创新高但占比 GDP 较历史高点有显著距离，公募基金领跑。** 2020 年，国内金融产品（资管产品）市场规模增加 8.7% 至 125 万亿元，为历史新高，但占 GDP 的比例远低于历史高点。实体经济杠杆率跳升支撑市场扩容，但影响力度明显减弱。净值化品类尤其公募基金领跑；具有一定通道类属性的券商资管、信托和子公司专户规模延续下降趋势。

■ **大资管法规、监管要求进一步统一规范、优化创新。** 资金信托管理办法征求意见，信托业面临规范但正式文件尚未发布。“跨境理财通”业务试点实施细则公开征求意见，对银行资管既是机遇亦为挑战。外资可设立外方控股的理财子公司，多家巨头入场。银行现金管理类新规推出后，监管标准与货币基金拉平。公募基金投顾业务五类试点机构悉数入局，新一批扩容酝酿中。公募行业继续优化创新，首只 MOM 成立，9 只 REITs 获批。2021 年 1 月 8 日，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，进一步加强监管。

■ **银行理财：21Q1 非保本理财 25 万亿，净值化超七成。** Q1 非保本理财规模 25.03 万亿，相比于 2020 年底降 3.2%，应是季节性因素所致。净值化转型进一步推进，规模占比超过七成。组合配置方面，债券配置比例上升，非标、权益配置比例下降。理财子规模占比全部的 30%，相比整体，非标配置比例更低，公募基金配置比例更高。

■ **公募基金：21Q1 再度扩容，头部公司份额稳中有升。** Q1 公募基金规模升至近 20 万亿元（+8.51%），货币市场型、主动权益型、混合型较 2020 年底分别增加 10567 亿元（+13%）、4560 亿元（+13%）、1592 亿元（+8%）。前十大基金公司规模占比 41%，集中度稳中有升。1 季度募集方面，前十名公司合计占比超 50%。

■ **私募基金：Q1 规模估算增至 4.46 万亿元，头部管理人扩容暂缓、量化类估算占比略有下滑。** 结合业绩上涨和资金流入，估算 Q1 规模增至 4.46 万亿元，规模增长主要原因为资金流入。50 亿元以上私募证券管理人数量与去年底基本持平，量化管理人整体规模变化不大，但占比可能略下降至 20% 以下。

■ **趋势展望：长期扩容方向明确、短期增长仍受压制，各类资管机构合作大于竞争，可在财富管理和投资管理端发挥各自比较优势。** 总量规模的增长仍受通道类产品压制，银行系资管在财富管理端具备明显优势，并依托理财子全方位提升能力；信托静待新规的冲击；公募仍处于较好的发展机遇期，宏观和资本市场环境等均是有利条件，私募在进一步规范化后，长远看有望承接理财信托资金，但需强化阿尔法属性。外资持续进入，但并无压倒性优势。

■ **风险因素：** 1) 因统计口径选择，可能具有重复计算和遗漏，此外，部分数据来自估算；2) 行业实际发展可能偏离主观判断。

目录

总量规模创历史新高，“通道”类仍受压制	1
2020 年末金融产品市场规模增至 125 万亿元，公募增长最为强劲	1
实际经济杠杆率对于金融产品市场扩容的影响逐步减弱	2
监管环境：统一规范、优化创新	2
信托业面临整顿，外资巨头入场银行理财业务	3
公募行业政策红利持续释放	3
私募行业加强监管取向明确	4
银行理财：Q1 非保本理财 25 万亿，净值化超七成	4
规模：2021Q1 非保本理财 25 万亿	4
结构：净值化比例超 7 成，理财子占比 30%	5
配置：整体的非标配置比例下降，理财子的公募基金配置比例上升	6
公募基金：Q1 再度扩容，头部公司份额稳中有升	7
2021Q1 规模升至近 22 万亿元，Q1 货币市场型、主动权益型增量居前	7
产品线格局：货基规模占比微增至 42%，主动股混品种占比升至 28%	8
头部公司：十大公司规模占比超四成	8
基金经理管理规模：四人破千亿、易方达张清华、张坤居前二	9
私募证券基金：2021Q1 行业规模估算增至 4.46 万亿元，资金流入推动	10
规模变动：Q1 有望达到 4.46 万亿元，单季度仍望维持增长	10
变动分解：业绩略为负增长，资金维持净流入	10
管理人：头部扩张暂缓，量化规模占比有所下降	11
量化：管理人整体规模变化不大，但占比可能略有下降	12
金融产品市场趋势展望	14
总体趋势：长期扩容方向明确、短期增长仍受压制	14
合作大于竞争：在财富管理和投资管理端发挥各自比较优势	15

插图目录

图 1：金融产品 2020 年末规模分布占比	1
图 2：金融产品市场规模筑底回升	1
图 3：2008 年以来宏观杠杆率之和金融产品市场规模（占 GDP 比例）	2
图 4：非保本理财存续规模及增速	5
图 5：净值型产品存续规模占比	5
图 6：非保本理财存续规模的机构类型	6
图 7：非保本理财的资产配置情况（2020 年 vs2019 年）	6
图 8：非保本理财的资产配置情况 vs 理财子的资产配置	7
图 9：历年公募基金规模及其增长率	7
图 10：历年基金规模分类统计	7
图 11：2021 年一季度各类基金规模谱系图（按主被动产品线分开统计）	8
图 12：2021 年 3 月底基金公司规模（剔除货基、短期理财基金）	9
图 13：私募证券投资基金管理人月度备案和清算数量	11
图 14：私募证券投资基金管理人月度募集产品规模	11
图 15：证券类私募基金存续规模变动分解（估算）	11
图 16：私募证券投资基金管理人存续备案数量	12
图 17：私募证券投资基金管理人季度新备案数量	12
图 18：50 亿元以上头部私募证券投资基金管理人数量	12
图 19：国内量化私募管理人整体规模（估算）	13
图 20：金融产品（资管产品）在实体经济投融资体系中的角色	14

表格目录

表 1：基金投顾业务试点获批情况	4
表 2：2021 年一季度前十大基金经理管理规模（剔除货币型）	9
表 3：2021 年一季度前十大基金经理管理规模（主动权益型）	9
表 4：2021Q1 私募证券投资基金规模变动估算	10
表 5：管理人规模 100 亿元以上的量化私募基金管理人列表（2021Q1）	13

■ 总量规模创历史新高，“通道”类仍受压制

2020 年末金融产品市场规模增至 125 万亿元，公募增长最为强劲

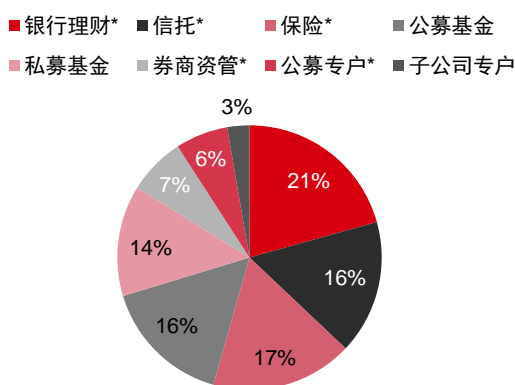
金融产品市场规模创历史新高。基于基金业协会数据，未剔除通道等重复计算，以银行理财（非保本浮动收益）、信托（资产）、公募基金、公募/子公司专户（含养老金）、私募基金、券商/期货资管、保险资管（以资金运用余额为替代）为统计口径，2020 年年末国内金融产品市场规模合计 125.09 万亿元¹，较 2019 年末增长约 10 万亿元，增幅 8.7%，存量规模已创出新高（高点为 2017 年末的 116.90 万亿），占名义 GDP 的比例为 123%。较 2018 和 2019 年有所提升，但显著低于历史高点（2016 年末达 145%）。

