

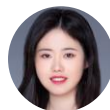
产品篇：阡陌交通的金融产品蓝图



刘均伟 分析员

SAC 执证编号: S0080520120002
SFC CE Ref: BQR365
junwei.liu@cicc.com.cn

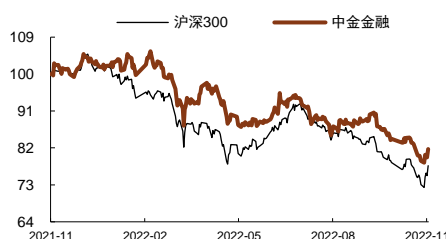
胡骥聪 分析员

SAC 执证编号: S0080521010007
SFC CE Ref: BRF083
jicong.hu@cicc.com.cn

黄月涵 分析员

SAC 执证编号: S0080522070005
SFC CE Ref: BRI225
yuehan.huang@cicc.com.cn

纵轴：相对值（%）



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

- 金融产品 | 基金研究系列（17）：国内养老金融产品市场通览：群雄逐鹿，多点开花（2022.09.24）
- 金融产品 | 解读公募定期报告（26）：权益仓位整体下行，防御性品类表现亮眼——“固收+”基金2022年三季度报（2022.10.28）
- 金融产品 | 解读公募定期报告（25）：从被动产品视角看三季度资金流向——被动基金2022年三季度报（2022.10.27）
- 金融产品 | 解读公募定期报告（24）：三季度FOF抗跌性凸显，都增配了哪些基金？——公募FOF2022年三季度报（2022.10.27）
- 金融产品 | 解读公募定期报告（23）：市场调整下，哪些资产受到关注？——主动权益基金2022年三季度报（2022.10.27）

更多作者及其他信息请见文末披露页

观点聚焦

投资建议

21 世纪以来，我国资管行业以亮眼的发展速度繁荣壮大。无论是金融市场还是金融机构，无论从主体类型还是规模大小，都迅速增长。银行、券商、保险公司、公募基金公司、私募基金公司、期货公司围绕不同业务展开，构建了一个日益丰富复杂的资管生态圈，在这个生态圈中，不断推出的各式各样金融产品是资管业务围绕开展的重要客体。本篇报告我们站在资管行业各类金融产品的视角，探讨不同金融产品的发展历程、产品特点、并展望其后续发展前景。

理由

各类金融机构主体根据不同的需求与规则约束，设计了多种多样的金融产品，包括但不限于：货币基金、纯债基金、股票权益基金、银行理财、REITs、FOF、股权投资产品等。

- 1) 不同类型产品在风险收益特征上就体现出明显差异。“风险与收益呈正比”的特征明显，承受风险越高的产品收益率也越大。不同类型产品在风险端的分布非常分明。
- 2) 不同产品对应的客户群体与客户需求也有所差别。投资者群体除了风险偏好维度会有区分，在久期偏好（能承受的资金流动性约束程度），投资门槛（在金融产品投资的知识与技能丰富度、可用以投资的资金多少）、以及投资的主要目的（这里我们简单分为流动性管理需求、资产保值、资本增值、金融配置四类）上均有区别。
- 3) 不同产品发展机遇与路径“同异并存”。投资者特征变化与市场环境等外在因素会对各类金融产品未来的发展空间与前景产生影响。投资者资金量持续增加，投资者风险偏好与专业知识同步上升，投资者接受专业化投资服务的意愿逐渐提高；以及个人养老第三支柱快速推进和近期加速完善的衍生品市场。

针对低风险产品中的货币基金、纯债基金；中低风险产品中的“固收+”基金、银行理财、养老理财；中风险产品中的FOF基金与REITs产品；中高风险产品中的各类股票权益基金；以及高风险产品中的股权投资产品，我们分别一一从其产品背景、发展历程、产品结构等角度剖析产品特点，并结合投资者特征与市场环境的变化趋势给出我们对该产品的前景展望与发展趋势。具体可见正文内容。

风险

未来投资者偏好上升幅度有不及预期的风险。对我国个人养老金制度发展与衍生品市场发展的估计有不符合未来实际发展情况的风险。

目录

概述：百花齐放的资管行业产品	5
产品差异无处不在：风险收益与客户需求	5
不同产品发展机遇与路径“同异并存”	6
资管产品展望	8
低风险产品：货币基金、纯债基金	9
货币基金：容纳大量个人投资者资金的低风险产品	9
纯债基金：顺应资管市场发展，产品形式不断创新	11
中低风险产品：“固收+”基金、银行理财与养老理财	14
固收+基金：兴起并非偶然，发展前景清晰	14
银行理财产品：与监管同行，走向标准化	18
养老理财产品：投资期限偏长，普惠金融特征明显	21
中风险产品：FOF 产品、REITs 产品	25
FOF 产品：受益养老金体系发展，FOF 市场空间广阔	25
REITs 产品：投融资创新的主动战略谋划，未来市场扩容可期	28
中高风险产品：股票权益基金	34
股票基金：被动指数类基金与 QDII 基金有望成为下一个爆点	34
高风险产品：另类投资产品	39
股权投资产品：短期或有压力，投新投绿产品未来发展空间广阔	39
风险提示	44

图表

图表 1：不同类型产品风险收益特征差异巨大	5
图表 2：不同产品所对应的客群特征与主要需求	6
图表 3：我国个人持有可投资资产总体规模不断增长	7
图表 4：居民对金融资产的配置比重提升	7
图表 5：中产家庭未来一年资产增持意愿	7
图表 6：高净值人群境内可投资资产配置比例变化	7
图表 7：我国衍生品发展示意图	8
图表 8：不同资管产品特征一览	8
图表 9：货币基金发展大事件	9
图表 10：货币基金总规模突破十万亿元，超过欧洲成为全球第二大货基市场	10
图表 11：货币基金以个人投资者结构主导，其占比最近几年稳定在 80% 以上	10
图表 12：债券基金发展大事件	11
图表 13：纯债基金总规模突破五万亿元，在债券型基金中占比超七成	12
图表 14：从新基发行数量看纯债基金的三轮扩容	12
图表 15：纯债基金投资者结构变迁（规模加权）	13
图表 16：各类纯债基金机构投资者占比变化	13
图表 17：“固收+”基金策略分类及基金类型构成	15
图表 18：“固收+”基金可用加法策略	15

图表 19: “固收+”基金规模在 2020-2021 年间爆发式增长.....	16
图表 20: “固收+”基金数量分布（按基金类型）.....	16
图表 21: “固收+”基金规模分布（按基金类型）.....	16
图表 22: “固收+”基金整体投资者结构趋于均衡.....	17
图表 23: “固收+”基金内部不同类型基金下机构投资者占比变化.....	17
图表 24: 多方面因素共同促进“固收+”产品兴起.....	18
图表 25: 资管新规前，预期收益理财产品占比近 9 成；资管新规后，理财净值化率迅速提升至 95%（1H22）.....	19
图表 26: 理财产品规模增长回顾：2018 年转型阵痛后，2020 年中以来规模重回增长通道.....	20
图表 27: 理财产品个人投资者数量远超机构投资者.....	20
图表 28: 理财产品规模结构（按产品投资起点分类）：约 9 成产品面向长尾客群.....	21
图表 29: 按投资性质划分，理财产品结构进一步向固定收益类、现金管理类产品倾斜.....	21
图表 30: 2022 年 2 月后，试点机构拓展至 11 家理财子公司.....	23
图表 31: 成立一月以上养老理财产品加权平均年化收益：混合类养老理财产品跑赢行业平均.....	24
图表 32: 分机构养老理财产品全口径加权平均年化收益：光大、贝莱德建信凭借混合类产品跑赢同业.....	24
图表 33: 代表性养老理财产品资金委外比例与行业平均对比：撬动外部优质投研资源是做高收益重要途径.....	24
图表 34: 代表性养老理财产品非标资产配置比例与行业平均对比：超配非标是做高收益的另一途径.....	24
图表 35: 公募 FOF 基金发展大事件.....	25
图表 36: 公募 FOF 产品规模数据.....	26
图表 37: 不同类型 FOF 产品投资者占比.....	26
图表 38: 美国 FOF 产品个数与规模.....	27
图表 39: 美国 FOF 产品规模占比稳定在 9%左右.....	27
图表 40: 我国养老三支柱体系结构相对失衡.....	28
图表 41: 地方大量投资沉淀于基础设施及其他运营性固定资产.....	29
图表 42: 公募 REITs 市值规模变化.....	29
图表 43: 公募 REITs 投资者结构.....	30
图表 44: 中国公募 REITs 产品典型架构.....	31
图表 45: 公募 REITs 上市至今收益率（假设分红不用于再投资）.....	32
图表 46: 公募 REITs 加权总回报与股债指数滚动 20 个交易日相关性系数.....	32
图表 47: 2001 年来美国持有 REITs 家庭比例近翻倍.....	33
图表 48: 美国 REITs 市场投资者结构.....	33
图表 49: 公募股票基金规模近几年迅速扩容.....	35
图表 50: 私募股票基金个数不断增长.....	35
图表 51: 主动权益各主题基金历史数量占比变化.....	36
图表 52: 主动权益各主题基金历史规模占比变化.....	36
图表 53: 被动指数产品各类型规模占比变化.....	36
图表 54: 不同行业主题被动指数产品规模占比变化.....	36
图表 55: 公募主动权益基金以个人投资者为主体.....	37
图表 56: 公募指数类型基金投资者结构相对均衡.....	37
图表 57: 美国本土主动与被动权益基金占比.....	37
图表 58: 中国本土主动与被动权益基金占比.....	37
图表 59: 美国主动权益基金中投资海外资产的产品占比稳定在 3 成左右.....	38
图表 60: 中国 QDII 在权益基金产品中占比较低，但近期迅速上升.....	38
图表 61: 股权投资产品是融通初创/成长期创新企业与资金方的投资枢纽.....	39
图表 62: 我国股权投资产品募资额时间序列.....	41
图表 63: 我国股权投资产品募资额币种分布.....	41

图表 64：已备案股权投资基金规模分布.....	41
图表 65：股权投资产品募资额分布（按产品策略）.....	41
图表 66：股权投资产品行业分布（按投资金额）.....	42
图表 67：股权投资产品募资来源（LP）结构.....	43
图表 68：募资端影响因素	43



概述：百花齐放的资管行业产品

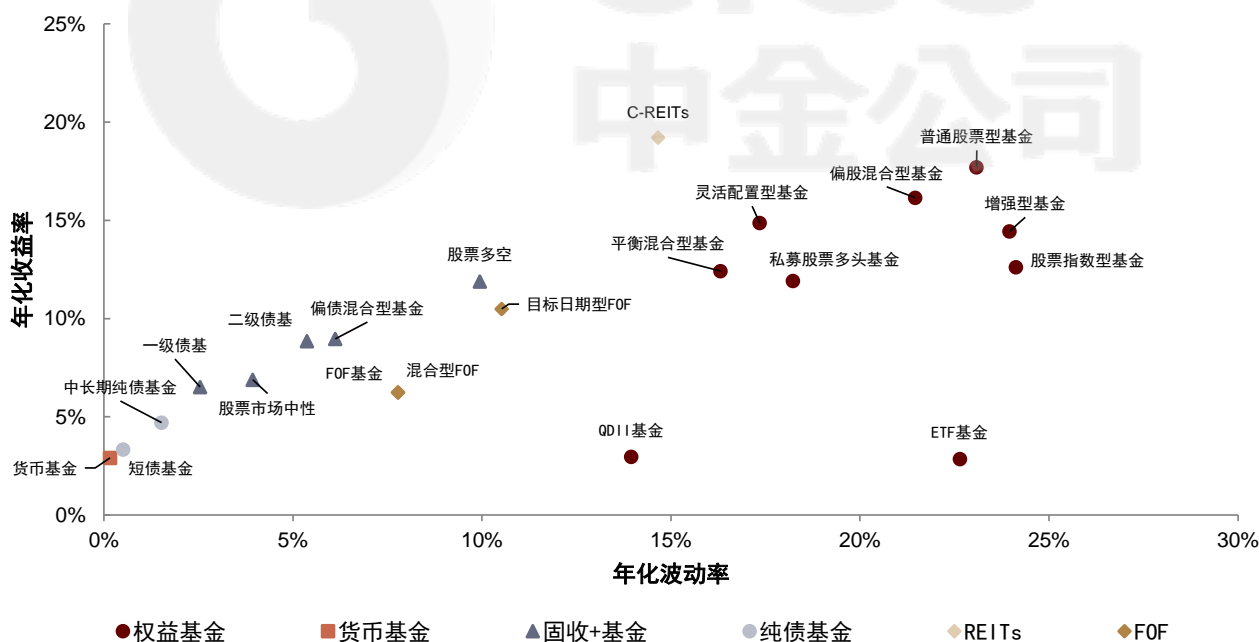
21 世纪以来，我国资管行业以亮眼的发展速度繁荣壮大。无论是金融市场还是金融机构，无论从主体类型还是规模大小，都迅速增长。银行、券商、保险公司、公募基金公司、私募基金公司、期货公司围绕不同业务展开，构建了一个日益丰富复杂的资管生态圈，在这个生态圈中，不断推出的各式各样金融产品是资管业务围绕开展的重要客体。本篇报告我们站在资管行业各类金融产品的视角，探讨不同金融产品的发展历程、产品特征、并展望其后续发展前景。