公募基金经历了最强劲的增长，具有一定“通道”属性的品类继续下降。作为标准的净值化品类，2020 年公募基金规模增加将近 5.12 万亿至 19.89 亿元（协会的季度数据口径），增幅近 35%。保险资管和私募基金规模也分别增加 3.17 万亿（+17.1%）、2.87 万亿（+20.4%）。另一方面，传统上，具有一定“通道”属性的券商资管、信托、基金子公司专户规模依然有所下降，其中券商资管的缩水金额达到 2.28 万亿，降幅 21%。

从存量规模看，2020 年末银行理财（非保本浮动收益）、信托、公募、私募的资产管理规模分别为 25.86 万亿、20.49 万亿、19.89 万亿、16.96 万亿元，公募/子公司专户、券商/期货资管、保险的规模分别为 11.42 万亿、8.77 万亿和 21.70 万亿（以保险资金运用余额近似代替）。从占比看，非保本银行理财规模占比最大，为 21%左右。信托、保险和公募基金占比较为接近，均在 16%附近。

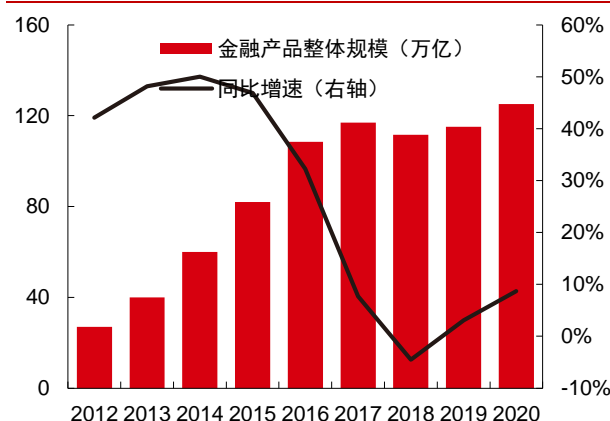
国内金融产品市场规模在超高速增长后持续放缓，2018 年出现负增长（-4.5%），2019 年小幅回升，2020 年受疫情导致的货币宽松支撑，增长 8.7%。

图 1：金融产品 2020 年末规模分布占比



资料来源：证监会，银保监会，基金业协会；Wind、中信证券研究部 注：具体统计口径参见本页脚注

图 2：金融产品市场规模筑底回升（单位：万亿元）



资料来源：证监会，银保监会，基金业协会；Wind、中信证券研究部 注：具体统计口径参见本页脚注

¹公募基金、专户、私募和券商资管数据来自基金业协会《资产管理业务统计数据（2020 年四季度）》，信托来自信托业协会。保险资金运用余额为保险资管的良好替代。银行理财为非保本浮动收益产品数据，数据来源为银行业理财登记托管中心。后续银行理财分析部分使用新数据源普益标准数据。

实际经济杠杆率对于金融产品市场扩容的影响逐步减弱

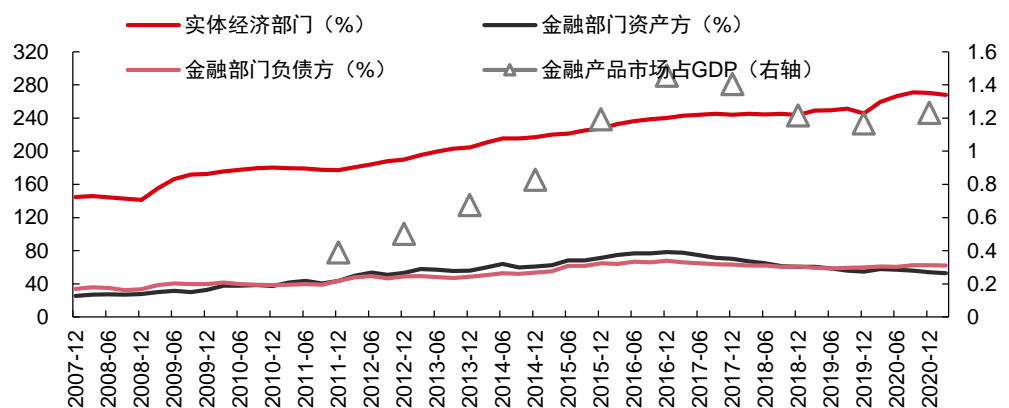
回顾近十年以来金融产品市场的大扩容，重要依托是宏观层面的快速加杠杆。一方面，实体经济部门如企业、政府和居民的加杠杆增加了资金需求，是金融产品市场繁荣的重要推动因素，另一方面，金融部门亦经历了明显的加杠杆周期，金融部门杠杆率即债务占名义 GDP 的比例从 30% 附近升至 2016 年末的 78%，金融机构的加杠杆通过通道、嵌套等方式规避监管，放大了金融产品的供给能力，尤其以信托、券商资管和基金子公司为代表。

2017 年以来，尤其 2018 年在资管新规为代表的去杠杆政策取向向下，宏观杠杆率得到控制。2020 年尽管有一定反弹，但加杠杆对于金融产品市场的支撑作用已经显著下降。2020 年，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由 2019 年末的 245.4% 上升到 270% 附近，上升了近 25 个百分点，为 2009 年以来的最大年度增幅。金融部门杠杆率也有上升，但增幅在 3 个百分点以内，总体仍在 60% 附近徘徊。加杠杆的动力和需求主要来自实体经济。

金融产品市场规模占 GDP 的比例尽管有所上升，但 2020 年末 123% 的水平距离 2016、2017 年的高点（超过 140%）仍有不少距离，重要原因是 2020 年以来，实体经济加杠杆的资金来源有更大比例依赖于贷款而不是资管产品。在资管新规的约束下金融体系的加杠杆行为受到抑制，难以复制 2016 年之前的繁荣盛景。

此外，2021 年 1 季度实体经济杠杆率小幅下降，对于金融产品市场的规模可能形成一定压制，待相关数据公布后可进行验证。

图 3：2008 年以来宏观杠杆率的和金融产品市场规模（占 GDP 比例）



资料来源：国家资产负债表研究中心（Center for National Balance Sheet, CNBC），Wind，中信证券研究部

■ 监管环境：统一规范、优化创新

资产管理产品写入证券法。《中华人民共和国证券法》（简称证券法）已由十三届全国人大常委会第十五次会议于 2019 年 12 月 28 日修订通过，自 2020 年 3 月 1 日起施行。修订后的证券法将资产支持证券和资产管理产品写入《证券法》，并授权国务院按照《证券法》的原则规定资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法。

资管新规过渡期延至 2021 年底。2020 年 7 月，经国务院同意，中国人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局等部门，审慎研究决定，延长《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号，简称资管新规）过渡期至 2021 年底。

信托业面临整顿，外资巨头入场银行理财业务

资金信托管理办法征求意见，信托业面临规范但正式文件尚未公布。2020 年 5 月 8 日，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，规范信托公司资金信托业务发展，办法明确了集合资金信托的私募属性，要求投资者不超过 200 人，且对投资者适当性管理进一步强化，明确非标的相关投资限制。该办法为“资管新规”即《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》在信托行业的配套办法，征求意见稿提出的过渡期要求与资管新规关于过渡期的规定一致。不过该文件目前尚处于征求意见阶段，最终文件尚未公布。

“跨境理财通”业务试点实施细则公开征求意见，既是机遇亦为挑战。2021 年 5 月 6 日，中国人民银行广州分行、深圳市中心支行，中国银行保险监督管理委员会广东监管局、深圳监管局，中国证券监督管理委员会广东监管局、深圳监管局共同起草了《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则（征求意见稿）》。细则涵盖概念定义、业务资格、“北向通”及“南向通业务说明、额度管理、投资者保护、信息报送及监督管理等方面内容。未来该业务试点有望为内地银行系资管机构带来新的机遇，同时也是挑战。

外资可设立外方控股的理财子公司，外资巨头入场理财业务。目前已经有 25 家理财子公司获批，此外，银保监会积极推进符合条件的外资金融机构参与设立理财子公司或合资设立外方控股的理财子公司。在汇华理财开业半年多后，2021 年 5 月 12 日，贝莱德官宣，贝莱德建信理财有限责任公司已获中国银行保险监督管理委员会批准将于中国开展理财业务。另有数家中外合资理财公司处于筹备中。例如 5 月 25 日，工银理财获准与高盛资产管理有限责任合伙（Goldman Sachs Asset Management, L.P）合作筹建中外合资理财公司，出资比例将分别为 49%和 51%。

银行现金管理类新规推出后与货币基金监管标准拉平。2019 年 12 月 27 日，银保监会、央行就《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》公开征求意见，明确银行现金管理类产品在投资范围、组合期限、杠杆水平等方面将与货基监管标准一致；明确过渡期为《通知》施行之日起至 2020 年底，过渡期内，新发行的现金管理类产品应当符合《通知》规定。

公募行业政策红利持续释放

公募基金投顾业务五类试点机构悉数入局，新一批扩容酝酿中。2019 年 10 月 25 日，证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，此后共计 18 家机构先后于 19 年 10 月、12 月以及 2020 年 3 月分三批获批，包括第三方基金销售公司、基金公司及其销售子公司、券商、银行等五类机构悉数入局。根据中国基金报等媒体报道，2021 年 3 月，新一轮基金投顾资格答辩已经启动。

表 1：基金投顾业务试点获批情况

批次	日期	获批机构
第一批	2019 年 10 月	嘉实基金、华夏基金、易方达基金、南方基金、中欧基金
第二批	2019 年 12 月	腾安基金、珠海盈米基金、蚂蚁基金
第三批	2020 年 3 月	工商银行、招商银行、平安银行、银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安证券、申万宏源证券、华泰证券、国联证券

资料来源：证监会，中信证券研究部；注：数据截至 2021Q1。

除了继续享受免税和豁免嵌套的待遇外，行业规章制度持续完善。（1）完善估值规则。2020 年 8 月 1 日起新设立的开放式基金要求引入侧袋机制为备用工具；（2）推动创新产品和创新资产。2021 年 1 月，首只管理人中管理人（MOM）基金发行成立，2021 年 5 月 17 日，首批 9 单基础设施公募 REITs 项目正式获得中国证监会准予注册的批复。（3）规范销售机构行为。2020 年 10 月 1 日起施行《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》，尾佣受管制；（4）引入新型管理人。证监会批准设立贝莱德基金管理有限公司，为我国首个外资全资公募基金，行业生态进一步丰富。

此外，证券基金机构监管部大力支持基金管理人依法合规开发公募基金，有效对接银行公募理财、养老金、保险等各类长期资金。

私募行业加强监管取向明确

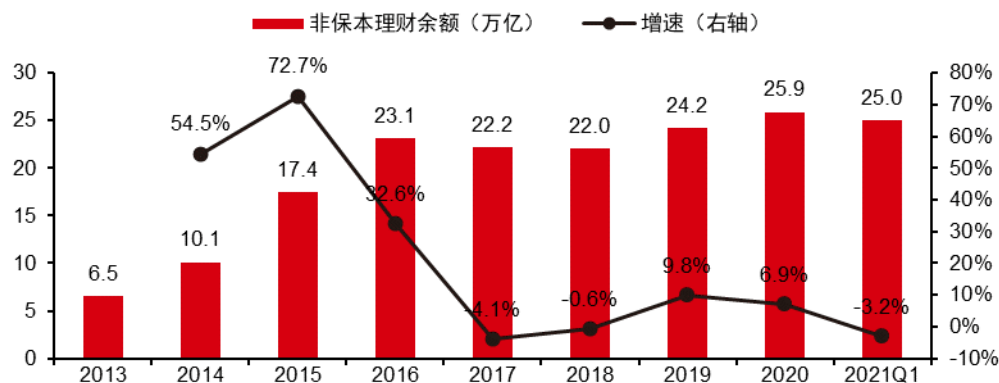
2020 年 9 月起征求意见，2021 年 1 月 8 日，证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，进一步加强私募投资基金监管，严厉打击各类违法违规行为，严控增量风险，稳妥化解存量风险，提升行业规范发展水平；2020 年 10 月 23 日，证监会发布关于就《关于修改〈证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法〉的决定》（征求意见稿）公开征求意见的通知，进一步完善私募资管计划负债杠杆（总资产/净资产）的比例限制，加强逆回购风险管理；2020 年 10 月 28 日，基金业协会发布《私募投资基金电子合同业务管理办法(试行)(征求意见稿)》。

■ 银行理财：Q1 非保本理财 25 万亿，净值化超七成

规模：2021Q1 非保本理财 25 万亿

2021Q1 非保本理财规模 25.03 万亿，相比于 2020 年底小幅下降 3.2%。根据银行业理财登记托管中心统计，截至 2021Q1，非保本理财产品存续规模 25.03 万亿，相比于 2020 年底的 25.86 万亿，小幅下降 3.2%。受季节性因素影响，一季度产品到期数量较多，2018~2021 年期间，1 季度产品规模相比于前一年底均出现了一定程度的下滑。

图 4：非保本理财存续规模及增速

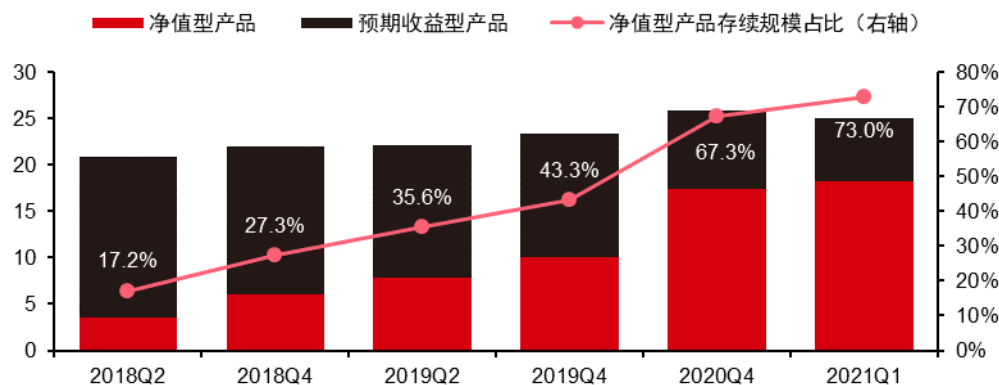


资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：2020 年及之前的增速为年末值的同比增速，2021Q1 的增速为相比于上一季度末的环比增速。

结构：净值化比例超 7 成，理财子占比 30%

2021Q1 净值型产品存续规模 18.3 万亿，占比 73%。根据银行业理财登记托管中心统计，截至 2021Q1，净值型产品存续规模 18.28 万亿，在全部非保本理财中的规模占比为 73%。2018 年“资管新规”出台以来，净值型产品规模占比持续上升，从 2018 年年中的 17.2% 上涨至 2021Q1 的 73%。

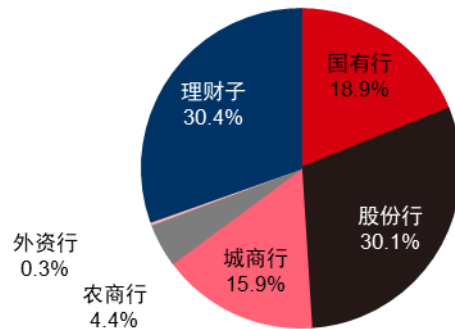
图 5：净值型产品存续规模占比（万亿元）



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

截至 2021Q1，理财子产品存续规模 7.61 万亿，占比 30.4%。根据银行业理财登记托管中心统计，截至 2021Q1，全部非保本理财产品中：1）理财子产品规模 7.6 万亿，占比 30.4%；相比于 2019Q4 的 8000 亿，理财子产品规模增长约 8.5 倍。规模大幅增长一方面是由于产品加速发行，另一方面是由于母行产品划转。2）股份行理财产品规模占比约 30.1%，国有行理财产品规模占比约 18.9%，城商行理财产品规模占比约 15.9%。