产品差异无处不在：风险收益与客户需求

随着我国金融市场不断开放，越来越多的金融标的类型进入到投资者的视野中，从货币、债券、股票，到基金、股权、基础设施等。围绕这些基础金融标的，各类金融机构主体根据不同的需求与规则约束，通过投资某一类或多类底层资产设计了多种多样的金融产品，包括但不限于：货币基金、纯债基金、股票权益基金、银行理财、REITs、FOF、股权投资产品等。

这些产品首先在风险收益特征上就体现出巨大差异。我们用各类产品表征指数净值测算不同产品类型年化收益与年化波动。整体上，“风险与收益呈正比”的特征明显，承受风险越高的产品收益率也越大。不同类型产品在风险端的分布非常分明，从低风险到高风险依次为：货币基金、纯债基金、固收+基金、FOF 产品、REITs 产品、权益基金。

图表 1：不同类型产品风险收益特征差异巨大



资料来源：Wind，朝阳永续，中金公司研究部，注：数据样本截至 2022.6.30

除了风险收益，不同产品对应的客户群体与客户需求也有所差别。投资者群体除了风险偏好维度会有区分，在久期偏好（能承受的资金流动性约束程度），投资门槛（在金融产品投资的知识与技能丰富度、可用以投资的资金多少）、以及投资的主要目的（这里我们简单分为流动性管理需求、资产保值、资本增值、金融配置四类）上均有区别。因此不同金融产品由于其自身特征差异，对应客群自然也有所区分。不同产品对应客群特征可见下表。

图2：不同产品所对应的客群特征与主要需求

	风险偏好	久期偏好	投资门槛	投资目的
货币基金	★	★	★	流动性管理
纯债基金	★	★	★★	资本保值增值
固收+基金	★★	★	★★	资本增值
银行理财	★★	★	★	资本保值增值
养老理财	★★	★★	★	配置需求
REITs	★★★	★★	★★★	配置需求
普通FOF	★★★	★	★	配置需求
养老FOF	★★★	★★	★	配置需求
公募权益基金	★★★★	★	★★	资本增值
私募权益基金	★★★★	★★	★★★	资本增值
股权投资产品	★★★★★	★★★	★★★	资本增值

资料来源：中金公司研究部

不同产品发展机遇与路径“同异并存”

对于各类型产品而言，由于产品底层资产与运行规则政策有所不同，因此也存在一些具有差异化的独有因素影响其发展方向与空间大小。不过，同时也会有一些共性的外在因素能对各种产品均产生显著影响。大体上我们可以把共性因素分为两个方面：投资者维度，与市场环境维度。

投资者维度上，包括投资者资金量、风险偏好变化、专业知识与精力意愿几个因素。其中：

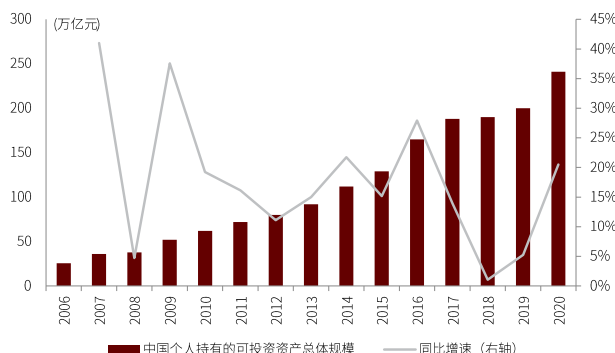
1) 投资者资金量持续增加。随着我国经济发展，我国居民财富处于快速增长阶段，根据招商银行统计，2020A/2021E 我国居民财富达到 241/268 万亿元，2018 年到 2021 年 CAGR 为 9.3%。在人均 GDP 不断提高、房地产调控趋紧、利率水平走低、理财产品净值化等多因素共同作用下，我国居民在金融资产上配置的比重不断上升。整体上利好所有金融产品类型。

2) 投资者风险偏好与专业知识或能同步上升。伴随居民个人收入与资产配置需求的增大，同时在金融机构不断加大投入投资者教育与产品宣传的基础上，越来越多的投资者开始接触、熟悉与接受相对中高风险的金融产品。一定程度上该趋势意味着“中、高风险，中、高回报”特征的产品将有相对更大的发展空间。

3) 投资者逐渐倾向接受专业化投资服务。我国市场环境在最近几年有效性明显提升，专业化、机构化特征逐步显现。越来越多的投资者更愿意将资金交给专业的从业者来打理。同时，在产品个数不断增加，种类不断丰富的情况下，投资者亲自管理的精力成本也在不断抬升。故而进一步增加了投资者接受专业投资服务的倾向。根据普益标准和普益集团联合发布的《2020 中国中产家庭资产配置白皮书》¹，我国中产家庭在对未来投资计划中，有超六成的中产家庭计划在未来增持公募基金，值得注意的是对私募基金的关注度同样提高，私募基金持有人在 18%，但有 26% 的中产家庭计划未来增持。招商银行发布的 2021 中国私人财富报告显示，高净值人群的资产配置具有类似特征，对公募基金的配置大幅提高，对私募基金的配置也有小幅上升。因此，**突出管理专业化或是未来金融产品发展与创新的重要因素。**

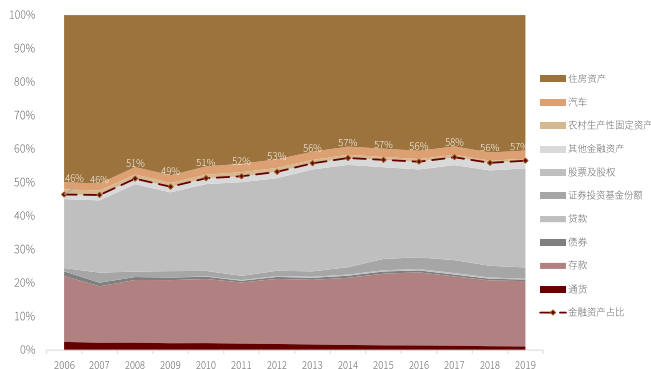
¹ 白皮书对中产家庭定义为家庭年可投资资产在 10 万-600 万之间的家庭。

图 3：我国个人持有可投资资产总体规模不断增长



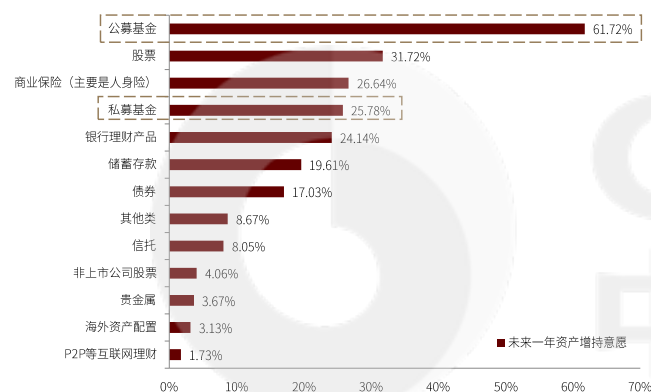
资料来源：Wind，招商银行，中金公司研究部

图 4：居民对金融资产的配置比重提升



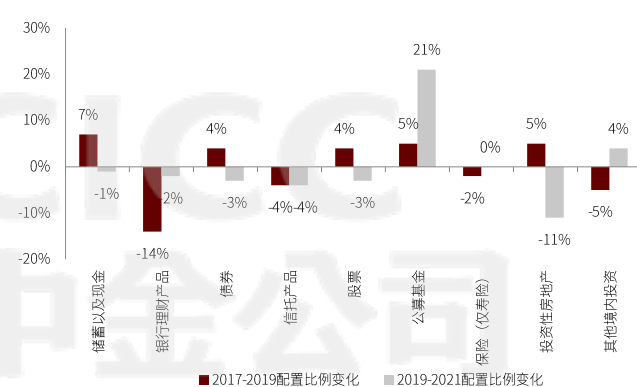
资料来源：Wind，中金公司研究部

图 5：中产家庭未来一年资产增持意愿



资料来源：《2020 中国中产家庭资产配置白皮书》，中金公司研究部

图 6：高净值人群境内可投资资产配置比例变化



资料来源：招商银行 2021 中国私人财富报告，中金公司研究部
注：其他境内投资包括私募股权投资、私募证券投资基金、黄金、对冲基金及收藏品

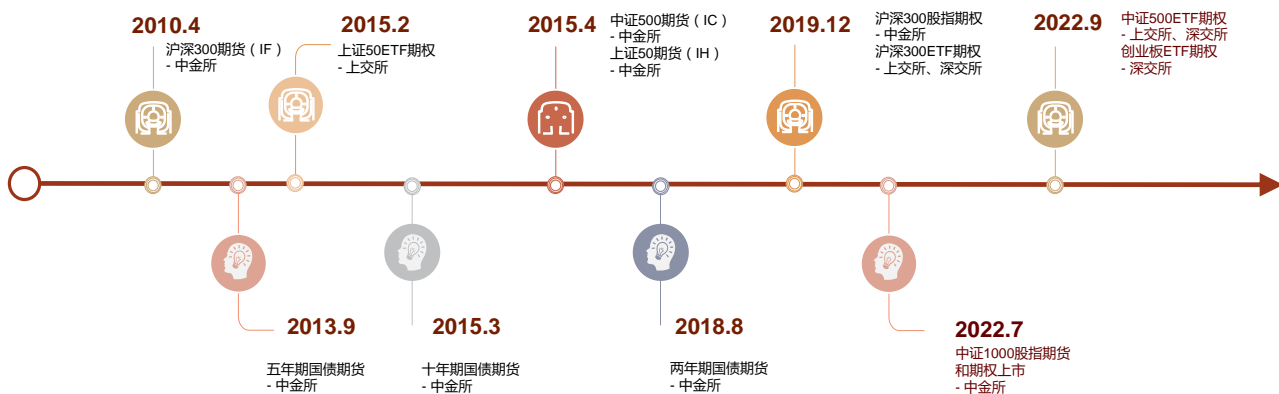
市场环境维度上，较为明显的趋势一是养老第三支柱推进，一是衍生品市场加速完善。其中：

1) 个人养老第三支柱快速推进。2018 年 3 月，养老 FOF 基金开始试点，并在 2019 至 2022 年间，养老金融产品相关支持政策密集出台，不论是 2021 年 6 月的专属商业养老保险试点、2021 年 9 月的银行养老理财试点，还是即将于 2022 年 11 月开闸的特定养老储蓄试点，都引导着公募基金、保险公司、银行及银行理财子公司纷纷入场布局。2022 年 4 月，国务院出台《关于推动个人养老金发展的意见》，自此，个人养老金制度正式确立，个人养老金账户全面落地在即。同年 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）》，进一步明确个人养老金账户实施细节，其中，对个人养老金可投资基金范围也做出了限定。针对个人养老金制度，结合机构自身禀赋开展产品创新，将成为能否乘上个人养老金“东风”的关键。

2) 不断丰富的衍生品工具，进一步拓宽产品创新的维度。2022 年金融衍生品迅速发展，4 月份我国首部关于衍生品交易的法律《中华人民共和国期货与衍生品法》通过，7 月底中证 1000 指数期权正式上市，9 月 19 日上交所上市中证 500ETF 期权，深交所上市创业板 ETF 期权、中证 500ETF 期权。这是继 2019 年 12 月沪深 300 相关期权后续首批上市的 ETF 期权。我们

认为这批期权产品的上市启动标志着“期衍法”背景下或将出现更多配套衍生品工具，在健康有序的金融环境中进一步丰富我国金融衍生品市场。同时丰富的衍生品工具能够被很多类型金融产品结合使用，调整其风险收益特征，进一步打开了该类产品创新的空间。