图 6：非保本理财存续规模的机构类型

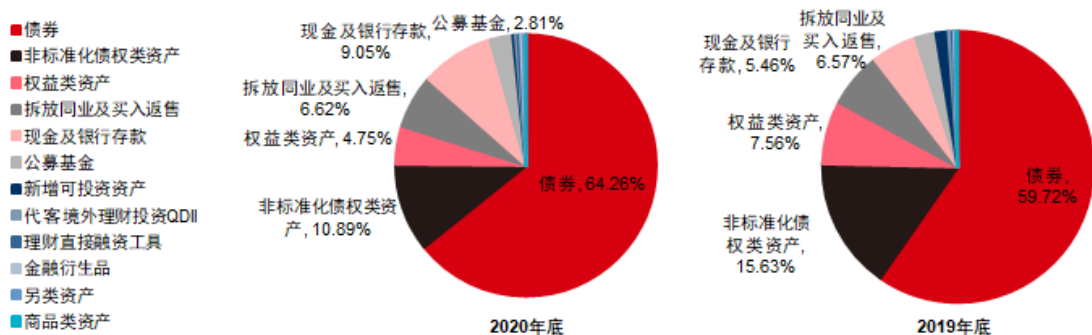


资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：数据截至 2021Q1。

配置：整体的非标配置比例下降，理财子的公募基金配置比例上升

配置方面，债券配置比例上升，非标、权益配置比例下降。截至 2020 年底，非保本理财的资产配置方面，债券占比最高，约 64.3%；非标资产占比次之，约 10.9%；权益类资产占比约 4.8%。2018 年以来：1) 债券的配置比例持续上升，2018/2019/2020 年分别为 53.4%/59.7%/64.3%；2) 非标资产的配置比例持续下降，2018/2019/2020 年分别为 17.2%/15.6%/10.9%；3) 权益类资产的配置比例延续下降趋势，2018/2019/2020 年分别为 9.9%/7.6%/4.8%。

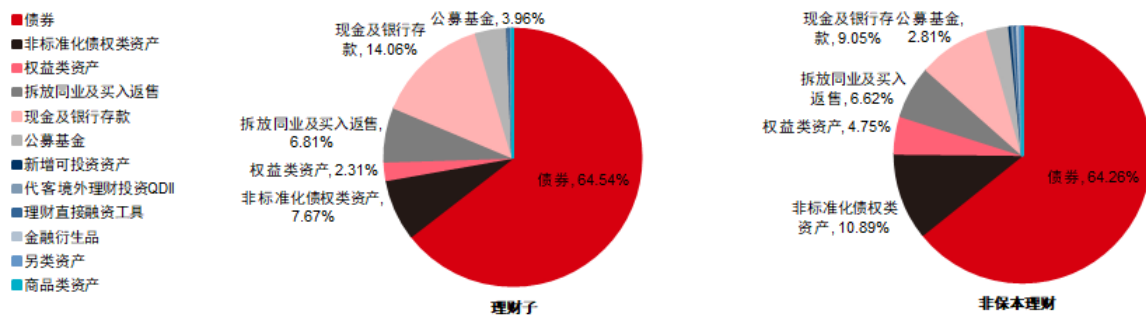
图 7：非保本理财的资产配置情况（2020 年 vs 2019 年）



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

相比于整体非保本理财，理财子的非标配置比例偏低，公募基金配置比例偏高。截至 2020 年底，理财子的资产配置呈现以下特征：1) 债券配置比例差异不大，理财子为 64.5%，非保本理财整体为 64.3%；2) 非标配置比例更低，理财子为 7.7%，非保本理财整体为 10.9%；3) 权益类资产配置比例更低，理财子为 2.3%，非保本理财整体为 4.8%；4) 公募基金配置比例更高，理财子为 4%，非保本理财整体为 2.8%。

图 8：非保本理财的资产配置情况 vs 理财子的资产配置



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

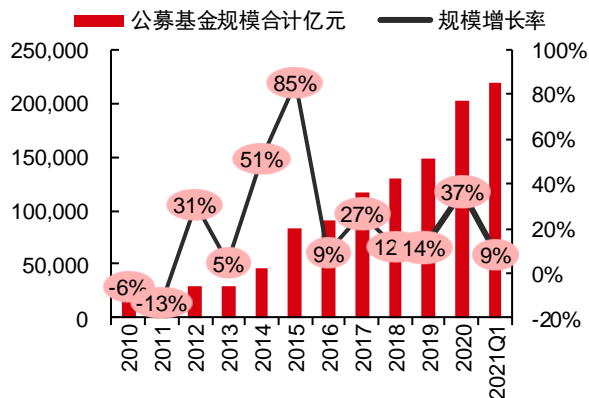
银行理财方面的更多内容，可参考《银行理财产品专题研究之六—2021Q1 银行理财回顾及展望：净值化初结果实，产品线多元布局》（2021.5.6）。

■ 公募基金：Q1 再度扩容，头部公司份额稳中有升

2021Q1 规模升至近 22 万亿元，Q1 货币市场型、主动权益型增量居前

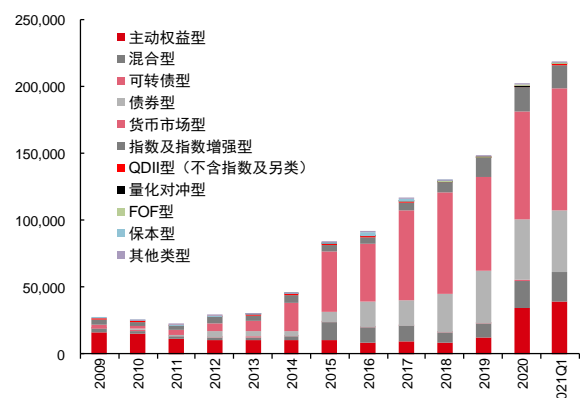
公募基金规模升至近 22 万亿元，继 2020 年后再扩容。截至 2021 年一季度末，国内公募基金管理规模升至 21.93 万亿元，再创历史新高；较 2020 年底规模增长约 1.7 万亿元，规模增幅 8.51%，整体仍然保持较好的增长势头。

图 9：历年公募基金规模及其增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部 日期：20210331 单位：亿元
注：未披露 3 月 31 日季度末规模的新发基金按首发规模纳入统计

图 10：历年基金规模分类²统计



资料来源：Wind，中信证券研究部 日期：20210331 单位：亿元

货币市场型、主动权益型增量居前。截至 2021 年一季度，基于自有分类统计口径（参见本页脚注），货币市场型、主动权益型、混合型基金增长较多，较 2020 年底分别增加