图表 7：我国衍生品发展示意图



资料来源：上交所，深交所，中金所，中金公司研究部

资管产品展望

在中国资管行业发展的进程中，各式各样的金融产品先后出现并拓宽了资管产品生态。这里既有早在 20 世纪 80 年就出现但发展速度相对缓慢的股权投资产品，也有像“固收+”基金这类较晚作为产品类型出现，但发展极为迅猛的产品。这些产品各自特征鲜明，阡陌交通般地织出了资管行业产品蓝图，以满足各类有着不同资管诉求的投资者群体。而站在当下，结合当前的市场情景与政策环境，我们认为以下资管产品在近期或有更大发展空间：

- 受养老政策加速落地支持的养老相关产品，例如养老 FOF、养老理财。
- 更受益于居民可投资资金增长与风险偏好提升的偏高风险产品，例如固收+基金、股票权益基金。
- 受益于资管产品选择丰富化、衍生品工具逐步完善的资管产品，例如 FOF、固收+基金。

图表 8：不同资管产品特征一览

	出现年份	风险收益特征	规模（万亿元）	投资者
货币基金	2002	低	10.6	个人为主
纯债基金	2003	低	5.6	机构为主
固收+基金	2019（产品概念）	中低	2.9	均衡略偏机构
银行理财	1995	中低	29.2	个人为主
养老理财	2021	中低	0.3	个人为主
养老 FOF	2018	中低	0.1	个人为主
普通 FOF	2017	中	0.1	个人为主
REITs	2021	中	0.1	机构为主
公募权益基金	1998	中高	7.5	个人为主
股权投资产品	1985	高	11.6	机构为主

资料来源：中金公司研究部

注：股权投资产品规模数据截至 2020 年，纯债基金规模数据截至 2021 年，其余规模数据截至 2022.6.30

低风险产品：货币基金、纯债基金

在上一章节中，可以看出无论从资管产品的收益风险特征角度，还是客户需求角度。很多产品都呈现出明显的差异化现象。同时各类产品在当下的市场环境 with 投资者群体特征变化都或多或少有着各自的发展机遇。后续章节将沿着产品风险特征从低到高，深入每一类产品子类，探讨其发展历程与未来创新展望。

首先，基于产品历史表现所体现出来的波动特征，低风险资管产品我们主要探讨货币基金与纯债基金。

货币基金：容纳大量个人投资者资金的低风险产品

► 产品定义与发展历程

世界上第一只货币基金于 20 世纪 70 年代处最先起源于美国。而中国的货币基金起步相对较晚。中国首只货币基金于 2003 年 12 月正式成立，主要驱动力是银行间与一般存款的利差。我国于 1996 年开始相继实现了银行间同业拆借、银行间债券回购、政策性金融债、国债利率的市场化，但个人和企业存款利率长期以来并未实现市场化定价。当时市场上几乎都是风险特征较高的股票型基金，然而不少投资者的风险偏好并不适配高风险产品。华安基金试图把货币基金作为基金市场的突破口，推出了中国境内第一只货币市场基金—华安富利²。随后中国货币基金市场在发展中经历了 4 个规模大幅上升阶段，分别在 2004-2006 年的货币基金发展初期、2008-2009 年全球金融危机、2011-2012 年间、以及 2013-2014 年间，货币基金市场都有很大的规模上升。

中国货基规模从 2014 年末的 2 万亿元左右，猛增至 2018 年 9 月最高的 8.3 万亿元。由于监管趋严、资金去空转以及同业去杠杆，货基规模的上升进入了瓶颈期，一度回落至 7 万亿元。2020 年下半年，货币基金再度增长，2022 年 6 月底规模为 10.6 万亿元。根据惠誉评级的报告显示，截至 2022 年 6 月末，中国首次超过欧洲成为全球第二大货基市场，占全球资产总规模的 18%，仅次于美国（55%），但高于欧洲（17%）³。

图表 9：货币基金发展大事件

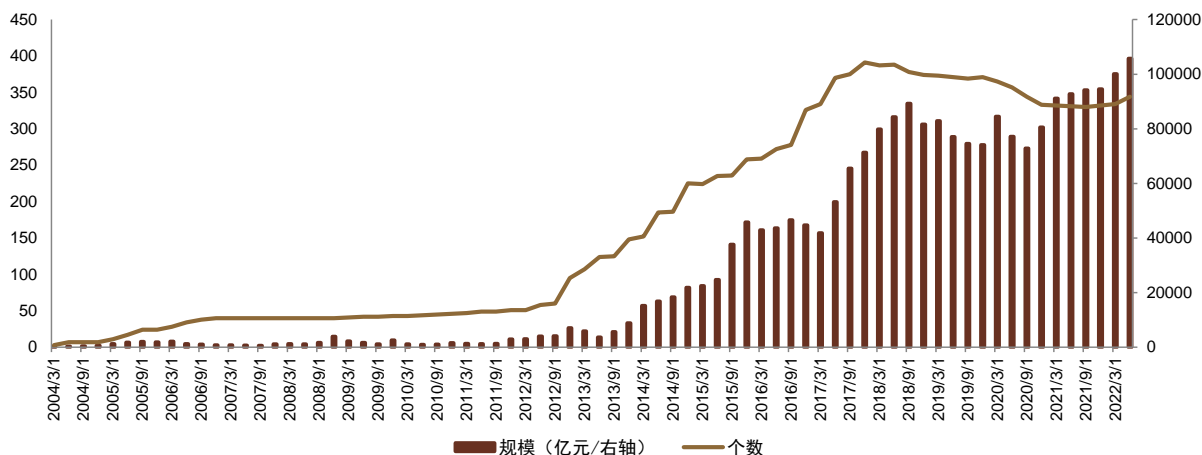


资料来源：Wind，证监会，中国政府网，基金业协会，央行，中金公司研究部

² 华安基金：<https://www.huaan.com.cn/aboutSurvey.html>

³ 惠誉评级：<https://www.fitchratings.com/research/zh-cn/fund-asset-managers/ef7ee1ed-d201-46cd-b159-8123534a16ae-13-08-2022>

图表 10：货币基金总规模突破十万亿元，超过欧洲成为全球第二大货基市场

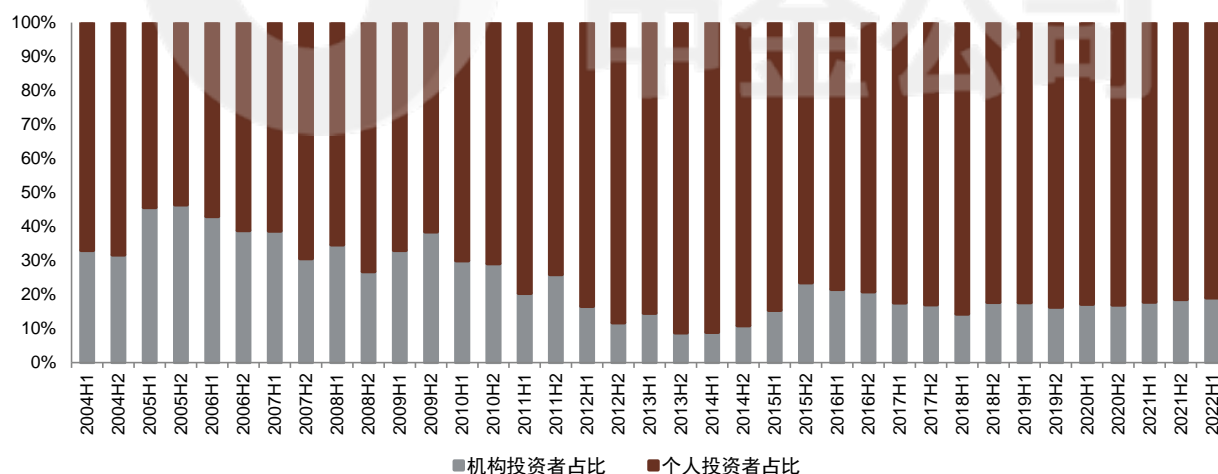


资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.6.30

► 投资者结构

作为几乎“零风险”的产品类型，货币基金产品天然受到大量风险偏好较低的个人投资者的青睐。同样，对于一些机构投资者，货币基金是一种不错的流动性管理工具。货币基金的投资者机构中，机构投资者占比在 2014 年之前整体呈现逐年下降的趋势，之后逐渐稳定在 20% 左右。目前整体由个人投资者占主导地位。

图表 11：货币基金以个人投资者结构主导，其占比最近几年稳定在 80% 以上



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.6.30

► 产品展望

结合货币基金个数、规模、投资者结构数据，从 2017、2018 年以来，产品个数已逐渐不再增长、甚至小幅减少。规模增长幅度相对其它资管产品增速也相对较慢。同时投资者结构亦趋于稳定。我们认为作为现金管理工具，货币基金产品的风险特征使其具有独特的功能性，但其单一的投资标的类型也制约了其它的功能拓展。

纯债基金：顺应资管市场发展，产品形式不断创新

► 产品定义与发展历程

国内市场中的债券型基金产品可分为纯债型基金与混合型基金两类，前者无法直接投资于股票资产，而后者可以根据规定适当参与股票投资。从投资操作类型来看：纯债型基金可以根据运作方式分为被动纯债基金和主动纯债基金；从运作方式来看：主动纯债基金又可分为开放式纯债基金和定期开放型纯债基金（下简称“定开纯债基金”）；从持仓特征来看：开放式纯债基金又可进一步划分为短期纯债基金、中长期纯债基金和含权纯债基金。

相较于混合型债基，纯债基金推出的时间相对晚一点，国内第一只纯债基金招商安泰债券成立于 2003 年 4 月，其含权比例变化相对较大，转债持仓最高占比曾超过 30%。同年 10 月，市场首只被动纯债基金长盛全债指数增强发行，此后被动纯债基金经历了较长时间的发行空窗期，2018 年末以来伴随着被动基金市场发展进入快车道，被动纯债基金也同步经历扩容。与被动纯债基金类似，首只短期纯债基金于 2006 年发行的，但直到 2018 年开始规模才逐渐增长。2012 年是纯债基金时隔五年再次密集发行的时候，也诞生了首只定开纯债基金国联安信心增长 A。随着 2018 年资管新规落地实施，摊余成本法债基作为符合资管新规要求的过渡品种亦经历了一段发行高峰。

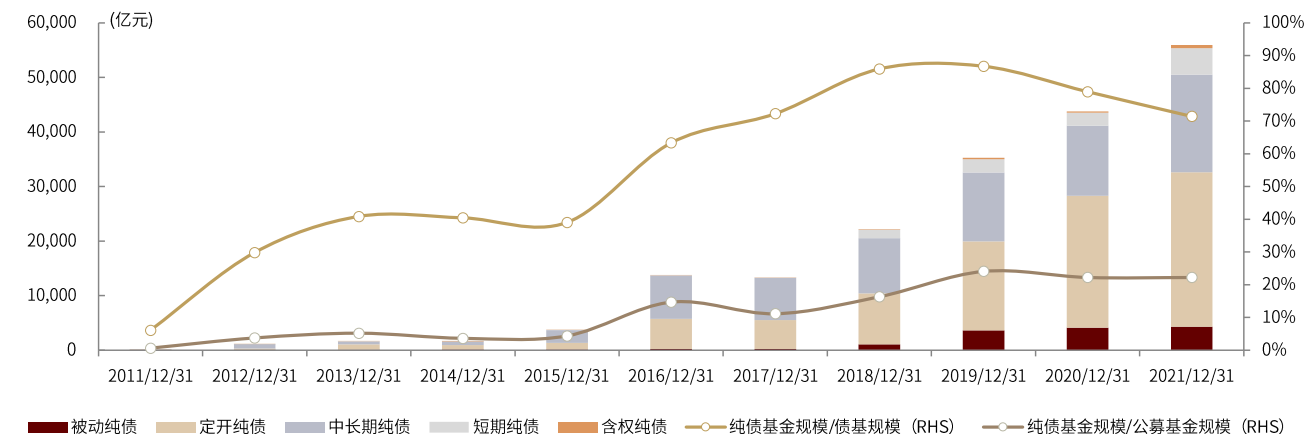
图表 12：债券基金发展大事件



资料来源：证监会，央行，Wind，中金公司研究部

纯债基金总规模突破五万亿元，定开纯债基金占比过半。总体来看，截至 2021 年底，全市场纯债基金两千余只，总规模达到 5.6 万亿元，占债券型基金的 71%，占全部公募基金的 22%。分类来看，定开纯债基金占比过半，总规模 2.8 万亿元；中长期纯债基金规模紧随其后，达到 1.8 万亿元，占比 32%；短期纯债基金、被动纯债基金及含权纯债基金目前规模相对较小，占比分别 8.7%、7.7%、1.0%。趋势来看，伴随着 2019 年以来股票市场行情持续上行，基金投资热情高涨，各类公募基金均迎来了规模大扩容，但相比之下纯债基金在整个公募基金中的占比反而有所下滑；2018 年之后，定开纯债基金逐渐超越中长期纯债规模，成为纯债基金的主力品种。