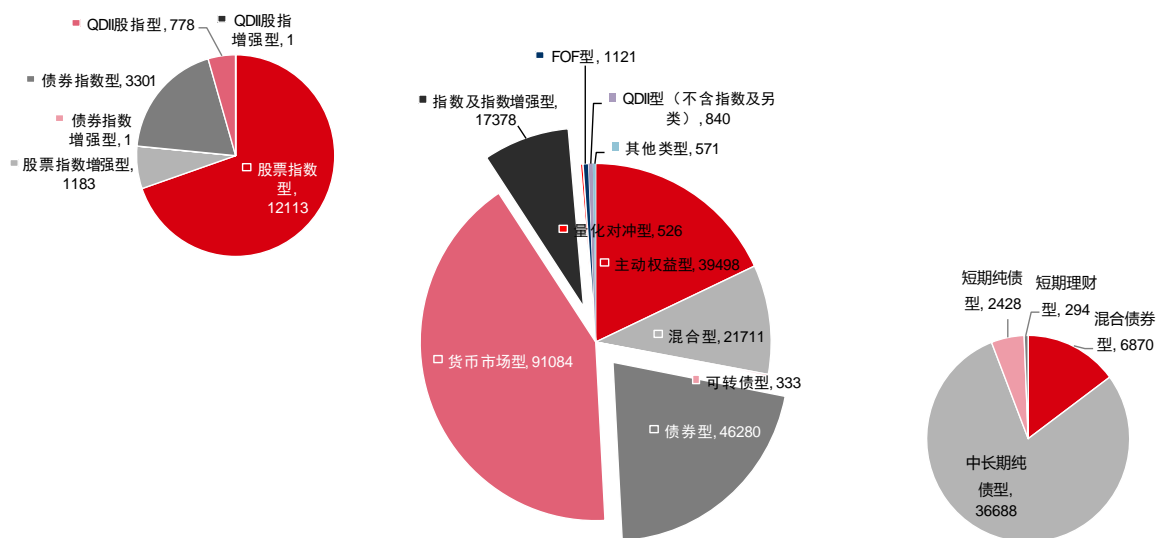
2 本文基金规模、业绩的统计以公募基金分类为基础，我们根据基金合同、投资策略将基金分为完备且互斥的 11 个大类、22 个子类，以期简明扼要的体现行业状况。其中，主动权益型包括股票型、偏股型基金（股票仓位多以六成为下限），混合型中剔除偏股型、原保本基金，主动债券型根据资产特征、策略不同进行了四类细分。此外，由于分级基金子份额业绩并非均由底层资产所致，故分级基金子份额业绩予以单列，但其规模统计归入对应的基金类型。

10567 亿元 (+13%)、4560 亿元 (+13%)、1592 亿元 (+8%)，权益核心品种规模增量表现不俗。此外，规模增量为正的基金类型有债券型、FOF 型、QDII 型、其他类型，分别增加 749 亿元、210 亿元、231 亿元、43 亿元。另一方面，可转债型、指数及指数增强型、量化对冲型规模有所下降。

产品线格局：货基规模占比微增至 42%，主动股混品种占比升至 28%

按主被动产品线分开统计，截至 2021 年一季度末，货币市场基金规模合计 9.11 万亿元，占比微增至 42%、仍居第一大品类。债券型规模列第二、达 4.63 万亿元。主动权益型、混合型规模均较 2020 年底有提升，分别升至约 3.9 万亿元、2.2 万亿元。

图 11: 2021 年一季度各类基金规模谱系图 (按主被动产品线分开统计)



资料来源：wind，中信证券研究部 日期：20210331 注：债券型中剔除指数及指数增强型品种

主动股混（主动权益+混合型）品种占比进一步升至 28%。相比 2020 年末，一季度公募基金各类产品线的市场格局保持相对稳定，权益品类的市场份额有所提升。主动股混（主动权益+混合型）品种升至 27.91%，超过行业近四分之一市场份额。

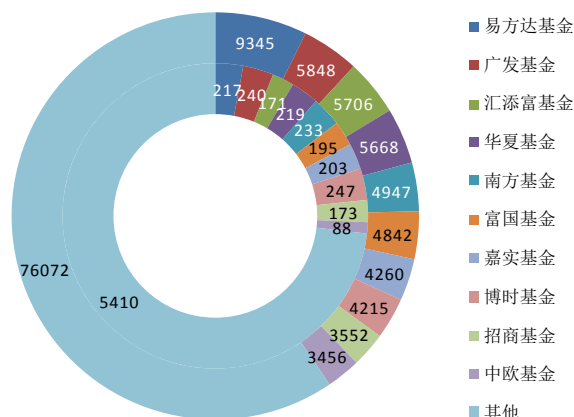
头部公司：十大公司规模占比超四成

头部基金公司市场份额稳定，20 家公司资产管理规模超两万亿元³。剔除货币市场基金、短期理财基金后，前十大基金公司规模占比 41%，相对去年底而言，头部公司市场份额集中度维持稳定。公募基金管理规模高于 1000 亿元的公司数目升至 37 家，其中共 20 家公司迈入两千亿元级别。

一季度公募基金共募资 1.07 万亿元，前十大公司的基金发行规模合计占比 52%，较 2020 年的 41%大幅提升，同期基金发行只数占比仅三成。上述公司均为中大型基金公司，募资效率保持在较高水平。

3该项规模统计剔除货币市场基金和短期理财基金。

图 12：2021 年 3 月底基金公司规模（剔除货基、短期理财基金）



资料来源：wind，中信证券研究部 日期：20210331 注：外环为基金规模（亿元），内环为基金只数。

基金经理管理规模：四人破千亿、易方达张清华、张坤居前二

易方达张清华管理资产规模突破 1400 亿元，四位基金经理管理规模高于 1000 亿元。剔除货币型基金后，前十名基金经理管理规模均高于 700 亿元，管理规模突破 1000 亿元的基金经理有 4 位，分别为易方达张清华（1448.94 亿元）、易方达张坤（1331.09 亿元）、华夏张弘弢（1038.51 亿元）、景顺长城刘彦春（1015.80 亿元）。

主动权益型规模方面，易方达张坤、景顺长城刘彦春、中欧葛兰分列前三，前十名基金经理管理规模均在 400 亿元以上，易方达、广发分别入选 3、2 人。

表 2：2021 年一季度前十大基金经理管理规模（剔除货币型，亿元）

基金经理	基金数量	合计规模	基金公司
张清华	10	1448.94	易方达基金
张坤	4	1331.09	易方达基金
张弘弢	13	1038.51	华夏基金
刘彦春	6	1015.80	景顺长城基金
余亮	5	868.78	中银证券
姚臻	5	776.96	农银汇理基金
徐猛	13	762.11	华夏基金
刘格菘	7	744.57	广发基金
胡剑	13	740.49	易方达基金
艾小军	15	731.22	国泰基金

资料来源：wind，中信证券研究部

表 3：2021 年一季度前十大基金经理管理规模（主动权益型，亿元）

基金经理	基金数量	合计规模	基金公司
张坤	3	1300.55	易方达基金
刘彦春	6	1015.80	景顺长城基金
葛兰	4	663.08	中欧基金
刘格菘	5	573.76	广发基金
胡昕炜	4	559.82	汇添富基金
冯波	4	550.37	易方达基金
萧楠	3	545.36	易方达基金
周应波	5	486.88	中欧基金
孙迪	5	436.26	广发基金
归凯	6	422.73	嘉实基金

资料来源：wind，中信证券研究部

注：此处主动权益型包含 Wind 分类中的普通股票型、偏股混合型

本部分内容可进一步参考《2021Q1 公募基金盘点与展望—管理规模创新高，前十份额超 4 成》（2021.4.30）。

■ 私募证券投资基金：2021Q1 行业规模估算增至 4.46 万亿元，资金流入推动

规模变动：Q1 有望达到 4.46 万亿元，单季度仍望维持增长

新产品募集维持高位，2021Q1 行业规模估算有望达到 4.46 万亿元。中国基金业协会发布的《资产管理业务统计数据（2020 年四季度）》显示，截至 2020 年 12 月底，私募证券投资基金规模约 4.30 万亿元，首次突破 4 万亿元。

结合后文私募证券投资基金产品 2021Q1 整体业绩-0.33%，我们估算该季度存续产品因业绩上涨带来的规模变动约-150 亿元，当季新产品发行规模 2150 亿元，假设当季产品清算规模 350 亿元，则产品净发行规模 1800 亿元；再假设存续产品净申购规模为 0 亿元，则该季度规模有望增长 1650 亿元。