图表 13：纯债基金总规模突破五万亿元，在债券型基金中占比超七成



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2021.12.31

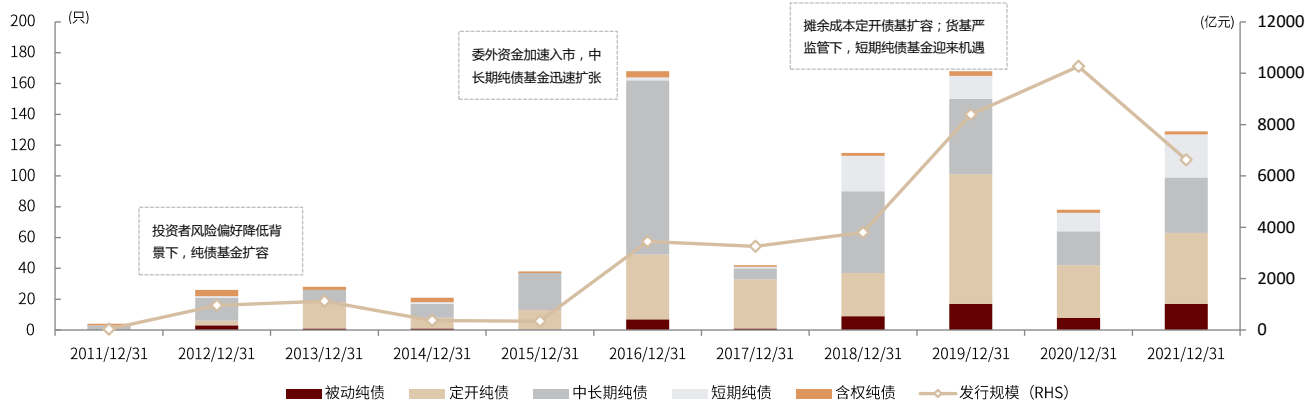
近十年以来，市场行情和监管政策等因素助推了纯债基金的发展，从存量规模与新发数量来看，纯债基金经历了三轮扩容潮：

2012~2013 年：股市受挫促使投资者风险偏好下降，纯债基金这一低风险品种在市场上热销，2013 年新发产品数量超过了偏股型基金，达到 130 只，占当年新发公募基金数量的 1/3 左右。

2015~2016 年：“资产荒”背景下银行、保险等机构积累大量流动性，委外资金借道公募加速入市，助力纯债基金迅速扩容，2015、2016 年纯债基金规模同比增长分别达 119%和 269%。2016 年四季度新发纯债基金 165 只，为历史以来的季度发行峰值，其中，中长期纯债基金占比达 68%。

2018~2020 年：资管新规后摊余成本定开纯债基金迎来发展机遇，定开纯债基金在纯债基金中的规模占比由 2017 年末的 31%升至 2020 年末的 55%；此外，严监管下的货币基金发行寥寥，短债基金承接部分货币基金资金，市场存量规模也由 2017 年末的 50 亿爆发式增长至 2018 年末的 1585 亿元。

图表 14：从新基发行数量看纯债基金的三轮扩容



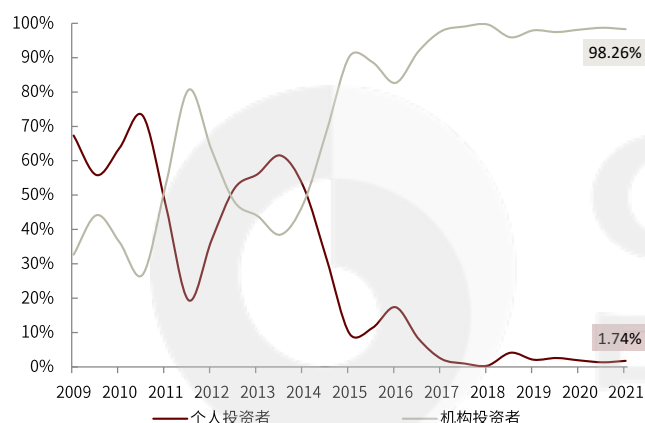
资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2021.12.31

► 投资者结构

从整体来看，纯债基金的机构持有比例从 2014 年起大幅上升并自 2017 年起一直维持在 95% 以上。出现该现象的一个重要原因在于我国 2014 年后经济下行压力较大，货币政策开始放松，银行及险资均获得释放出的大量流动性。这部分大量资金有不少以类似专户的形式进入纯债基金与货币基金，致使 2014 以后纯债基金的机构投资者占比迅速上升。截至 2021 年 6 月底，机构投资者持有份额占比达到 98.3%（规模加权），主要受到定开纯债基金的拉动。而相比之下，风险和收益水平更接近于理财产品的短期纯债基金更受个人投资者欢迎，自然人持有份额占比达 31.4%。

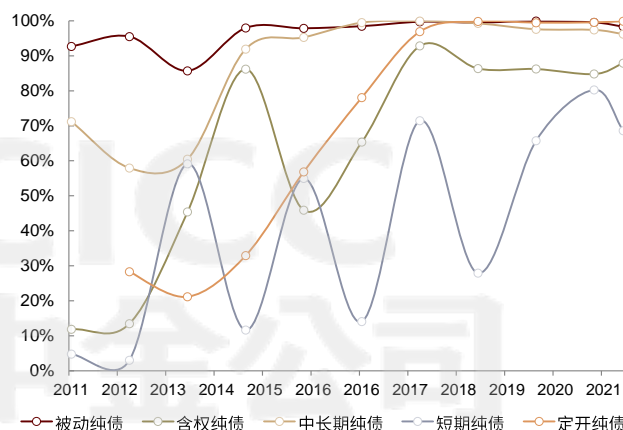
从头部管理机构来看，截至 2021 年 6 月底，1) 纯债基金个人投资者占比几乎均低于 10%（汇添富基金除外），近年来持续下降；2) 农银汇理基金、中银证券、浦银安盛基金三家银行系基金管理人的纯债基金机构投资者持仓比例达到 100%，产品主要集中于定开纯债基金。

图表 15：纯债基金投资者结构变迁（规模加权）



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2021.06.30

图表 16：各类纯债基金机构投资者占比变化



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2021.06.30

► 产品展望

纯债基金产品如此高的机构投资者占比，一个重要原因是不少产品其创立就是为了服务于某个保险公司或者银行机构的委外业务。因此这类产品在投资者结构上会有更加明显的机构资金属性。但正因为如此，纯债基金产品在个人投资者资金上有较大的拓展空间与潜力。在居民可支配收入不断提升，资管需求不断旺盛的环境下，当很多低风险偏好的投资者开始逐步提升其风险配置的过程中，我们认为纯债基金将会是一个相对容易令该类投资者接受的产品类型，有望吸纳部分居民储蓄资金。

中低风险产品：“固收+”基金、银行理财与养老理财

相比纯固收产品长久历史，“固收+”概念则是在近几年才迅速成为投资行业的关注点，其风险收益特征更加偏向中低风险产品。同样属于中低风险特征的还包括银行理财与养老理财产品。

固收+基金：兴起并非偶然，发展前景清晰

► 产品定义与发展历程

从风险特征来看，“固收+”策略产品是以获取绝对收益为目标，在控制波动和回撤的基础上追求组合长期稳健的回报。从产品类型来看：“固收+”产品主要分布在一级债基、二级债基、偏债混合型基金、灵活配置型基金（权益仓位较低的）及偏债混合型 FOF 中，这些是典型的以固定收益类资产为主要投资标的，辅以少量权益属性资产的基金，可称为狭义“固收+”产品。

“固收+”策略本质上也是一种“核心-卫星”策略。其中，核心部分是指基本不承担风险的债券投资，通常以中短期利率债、中高等级信用债及一些风险较低的如评级较高的 ABS 和央企永续债等为主，仅通过票息收益确保债券底仓的稳定贡献，不做拉长久期和信用下沉。而卫星部分也就是“+”的部分，既可以是加资产，也可以是加策略，在承担一定风险的情况下，增强组合的整体收益。

- 在加资产层面，不同类别的基金适用性略有差异。总体上，“固收+”产品是在固定收益资产的基础上，根据产品的投资范围可选择加股票、可转债、股指期货、国债期货、打新、定增等，在适当增加风险资产的基础上，寻求组合整体的收益增强。

具体来看，一级债基主要通过配置一定比例的可转债实现收益增强；二级债基可同时配置可转债和二级市场股票，但这两类基金现阶段均已不可参与网下打新；偏债混合基金、灵活配置基金在资产的选择上则更加丰富和灵活；偏债混合型 FOF 是其中较为特殊的一类，不仅可以配置可加类别的资产，还可以通过基金配置海外资产、商品等。

- 在加策略层面，可分为债券增强策略和其他增强策略。在固定收益资产上，除了持有到期获得稳定票息外，还可以在债券底仓的基础上，通过信用挖掘、久期调节和杠杆交易等策略来增厚债券部分收益。其他增强策略覆盖范围广泛，包括资产配置策略、可转债策略、打新策略、CTA 策略、期货对冲策略等。

因此，综合来看，可以初步将以下类别基金划分为“固收+”基金：一级债基、二级债基、偏债混合基金、偏债混合型 FOF、量化对冲基金及灵活配置基金（近四个报告期最高仓位不超过 40%）；此外，二级债基中还包含少量的可转债基金（主要投资可转债，一般名称中含有“转债”或“可转换”关键字）。

图表 17：“固收+”基金策略分类及基金类型构成



资料来源：中金公司研究部

图表 18：“固收+”基金可用加法策略

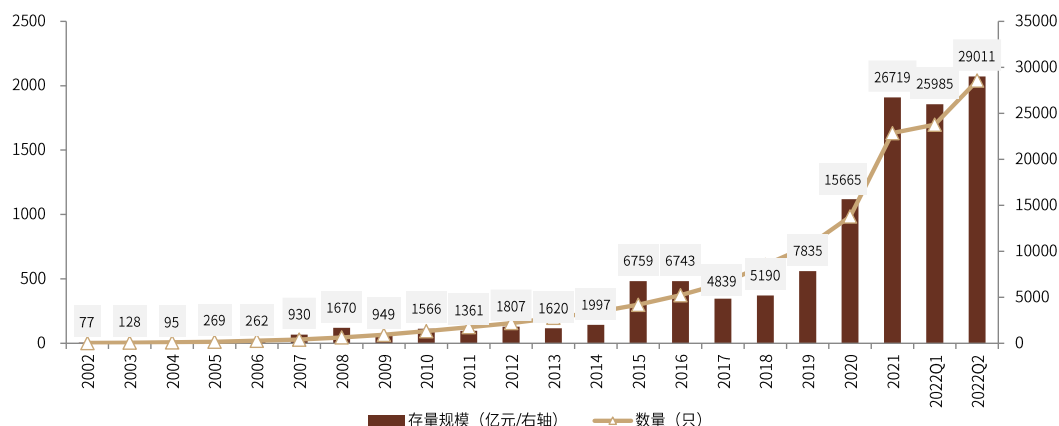
基金类别	可转债	股票	打新	定增	国债期货	股指期货	资产投资比例说明	备注
混合债券型一级基金	√	×	×	×	√	×	权益类资产仓位10%左右	2012年取消打新资格
混合债券型二级基金	√	√	×	×	√	×	债券投资比例不低于80%，股票投资比例不高于20%	2014年取消打新资格
偏债混合基金	√	√	√	√	√	√	股票投资比例一般不高于40%	
灵活配置基金(偏债)	√	√	√	√	√	√	股票投资比例一般不高于40%	剔除灵活配置型基金中近4个季度股票仓位最大值高于40%的
偏债混合型FOF	√	√	√	√	×	×	股票投资比例一般不高于30%，上限为20%-30%居多，80%以上资产投资于基金	
量化对冲基金	√	√	√	√	√	√	股票投资比例0-95%	

资料来源：中国证券投资基金业协会，中国证券业协会，中金公司研究部

2019 年以来股票市场整体震荡上升，结构分化较为明显，股债阶段性仍呈现“跷跷板效应”，“固收+”基金迎来了良好的运作环境；此外，资管新规下稳健投资需求寻找替代产品，中低风险特征的“固收+”产品受到投资者的关注和青睐。

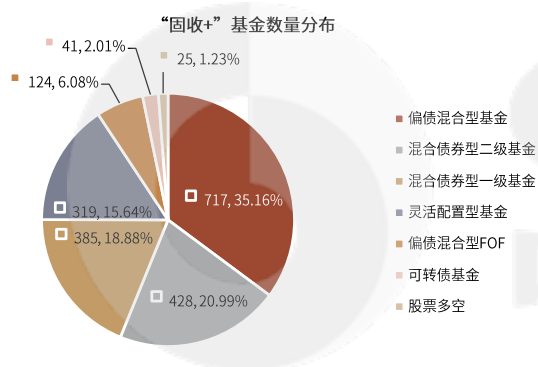
截至 2022 年 6 月底，全市场共有 2039 只“固收+”产品，规模超 2.9 万亿元，从类别分布来看，偏债混合基金虽然数量超三分之一以上市场份额，但规模占比则仅 25%左右；而二级债基规模占比较高，逾 35%。

图表 19：“固收+”基金规模在 2020-2021 年间爆发式增长



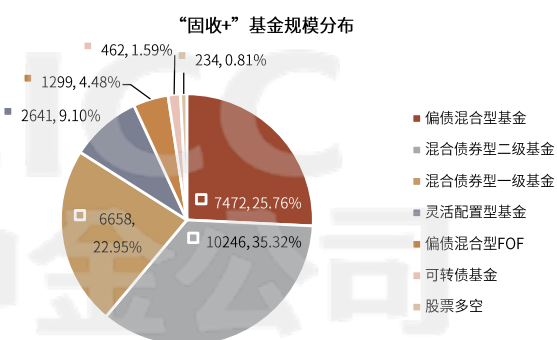
资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

图表 20：“固收+”基金数量分布（按基金类型）



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

图表 21：“固收+”基金规模分布（按基金类型）



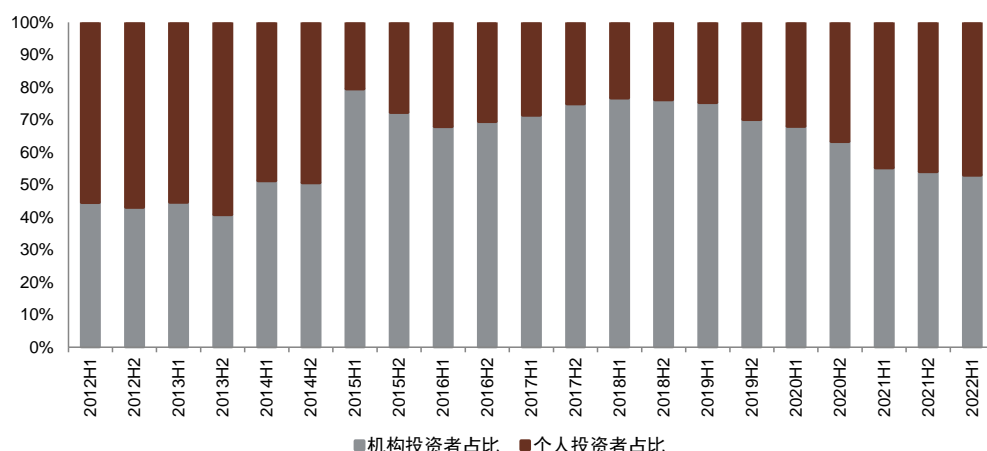
资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

► 投资者结构

整体上来看，“固收+”基金整体仍以机构为主要投资主体，但不同类别基金分化明显，近年来亦有较大变化，2016 年之后个人投资者持有占比逐渐提升，近几年投资者结构趋于均衡。

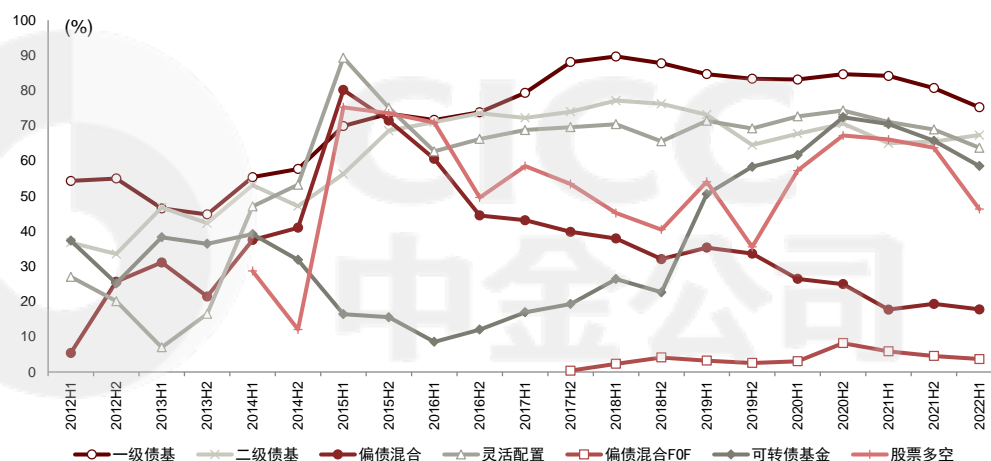
具体到细分类别，偏债混合型 FOF 产品的持有人以个人投资者为主，自 2017 年成立以来个人投资者持有规模占比稳定维持在 95% 以上。个人投资者对可转债基金的接受度逐渐下降，个人投资者持有占比大幅萎缩，究其原因可能有两点：1) 可转债投资逻辑相对复杂，个人投资者很难充分理解；2) 可转债基金历史表现更偏向权益属性，难以实现“下可保底”的特征，投资者持有感受不佳。其他类别如一级债基、二级债基、偏债混合基金及灵活配置基金在 2015 年后个人投资者持有占比均呈现不同幅度的上升趋势。其中一级债基与二级债基整体仍然保持机构投资者为主，而偏债混合基金个人投资者长期大幅上升，占比已超 80%。

图 22：“固收+”基金整体投资者结构趋于均衡



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

图 23：“固收+”基金内部不同类型基金下机构投资者占比变化



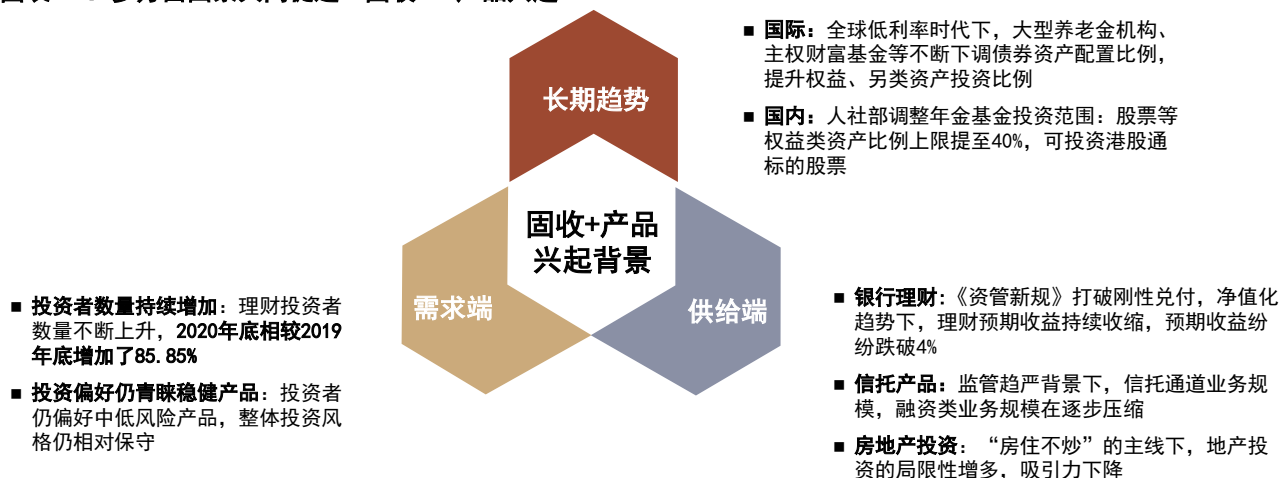
资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

► 产品展望

“固收+”产品兴起并非偶然，是需求端、供给端及全球经济环境变化下的大势所趋。全球经济增速和利率中枢下行，固收类产品收益率持续走低；资管新规出台后，非标债权类资产不断萎缩，银行理财与信托产品均逐步实现净值化转型，产品收益持续下行；流动性较好的货币基金七日年化收益也曾一度跌至 2% 以下。面临中国居民不断上升的稳健投资需求，市场上“中低收益、中低风险”特征的金融产品仍相对缺乏。

虽然整体环境、需求端与供给端都有利于“固收+”产品发展，但真正能让资金认可还需要有效落实产品中“+”的部分。倘若将“固收+”产品做成“固收-”，该产品条线将很难有后续实质性发展。这一方面，我们认为随着我国衍生品市场不断完善开放，中证 500 期权、中证 1000 期货与期权陆续上市，利用衍生品展开构建“+”策略，将在现有的打新、定增等“+”策略基础上，进一步丰富“固收+”基金的产品设计。

图表 24：多方面因素共同促进“固收+”产品兴起



资料来源：《中国银行业理财市场报告（2020 年）》，Willis Towers Watson，中金公司研究部

银行理财产品：与监管同行，走向标准化

► 产品定义与发展历程

世纪之交，股份行开创理财业务先河。1995 年，招商银行推出集本外币、定活期存款集中管理及代收付功能为一体的“一卡通”，成为广义上首个以客户为中心的个人理财产品。2004 年初，光大银行推出内地首只外币理财产品“阳光理财 A 计划”。此后半年又发行了第一只人民币理财产品“阳光理财 B 计划”，正式拉开商业银行理财业务探索序幕。针对理财业务发展初期业内的收益率攀比、承诺最低收益率、理财产品和存款打包出售等现象。2005 年 9 月，银监会出台《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》，结束了银行个人理财业务无法可依的局面。

预期收益型产品是早期银行产品主流，保本保收益是其主要特征。前资管新规时代，除少数境外代客理财产品等外，理财产品几乎均为固定收益类。出于展业需求，彼时 9 成以上银行理财产品属于非净值化的预期收益型产品，明示或暗示其“保本保收益”属性。2008 年 11 月 28 日，银监会取消了商业银行发行保证收益性质理财产品需向银监会申请批准的规定，实行报告制，预期收益型产品发展监管限制得以放宽。

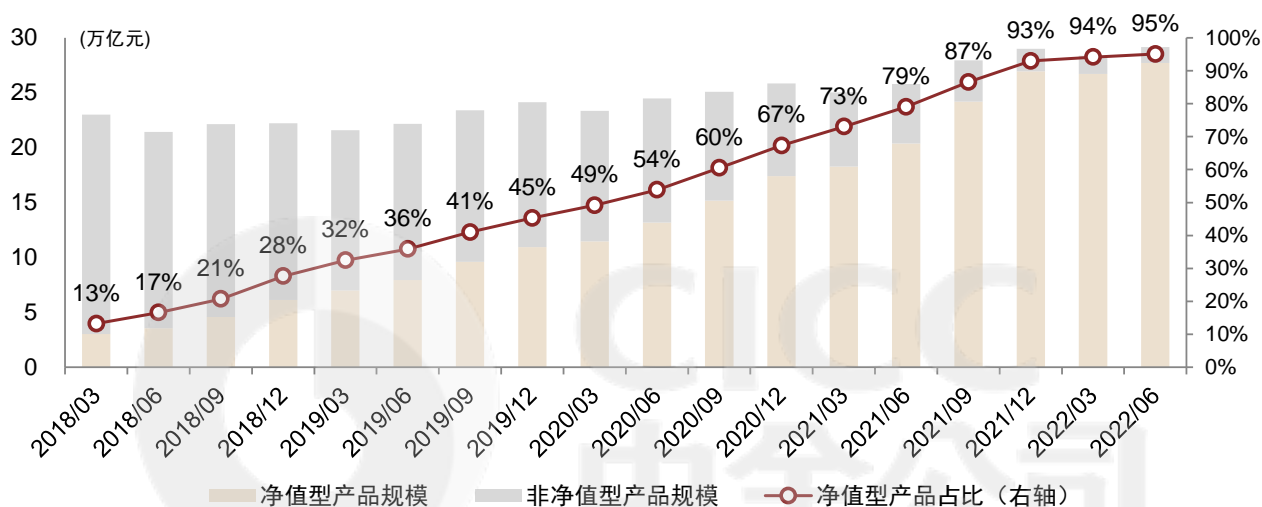
上述现象根源在于早期理财业务“信贷属性”强于“资管属性”。直至《资管新规》前，大多数理财产品较少承担资产管理职能，而是以信贷审批为主要展业思维。其业务定位包括：