表 4：2021Q1 私募证券投资基金规模变动估算（单位：万亿元）

季初规模	当季涨跌	业绩涨跌导致的规模变化	净发行产品规模	存续产品净申购规模	季末规模
4.2980	-0.33%	-0.015	0.18	0.00	4.46

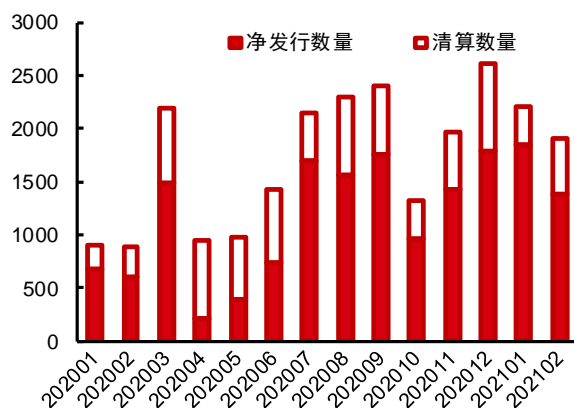
资料来源：中国基金业协会，中信证券研究部测算

变动分解：业绩略为负增长，资金维持净流入

资金维持净流入惯性，为行业规模增长的主要推力。今年一季度市场发生较大调整，但由于调整主要发生在 2 月下旬以来，调整主要抹平了前半个季度的涨幅。相对而言，整个一季度跌幅不大。根据本文后面的统计，一季度私募证券投资基金整体跌幅约为 0.33%，由此所带来的规模下降较为有限。

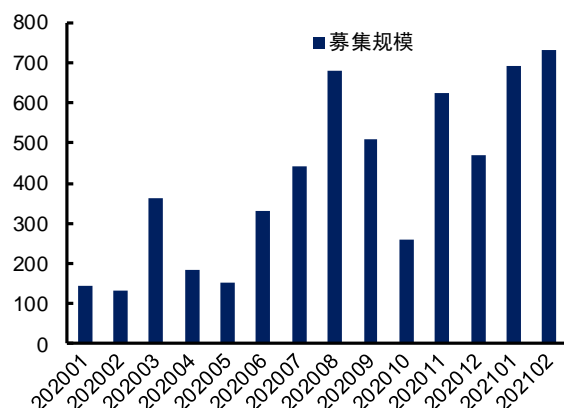
根据中国基金业协会的数据，今年一季度新产品募集规模达到 2152 亿元，仍维持高位水平。由于一季度市场发生显著调整，我们谨慎假设存续产品的申购规模与赎回规模相等，即净申购规模为 0。清盘产品规模方面，我们继续维持相对常态化的假设（350 亿元）。据此估算今年一季度资金净流入约为 1800 亿元。

图 13: 私募证券基金管理人月度备案和清算数量 (只)



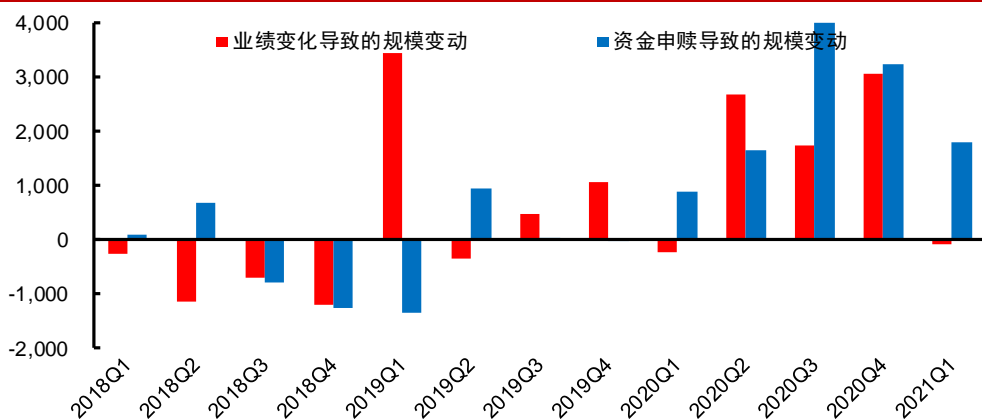
资料来源: 中国基金业协会, 中信证券研究部

图 14: 私募证券基金管理人月度募集产品规模 (亿元)



资料来源: 中国基金业协会, 中信证券研究部

图 15: 证券类私募基金存续规模变动分解 (估算)

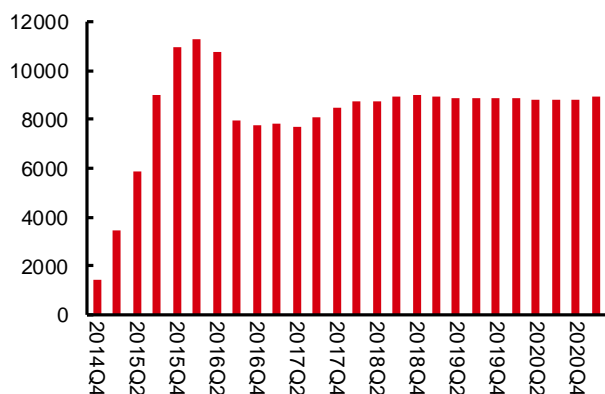


资料来源: 中信证券研究部估算

管理人: 头部扩张暂缓, 量化规模占比有所下降

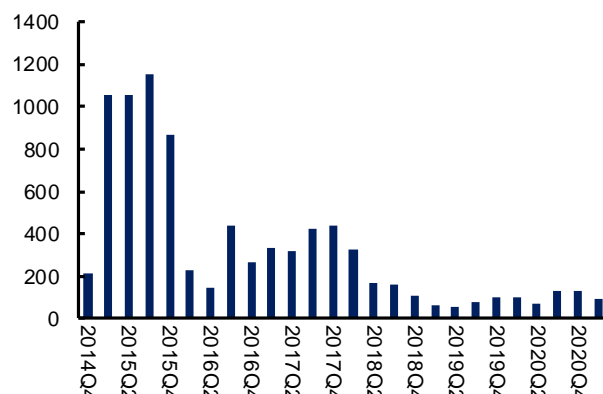
新备案 91 家私募证券基金管理人。根据中国基金业协会数据, 截至 2021 年 3 月底, 私募证券基金管理人存续备案数量为 8928 家, 相比 2020 年 12 月底 (8908 家) 净增加 20 家, 考虑到一季度新备案管理人数量为 91 家, 推算 2021Q1 私募证券基金管理人注销数量为 71 家。

图 16: 私募证券基金管理人存续备案数量 (家)



资料来源: 中国基金业协会, 中信证券研究部

图 17: 私募证券基金管理人季度新备案数量 (家)

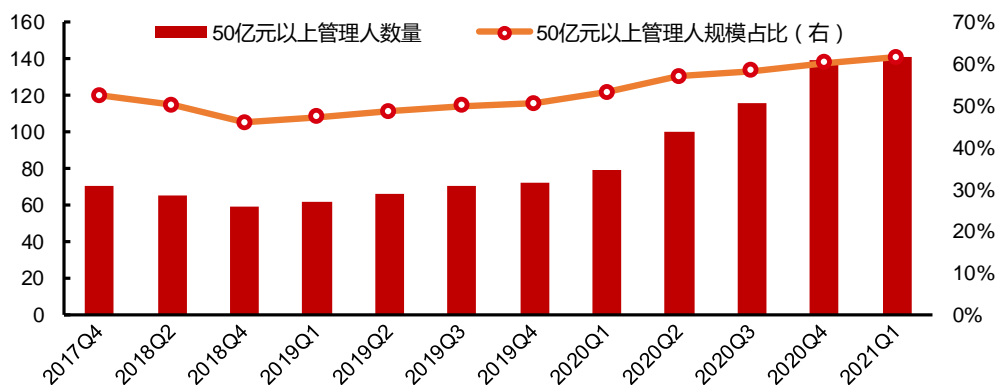


资料来源: 中国基金业协会, 中信证券研究部

50 亿元以上私募证券管理人数量与去年底基本持平。今年一季度市场整体出现调整, 业绩方面对头部管理人规模略有负贡献, 但是资金净流入方面仍有一定的正贡献。整体而言, 头部管理人规模仍然有望实现一定增长, 但是增长幅度应有限。