- **表外融资通道。**长期以来，银监会针对信贷总量、资金投向、存贷比、资金集中度、资本充足率等均有限制。为规避限制，在发行银行理财产品的基础上，银行开发出银信合作（流行于 2006 年~2011 年）、银券合作（流行于 2012 年~2016 年）等形式规避监管。简而言之，银行名义上将理财资金委托信托机构、券商资管计划进行管理，信托及券商资管计划对银行承诺保本及固定收益，事实上，配置机会与渠道资源仍然来自银行，资金最终借信托、券商资管计划等监管较松的机构之手投向了原本限制银行投放的领域。
- **信用下沉工具。**一方面，表外业务不在各类指标监管范围内；同时，把握融资需求的银行议价权显著高于信托等其他通道型机构。大量通道企业选择通过自我承担风险而让利于银行的方式维持合作关系与业务规模。这导致名义上银行预期收益型理财产品无需自担风

险，还能享受到预期收益型产品政策套利空间带来的超额收益。这导致部分通道型理财业务存在承接低质量资产的问题，实际上成为商业银行的信用下沉工具。

2018 年以来：“资管新规”破除刚兑，理财走向“资管时代”。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）及其配套监管政策（如《商业银行理财业务监督管理办法》等）的颁布，开启了银行理财业务“资管化”时代。“打破刚兑、禁止资金池、去通道、非标资产期限匹配、净值化转型、同类产品统一监管”是资管新规的六大文件精神。上述变革意味着理财业务从监管层面与各类基金回到同一起跑线，不再拥有“保本保收益”的独特竞争优势。从产品端看，资管新规后理财产品最大变化即在于破除刚性兑付，开启净值化转型。自此，预期收益型产品退出历史舞台，理财产品正式走向现代意义上的“资产管理产品”。

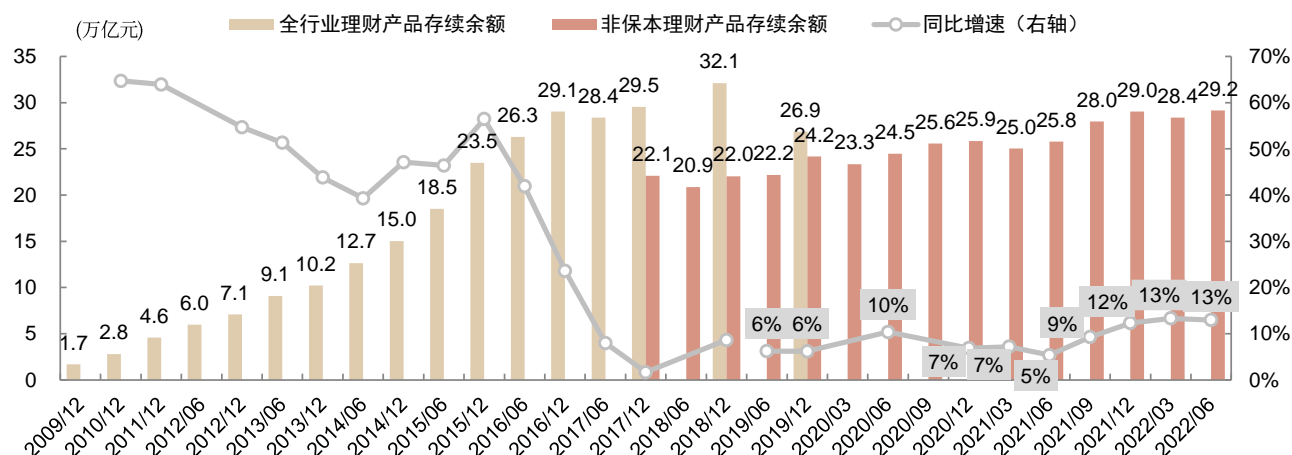
图表 25：资管新规前，预期收益理财产品占比近 9 成；资管新规后，理财净值化率迅速提升至 95%（1H22）



资料来源：银行业登记托管中心，中金公司研究部

业务规模：转型阵痛后重回增长通道。2009 年~2015 年底，经济活动整体较为旺盛，较快的信贷需求增速叠加人均收入提升带来的居民投资需求，理财产品规模保持了 50% 以上的年化复合增速，成为各类资产管理产品中规模最大的产品类型。此后，理财产品规模增速逐步放缓，回归正常增速区间。截至 2017 年底，理财产品规模已达到 29.5 万亿元。2018 年“资管新规”出台，去刚兑、净值化转型开始，预期收益型理财产品退出历史舞台，理财产品遭遇转型阵痛，规模增长进入停滞期。2020 年 3 月，理财产品规模从统计口径上与非保本理财产品正式合并，非保本理财产品规模较年初下降 3.7%，较 2018 年 12 月高点累计下降 8.8 万亿元至 23.3 万亿元。此后，理财产品重回增长通道，以年度数据观察，理财产品净值化率与产品规模实现双提升。同时，2021 年 3 季度以来，理财产品增速重回双位数。

图表 26：理财产品规模增长回顾：2018 年转型阵痛后，2020 年中以来规模重回增长通道

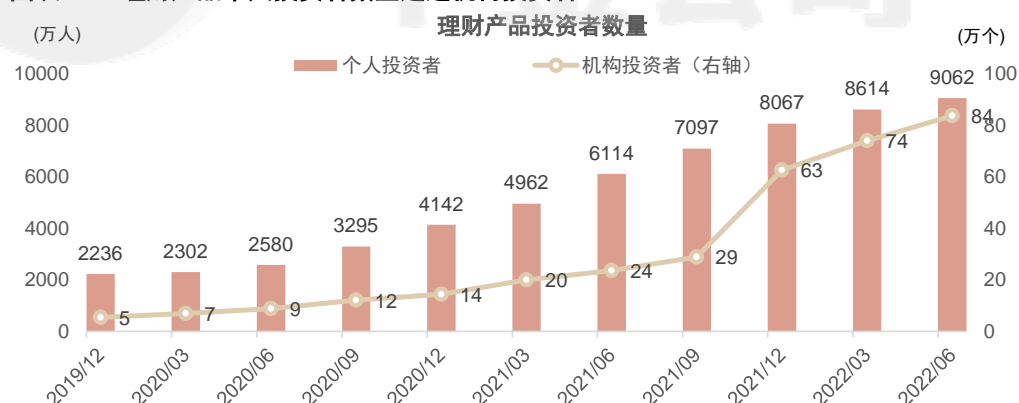


资料来源：银行业登记托管中心，中金公司研究部

► 投资者结构

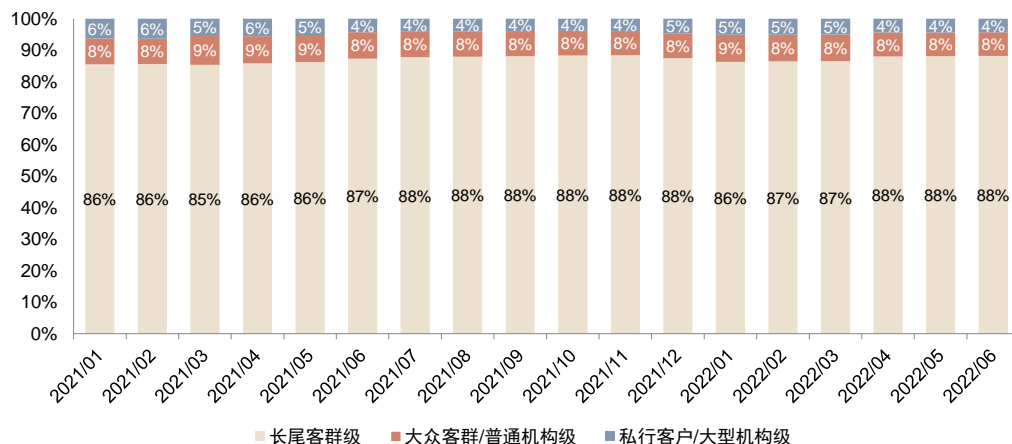
持有人结构：To C 特征显著。从理财产品投资者数量看，截至 2022 年 6 月，个人投资者数量达 9062 万人，占比高达 99.23%；相比之下机构投资者仅 84 万人，占比仅为 0.77%。按产品投资起点对理财产品进行分类可见，截至 2022 年 6 月，约 9 成产品面向长尾客群。理财产品 To C 特征显著，主要面向个人投资者进行销售。

图表 27：理财产品个人投资者数量远超机构投资者



资料来源：银行业登记托管中心，中金公司研究部

图表 28：理财产品规模结构（按产品投资起点分类）：约 9 成产品面向长尾客群

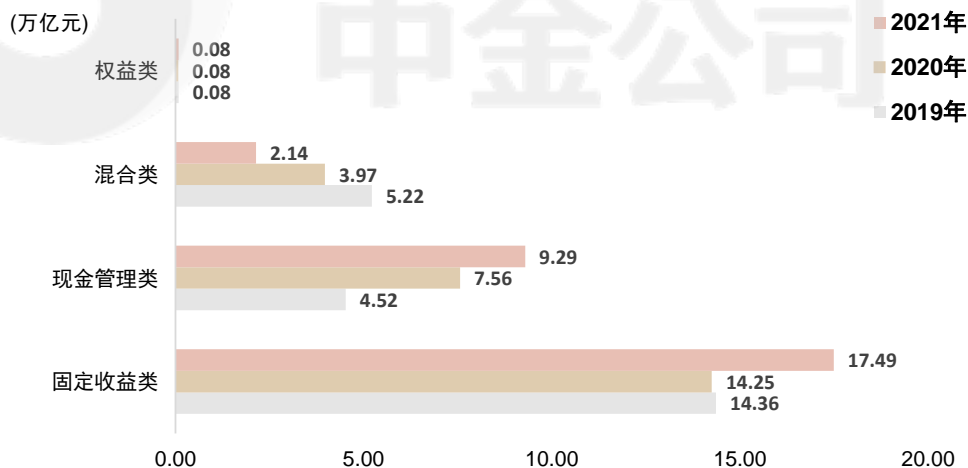


资料来源：普益标准金融数据平台，中金公司研究部

注：长尾客群级产品投资门槛在 5 万元及以下；大众客群/普通机构级产品投资门槛介于 5 万元~50 万元（不含）；其余产品为私行客户/大型机构级

产品结构：固收类产品仍占据统治地位，产品结构较为单一。固定收益类产品始终是理财产品中的主力构成部分。从边际变化看，自 2019 年至 2021 年，固定收益类产品规模占比始终保持在约 60%；现金管理类产品规模占比则从 18.7%提升至 32.0%。相比之下，混合类产品占比则从 21.6%下降至 7.4%；权益类产品规模则始终保持在约 800 亿元。

图表 29：按投资性质划分，理财产品结构进一步向固定收益类、现金管理类产品倾斜



资料来源：银行业登记托管中心，中金公司研究部

养老理财产品：投资期限偏长，普惠金融特征明显

► 产品定义与发展历程

2021 年 9 月 10 日，银保监会办公厅发布《关于开展养老理财产品试点的通知》。《通知》相关内容及要求自 2021 年 9 月 15 日生效。

试点对养老理财产品发行管理工作提出多项要求，关键性要求包括：**1) 投资策略：**充分发挥理财业务成熟稳健的资产配置优势，创设符合长期养老需求和生命周期特点的养老理财产品，推动养老理财业务规范发展，积极拓宽居民财产性收入渠道。**2) 能力建设：**试点理财子公司须保证必要资源投入，建立与养老理财相适应的治理架构、管理模式、投研能力和考核体系等。**3) 产品管理：**健全养老理财产品风险管理机制，实施非母行第三方独立托管，引导形成长期稳定资金，探索跨周期投资模式，积极投向符合国家战略和产业政策领域，更好支持经济社会长期投融资需求。**4) 存量整改：**各理财公司应当规范养老理财产品名称使用，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品。银行业理财登记托管中心配合做好养老理财产品信息登记和清理规范相关工作。

我们认为，本次试点属示范性试点，填补了目前养老理财领域监管的空白，行业规范化发展的信号意义更为突出。具体而言，关键政策细节包括：

- **试点名单：头部理财子入选彰显示范效应。**国有行系中，工银理财、建信理财获批入选；股份行系中，招银理财、光大理财进入名单。四家理财机构投研能力建设在业内均较为领先，其中工银、建信、招银理财产品存续规模位列全国前四，而光大理财则在产品谱系和产品创新设计方面拥有一定的先发优势。截至 1H21，四家机构存续非保本理财规模分别达 2.37、1.85、2.57、0.88 万亿元。
- **试点范围：聚焦一线城市，兼顾东中西。**本次养老理财试点城市包括武汉、成都、深圳、青岛四市。具体而言，工银理财于武汉、成都两市；建信理财和招银理财于深圳；光大理财于青岛市开展试点。试点范围涵盖超一线与一线城市；选址兼顾东部（深圳、青岛）、中部（武汉）、西部（成都）经济圈，有利于充分了解各区域、各层级养老理财投资者需求。同时，目前我国尚不具备大规模全面开展养老金融业务的条件，小范围试点有利于进行监督管理与业务改进。
- **试点规模：400 亿元规模有限，试点与整改信号意义更为突出。**试点阶段，单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在 100 亿元人民币以内，合计规模上限仅 400 亿元，占比仅为试点内四家理财子公司总 AUM 的 0.5%。

此后，2022 年 2 月 25 日，中国银保监会发布《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》。叠加此前 2 月 13 日贝莱德建信理财被纳入试点范围。由此，养老理财试点范围已由“四地四机构”扩容至“十地十一机构”。本次通知后，养老理财试点范围大幅推开：

- **参与机构：**扩大至 11 家理财子公司，其中国有行系 6 家、股份行系 4 家、合资系 1 家。上述公司 1H21 非保本理财存续规模合计达 16.25 万亿元，占同期全行业规模 63%。
- **试点城市：**扩展至 10 个，北上广深等超一线城市纳入试点范围。
- **试点规模总上限：**提升至 2700 亿元，试点规模较上次扩大 4.4 倍。待试点结束、政策全面推开后，或迎更大增量。

图 30：2022 年 2 月后，试点机构拓展至 11 家理财子公司

机构名称	机构类别	试点批次	养老理财试点额度（亿元）	1H21 非保本理财产品规模（亿元）
工银理财	国有行系	第一批	500	23,714
农银理财	国有行系	第二批	100	21,460
建信理财	国有行系	第一批	500	18,494
中银理财	国有行系	第二批	100	14,137
交银理财	国有行系	第二批	100	11,614
中邮理财	国有行系	第二批	100	9,361
招银理财	股份行系	第一批	500	25,686
兴银理财	股份行系	第二批	100	15,747
信银理财	股份行系	第二批	100	13,544
光大理财	股份行系	第一批	500	8,771
贝莱德建信理财	合资理财	第二批	100	-
合计			2700	16.25 万亿元，占非保本理财总规模 63%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

► 产品特征

整体来看，养老试点产品投资策略稳健，投资期限偏长，普惠金融特征明显，且均引入风险管理机制，合理管控净值波动。我们认为，试点产品力求改善投资者长期持有体验，充分体现了引导居民拉长投资久期，合理规划养老理财设计理念。

稳健性：养老理财产品设计以安全策略为主，产品主要投向为固定收益类资产，并引入了目标日期策略、平滑基金、风险准备金、减值准备等方式，进一步增强产品风险抵御能力。从风险等级看，截至 1H22，多数养老理财产品风险等级为 2 级（中低风险），除贝莱德建信 1 款产品外，其余产品均为 3 级（中风险）及以下。

长期性：养老理财产品期限相对其他理财产品较长，5 年封闭式是当前主流产品设计形式。这体现了引导投资者合理规划养老理财投资，逐步树立长期投资理念的目的。

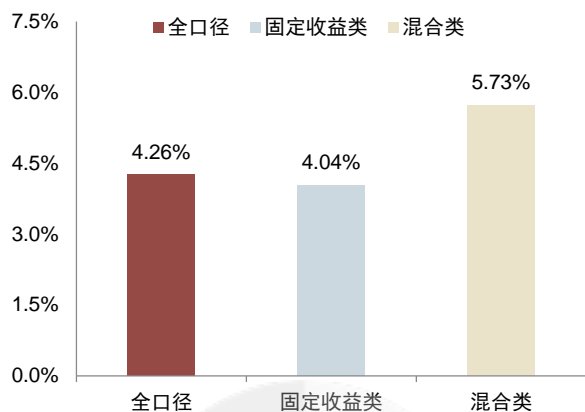
普惠性：积极拓宽居民财产性收入渠道是养老理财使命，试点产品三大特征体现普惠性：**1）起购金额低。**首批养老理财产品起购金额均低至 1 元。**2）产品费率低。**四款产品中，招银理财、建信理财产品费率为 0.12%；光大理财产品总费率为 0.115%；工银理财产品仅收取 0.02% 的托管费率，不收固定管理费。综合来看，各产品费率远远低于其他理财产品。**3）长久期对应较高业绩比较基准。**各类养老理财产品业绩比较基准介于 **4.8%~8.0%**。上述产品业绩基准均显著高于理财产品平均净值收益水平。（2021 年 12 月，新发行固定收益类、混合类理财产品业绩比较基准分别为 4.14%、4.86%）

额外风险管理机制：养老理财具有一定社会职能，对净值波动、绝对收益有更强要求，为增强产品风险抵御能力，促进业务平稳运行，各试点产品均采取以下风险管理策略：**1）平滑基金：**当一定期限内投资收益超过业绩比较基准时，将超出部分的按比例提取，遇市场收益不理想时再回补至产品内，若到期时仍有剩余则全部回补给对应的产品，实现降低净值波动的目标。每个产品均单独设置平滑基金。**2）风险准备金：**将按照产品固定管理费的 20% 计提，高于一般理财产品 10% 的计提要求，计提上限为产品余额的 5%；风险准备金主要用于弥补因操作错误或者技术故障等给养老理财产品财产或者投资者造成的损失。**3）计提拨备：**结合预期信用损失方法，按产品投资资产的 0.5% 计算附加风险资本，用于增强风险抵御能力，促进业务平稳运行。**4）风险隔离：**试点养老理财产品均采用非母行第三方独立托管。

风险收益特征：风险较低收益偏高，委外+非标资产支撑较高收益。在 2022 年初以来较为动荡的资本市场中，尽管从行业平均水平看，多数养老理财产品暂未达到业绩比较基准，但截至

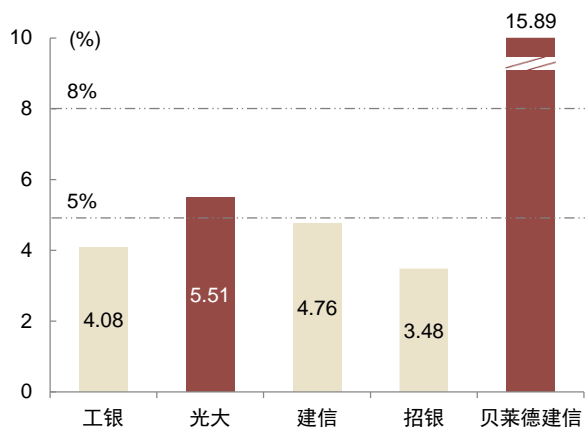
2022 年 7 月，养老理财产品整体实现了相对优秀的业绩回报水平，成立一个月以上产品行业加权平均成立以来年化收益率达 4.26%，并整体小幅跑赢养老基金产品加权平均收益率。我们观察到“委外撬动优质投研资源+投非标”是代表性养老理财产品的主要投资方式，是养老理财产品收益率的有力支撑。

图表 31：成立一月以上养老理财产品加权平均年化收益：混合类养老理财产品跑赢行业平均



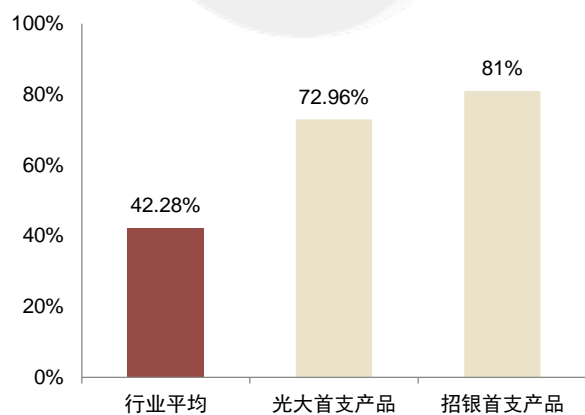
资料来源：普益标准金融数据平台，中金公司研究部
注：数据截至 2022 年 7 月底

图表 32：分机构养老理财产品全口径加权平均年化收益：光大、贝莱德建信凭借混合类产品跑赢同业



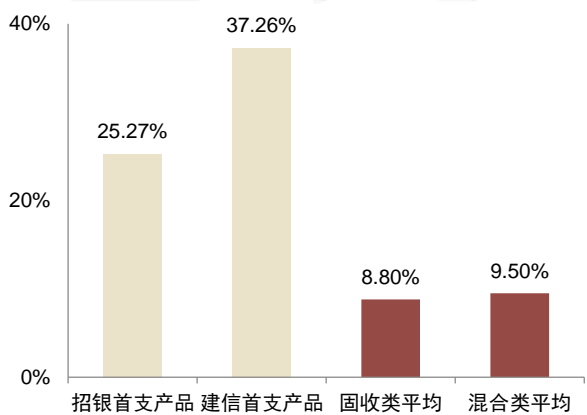
资料来源：普益标准金融数据平台，中金公司研究部
注：数据截至 2022 年 7 月底

图表 33：代表性养老理财产品资金委外比例与行业平均对比：撬动外部优质投研资源是做高收益重要途径



资料来源：普益标准金融数据平台，中金公司研究部
注：委外资金规模 = 资产管理产品配置规模 + 公募基金配置规模；行业平均数据截至 2021 年底，代表性产品数据截至 2022 年 6 月

图表 34：代表性养老理财产品非标资产配置比例与行业平均对比：超配非标是做高收益的另一途径



资料来源：普益标准金融数据平台，公司公告，中金公司研究部
注：行业平均数据截至 2021 年底，招银首支养老理财产品数据截至 2022 年 6 月；建信首支养老理财产品数据截至 2022 年 5 月；

中风险产品：FOF 产品、REITs 产品

FOF 产品：受益养老金体系发展，FOF 市场空间广阔

按产品形态划分，我国 FOF 产品可以分为公募 FOF 与私募 FOF。我国私募 FOF 探索之路漫长，近年发展较快，发行主体主要有私募证券投资基金、券商集合理财、公募专户、信托等。而公募 FOF 自 2017 年首批产品发行以来，市场热度与发行热度居高不下，目前也已形成一定竞争格局与市场集中度。考虑到私募 FOF 产品公开数据较少，后文我们主要以公募 FOF 产品来分析该类产品特征与未来展望。

► 产品定义与发展历程

在 2014 年 8 月 8 日实施的《公开募集证券投资基金运作管理办法》中，第一次将 FOF 划分为单独的基金类别，确立了公募 FOF 的法律地位。2016 年 6 月 17 日，证监会对《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》公开征求意见，向市场释放了一个重磅信号。随后，当年 9 月 11 日，该指引正式实施，公募 FOF 进入实质性操作阶段。2017 年 9 月，6 只公募 FOF 正式获批。2017 年 10 月 19 日，由南方基金领先发布了第一只公募 FOF 南方全天候策略 A，开启了我国公募 FOF 新时代。2018 年 2 月 11 日，证监会发布并实施了《养老目标证券投资基金指引（试行）》，明确规定了养老目标基金应当采用基金中基金形式或中国证监会认可的其他形式运作。2018 年 9 月，第一只养老目标基金——华夏养老目标日期 2040 三年持有期混合型 FOF 成立。2021 年 9 月，首批 FOF-LOF 产品获监管批复，解决了封闭期 FOF 流动性低的问题。2021 年 11、12 月，首批 ETF-LOF 发行，使得 FOF 的产品线更为多样。