从 50 亿元以上私募证券基金管理人数量来看, 截至 2020Q4, 该数量为 139 家, 目前统计的截至 2021Q1 的数量为 141 家 (考虑到多数管理人可能尚未完成 2020Q1 相应数据的报备工作, 该数据仍不能完整反映 2021Q1 情况)。但结合上述业绩和资金净流入对规模的影响来看, 头部私募管理人的数量和规模整体上应该变化不大。

图 18: 50 亿元以上头部私募证券基金管理人数量



资料来源: 中国基金业协会, 中信证券研究部估算

量化: 管理人整体规模变化不大, 但占比可能略有下降

50 亿元以上量化类管理人 33 家, 与去年底基本持平。根据中国基金业协会管理人公示信息, 结合对私募管理人主要策略类型的判断, 截至 2021Q1, 规模 50~100 亿元、100 亿元以上的量化管理人数量分别约 14 家、19 家, 管理规模在 50 亿元以上的量化类管理人合计 33 家, 较 2020Q4 增加 1 家 (同上, 该数据仍不能完整反映 2021Q1 情况)。

表 5：管理人规模 100 亿元以上的量化私募基金管理人列表（2021Q1）

登记编码	管理人名称	成立日期	自主发行规模	顾问管理规模
P1001430	深圳诚奇资产管理有限公司	2013/9/24	100 亿元以上	10~20 亿元
P1003313	九坤投资（北京）有限公司	2012/4/12	100 亿元以上	0~5 亿元
P1004150	上海明泓投资管理有限公司	2014/4/17	100 亿元以上	0~5 亿元
P1004526	宁波灵均投资管理合伙企业（有限合伙）	2014/6/30	100 亿元以上	0~5 亿元
P1004907	北京天演资本管理有限公司	2014/8/5	100 亿元以上	5~10 亿元
P1005659	上海鸣石投资管理有限公司	2010/12/9	50~100 亿元	5~10 亿元
P1006079	深圳市前海进化论资产管理有限公司	2014/6/4	100 亿元以上	0~5 亿元
P1006545	南京盛泉恒元投资有限公司	2014/7/8	100 亿元以上	--
P1008275	上海金锝资产管理有限公司	2011/11/25	100 亿元以上	20~50 亿元
P1019161	上海嘉恩资产管理有限公司	2015/6/26	100 亿元以上	--
P1020148	浙江九章资产管理有限公司	2015/6/11	100 亿元以上	--
P1032021	宁波幻方量化投资管理合伙企业（有限合伙）	2016/2/15	100 亿元以上	100 亿元以上
P1064525	上海启林投资管理有限公司	2015/5/28	100 亿元以上	--
P1070325	上海衍复投资管理有限公司	2019/7/25	100 亿元以上	--

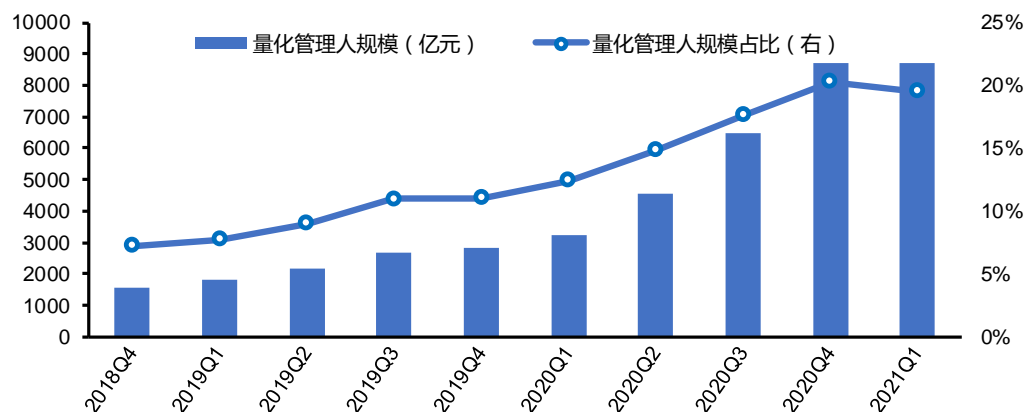
资料来源：中国基金业协会，中信证券研究部

量化管理人整体规模与去年底基本持平，但占比可能略有下降。根据不同规模区间的量化管理人数量的统计，以及业绩相应区间单个管理人平均规模的估算，结合中国基金业协会的更新数据，我们对截至 2020Q4 的量化管理人整体管理规模数据进行了更新，更新后的数据为 8710 亿元。

按照同样的估算方法，根据目前数据，我们估算截至 2021Q1 的量化管理人整体管理规模数据约 8720 亿元（同上，该数据仍不能完全反映 2021Q1 情况），与去年底基本持平。

量化私募管理人经历 2020 年快速发展后，扩张步伐有所放缓。虽然我们测算的量化私募管理人整体规模未发生显著变化，但规模增速不及主观类管理人，由此导致量化管理人整体规模在私募证券投资基金行业中的占比有所下降。其中 2020Q4 占比为 20.30%，估算 2021Q1 占比降至约 19.55%。

图 19：国内量化私募管理人整体规模（估算）



资料来源：中国基金业协会，私募排排网，中信证券研究部估算

私募基金方面的更多内容，可参考《2021Q1 私募证券投资基金行业回顾与展望—资金流

入维持惯性，CTA 表现相对领先》(2021.4.19)。

■ 金融产品市场趋势展望

总体趋势：长期扩容方向明确、短期增长仍受压制

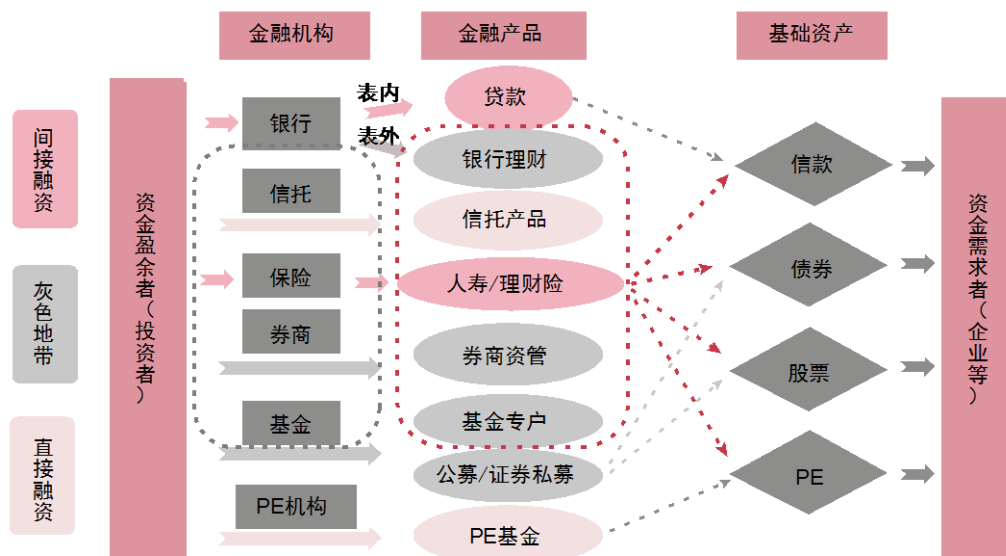
2020 年，实体经济杠杆率上升了近 25 个百分点，为 2009 年以来的最大年度增幅。然而金融产品市场总量增速相对温和(在 10%以内)，并未出现 2012-15 年期间最低 30+% 的快速扩容。直接原因是大体量的银行理财(非保本)、信托、券商资管等受资管新规的压制，尤其后两者的绝对规模仍处于下降通道。更深层次的，实体经济杠杆率的提升，主要是通过贷款和债券的方式取得资金，而不是依赖各类型资管产品的扩容。

展望未来，资管新规对于银行理财(非保本)、信托、券商资管、基金子公司规模的压制持续，因此大资管总量规模的增长速度仍将受到约束，短期难以恢复到此前快速增长的状态。经历调整期后，作为名义标价的金融工具，长远可能恢复到与货币供应量相对一致的水平。

各类资产子行业的竞合生态正向资产管理的本源回归。真正“爆款”的产品，要么具备公认的投资管理能力，例如明星私募和公募基金产品，要么具备强大的服务能力或者产品开发能力。

大资管时代持续考验投资管理能力和服务能力。一方面是作为受托人的投资管理能力，对于一类或几类资产/策略，能否打造出优秀的投资管理能力，提供有竞争力的投资业绩；另一方面是服务客户的能力，能否深入理解出资人/客户的需求，整合和开发产品，提供高质量的客户服务。

图 20：金融产品（资管产品）在实体经济投融资体系中的角色



资料来源：中信证券研究部绘制

合作大于竞争：在财富管理和投资管理端发挥各自比较优势

海外经验来看，银行系资管是资管行业的重要组成部分。根据 Willis Towers Watson 的统计，截至 2019 年底，海外 Top20 资管机构的管理规模合计 44.9 万亿美元，其中银行系资管机构共 7 家，管理规模合计 12.4 万亿美元，在 Top20 总资产规模中占比 27.6%。

理财子推动银行资管能力提升。资管新规的倒逼之下，原有的影子银行模式难以为继，只能往真正的资产管理迈进。银行理财子公司的陆续成立，正在驱动银行系资管在主动管理团队、体系建设、产品设计能力和净值型产品销售能力等方面的提升。进步并不一定体现为规模的变化，而是内在的能力、市场化净值化产品管理能力的获得。

各家理财子均着力布局多元化、全品类的产品体系。一方面，当前阶段，理财子的销售范围包括理财子直销和其他理财子或银行业金融机构代销两种模式，多元化产品体系有助于抢占空缺市场、拓宽销售范围。另一方面，我国居民人均财富水平不断上升，2000 年以来年均复合增长率超 14%，门类齐全的产品体系也是满足日益增长的财富管理需求的有力保障。

信托的不确定性较大，规模仍处于压缩的通道之内。资管新规在信托领域的配套办法，即《信托公司资金信托管理暂行办法》已经结束征求意见，正式规定尚未发布，其对于非标标的各种限制，是否会显著影响后续的业务开展，为市场高度关注但尚无定论的课题。券商资管的收缩周期尚未有结束的迹象，重要看点是公募基金和 ABS 业务。

大资管领域合作大于竞争，银行系资管拥有客户端优势，公私募在资产端具备竞争力。银行占据压倒性的客户和渠道优势，在贴近客户财富管理具有比较优势，然而并不一定每家银行都能具备基础证券的直接投资能力和相应的人才团队，在净值化和非标转标的过程中，有相当部分资金，需委托给外部的资产管理机构来管理。信托的情况更是如此。另一方面，公募基金管理公司在基础证券的投资上，总体具有较强的竞争力。所以从财富管理和投资管理的角度具有较好的合作空间。

公募基金处于良好的发展机遇期。一方面若资本市场改革深化叠加经济波动性下降，基础市场波动率有所抑制，将有助于改善权益类资产/基金的风险收益比和整体吸引力；另一方面，大体量的低风险偏好客户，例如银行理财的客户，亦是低风险公募例如债券和货币基金的潜在客户，同时也具备小比例配置高风险产品线的空间；第三，诸如基金投资顾问之类的业务试点，长期而言，在改善客户体验，促进基金管理成果转化为投资者实际回报，尽量抑制“基金赚钱、投资者不赚钱”的困境方面，潜力巨大；第四，国内资本市场尚非完全有效，主动管理仍有较好发挥空间，超额收益仍有望持续。最后，作为一种风险充分分散的投融资工具，在向直接融资的转型中，公募基金可以承担大资金优化配置促进经济转型的重任。

总结而言，公募基金作为低成本配置工具的属性和优势将继续保持，尽管暂时有所压制，但是指数、ETF 的发展势头预计将延续，尤其固定收益领域的被动投资工具具备明显机会。主动管理方面，明星基金公司、明星基金经理的品牌效应开始显现，未来随市场效率的提升，行业整体需进一步强化风格策略的稳定性和一致性，增加超额收益的可辨识

度和可把握性。此外，在新的资产种类/策略例如公募 MOM、REITs，后发基金公司仍然存在较多机会。

私募证券基金长期内有望逐步承接机构资金，并更加突出阿尔法属性。短期而言，因为理财子公司的业务尚处于初期，整体取向相对谨慎和保守，目前合作还处于考察和尝试期。但长远而言，随着私募行业的规范性提升，与财富管理端优势较强的银行类资管机构具有互补性。私募的重要特征和优势是：（1）更高的收费伴随更灵活充分的激励机制及更高的核心成员能力配备；（2）策略的灵活性和丰富性，伴随更少的投资限制。相比公募基金，更高的风险收益比，以及绝对收益特征应是私募基金最显著的特征，量化类私募的快速增长是重要的体现。未来私募基金将需要进一步凸显其阿尔法属性，以匹配其收费结构。

外资亦将有一席之地。外资已经广泛参与到各类型的资管市场，包括公募、私募，甚至银行理财子公司，以及最新推出的公募基金买方投顾业务，基于其长期积累的品牌、资源和禀赋，必定会有部分外资机构获得相当的市场份额，但纵观客户、渠道，以及本地化的投研等，外资机构尚不具备全面压倒性的优势。预计在充分竞争的之后，各类型机构将基于各自的比较优势，赢得自身的一席之地。

■ 风险因素

1) 本报告中对于金融产品的统计口径选择具有一定主观性，可能具有重复计算和遗漏，具体细项数据主要来自官方发布，但少量数据结合了估算；2) 行业实际发展可能偏离主观判断。

■ 相关研究

- 银行理财产品专题研究之六—2021Q1 银行理财回顾及展望：净值化初结果实，产品线多元布局 (2021.5.6)
- 2021Q1 公募基金盘点与展望—管理规模创新高，前十份额超 4 成 2021.4.30)
- 2021Q1 私募证券基金行业回顾与展望—资金流入维持惯性，CTA 表现相对领先 (2021.4.19)
- 金融产品市场回顾与 2021 年趋势展望—总量规模创历史新高、净值化权益品类领跑 (2020.11.12)
- 金融产品市场回顾与 2020 年下半年趋势展望—再扩容趋势确立、净值化品类领跑 (2020.6.8)
- 银行理财产品专题研究之二—2020Q1 回顾及展望：净值化进程中的新探索 (2020.4.29)
- 金融产品市场分析与趋势展望—企稳回升、结构优化 (2020.2.28)
- 银行理财产品专题研究之一 2019 年银行理财回顾及展望：革故鼎新，回归本源 (2020.1.13)
- 金融产品市场回顾和 2020 年趋势展望—净值化持续推进、新业态有待定格 (2019.11.13)
- 金融产品市场回顾和 2019 年下半年趋势展望—总量规模收缩、结构调整持续 (2019-05-07)
- 金融产品市场回顾和 2019 年趋势展望—大潮退去、大幕开启 (2018-11-07)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。