图表 35：公募 FOF 基金发展大事件

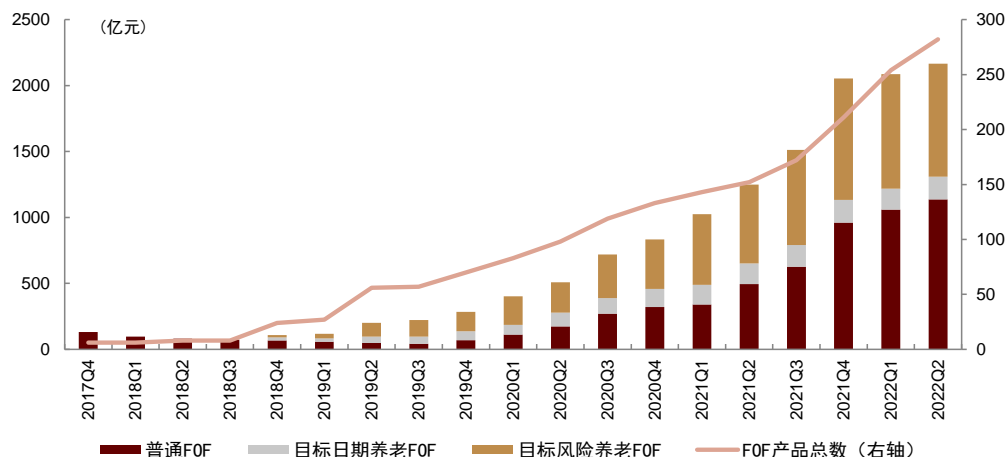


资料来源：Wind，证监会，中国政府网，中基协，中金公司研究部

公募 FOF 虽然起步较晚，但产品规模与产品个数发展迅猛。截至 2022 年 6 月末，公募 FOF 市场规模已逾 2000 亿元，产品个数接近 300 只。其中有 178 只属于养老目标 FOF 产品，合计规模 1057 亿元。

养老目标 FOF 产品可以进一步分为目标日期养老 FOF 与目标风险养老 FOF。近几年目标风险基金发展相对较快，近三年 CAGR 100.5%，在养老 FOF 中规模占比 82%；在投教业务发展尚未成熟的当下，策略相对复杂的目标日期基金较难被投资者广泛接受，近三年 CAGR 57.0%，在养老 FOF 中占比暂时仅占 18%。

图表 36：公募 FOF 产品规模数据



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

► 产品特征

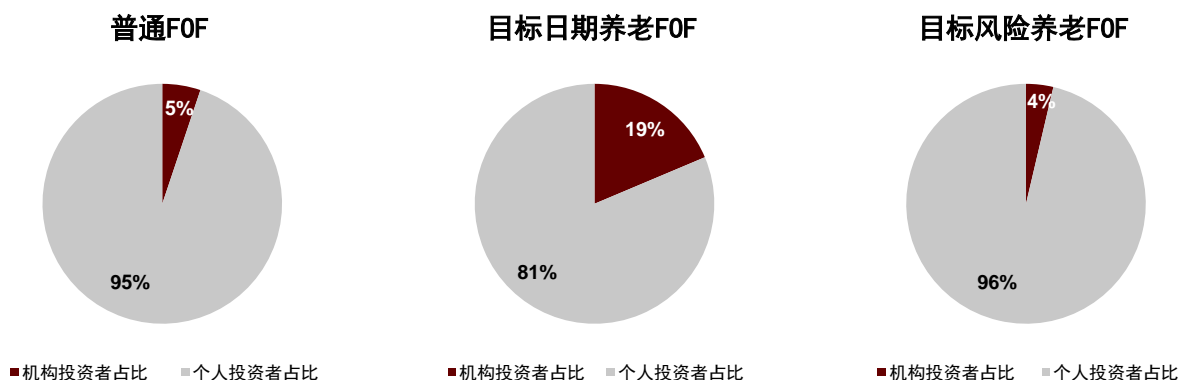
FOF 收益来源于配置和选基两部分，配置收益由 FOF 基金经理对资产、风格和策略的战略和战术性调整决定，这层面更偏重自上而下的研究，而选基收益则通过优选有 Alpha 收益的子基金完成，偏重于自下而上的分析。

- 1) “自上而下”：通过基本面分析或量化模型确定多资产、多因子或多策略的投资组合，再根据组合的需求挑选合适的基金。
- 2) “自下而上”：通过基金的历史收益、选股择时能力、风险控制、基金管理人等因子挑选未来可能有相对或绝对收益的基金品种，再根据收益和风险目标优化基金的权重。

FOF 可以实现自上而下资产配置，自下而上基金优选，为投资者省时省心。

投资者结构上，公募 FOF 产品明显以个人投资者为主体，占规模绝大多数的普通 FOF 产品与目标风险养老 FOF 产品，其个人投资者占比均在 95% 以上。而目标日期养老 FOF 产品则因为个人投资者目前接受度较低、整体规模较少且存在大量机构自购的原因，仍有近 20% 的机构投资者占比。

图表 37：不同类型 FOF 产品投资者占比



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.6.30

► 产品展望

公募 FOF 产品虽然在近几年发展速度快，规模增速高。但其规模绝对值总量仍较低，规模占比在公募基金市场中甚至尚不足 1%。而作为参照，相对成熟的美国基金市场，其 FOF 产品规模占开放式基金市场规模的占比从 2013 年至今，基本稳定在 9% 左右。对比之下可见我国 FOF 市场还有非常广阔的扩容空间。

在发力方向上，受益于我国养老金制度快速推进，养老 FOF 在未来几年或迎来爆发，目标日期 FOF 产品潜力尚待开发。在美国 FOF 市场，养老金是最重要的资金来源之一。截至 2020 年，美国 FOF 市场中约 52% 为目标日期 FOF，目标日期基金的投资者构成中，85% 为养老金资产。而我国公募 FOF 市场中目标日期基金规模占比相对较低。

当前我国养老金体系仍然存在结构失衡问题，第一支柱独大，第三支柱尚小，截至 2021 年末，第三支柱在我国养老金体系中规模占比不到 1%。在《[全球视角：个人养老金的未来](#)》中，中金策略组从全球实践出发，通过年龄结构、预期寿命、收入水平、资产配置、金融发展、投资收益、公共养老金、税收优惠、转换机制等九大因素建立宏观量化模型，预测未来十年后个人养老金绝对规模或可突破 5 万亿元；在《[个人养老金 2030：第三支柱的五大猜想](#)》中，中金非银组基于参与人数、缴纳金额、投资收益等维度，预测截至 2030 年，个人养老金或将迎来 1~3 万亿元增量资金。综合来看，上述测算均显示我国个人养老金规模或将在 10 年内达到万亿元级别，随着养老金制度推进与养老金资金扩容，养老 FOF 迎来巨大机遇。

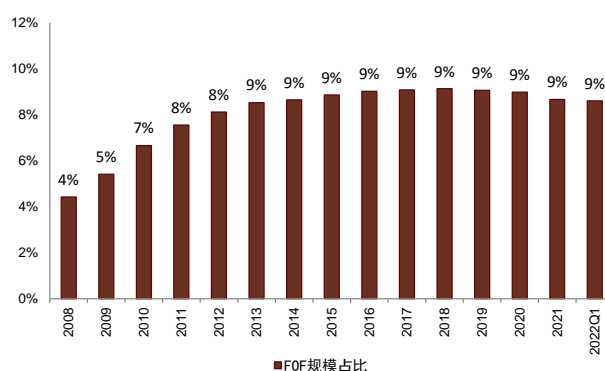
而随着投资者教育以及投顾服务的普及性增加，投资者对于风险资产的配置偏好提升，对相对复杂的产品投资策略也会有更高的接受度和认可度，FOF 养老目标产品有望在个人养老金账户中占据较多份额。我们预计具有一站式配置功能、权益资产配置比例动态调整的目标日期基金未来增长潜力较大，规模或将反超养老目标风险基金。

图表 38：美国 FOF 产品个数与规模



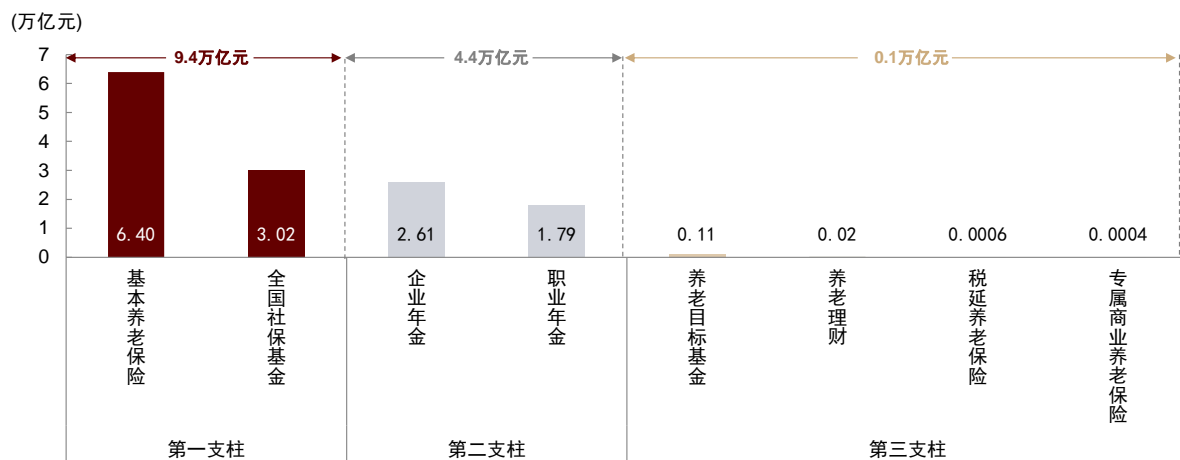
资料来源：International Investment Funds Association，中金公司研究部

图表 39：美国 FOF 产品规模占比稳定在 9% 左右



资料来源：International Investment Funds Association，中金公司研究部

图表 40：我国养老三支柱体系结构相对失衡



资料来源：人社部，Wind，银保监会，中金公司研究部；备注：截至 2021/12/31，养老理财仅统计实际募集规模

REITs 产品：投融资创新的主动战略谋划，未来市场扩容可期

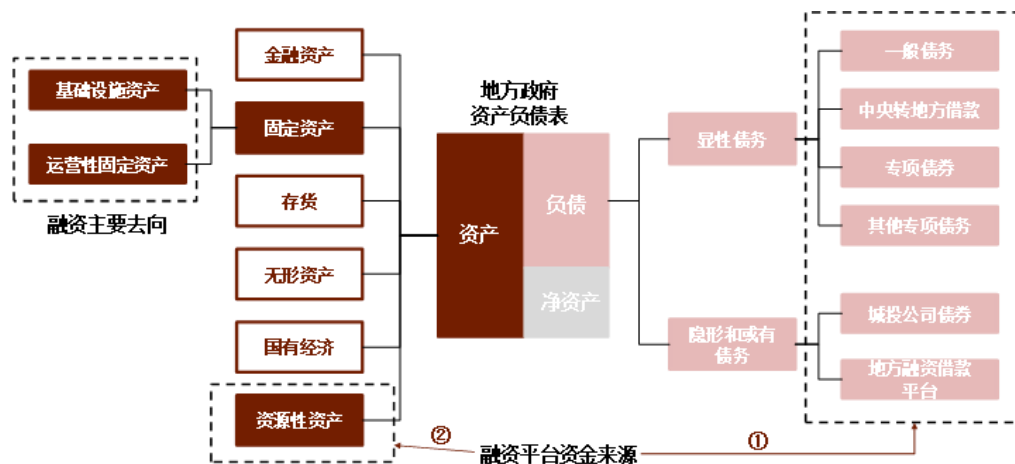
► 产品定义与发展历程

中国版公募 REITs 的重要推进始于 2020 年 4 月 30 日中国证监会与国家发展改革委发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》、证监会发布的《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），以及此后 8 月 7 日证监会发布的《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》。我国首批 9 单公募 REITs 项目于 2021 年 6 月 21 日正式上市交易，扬帆起航。

我国公募 REITs 的创立是一种主动战略谋划，同时创设背景与国际经验也有相通之处：

- 1) 依循资本市场路径探索实体资产投融资创新是必然选择。
- 2) 盘活中国实体存量资产，改善资产负债表亦是迫切诉求。
- 3) 中国基础设施整体存量可观，中国公募 REITs 目前定向支持的特定类别的基础设施对国家经济发展战略意义突出，为基础设施建立市场和定价体系也意义深远。

图表 41：地方大量投资沉淀于基础设施及其他运营性固定资产

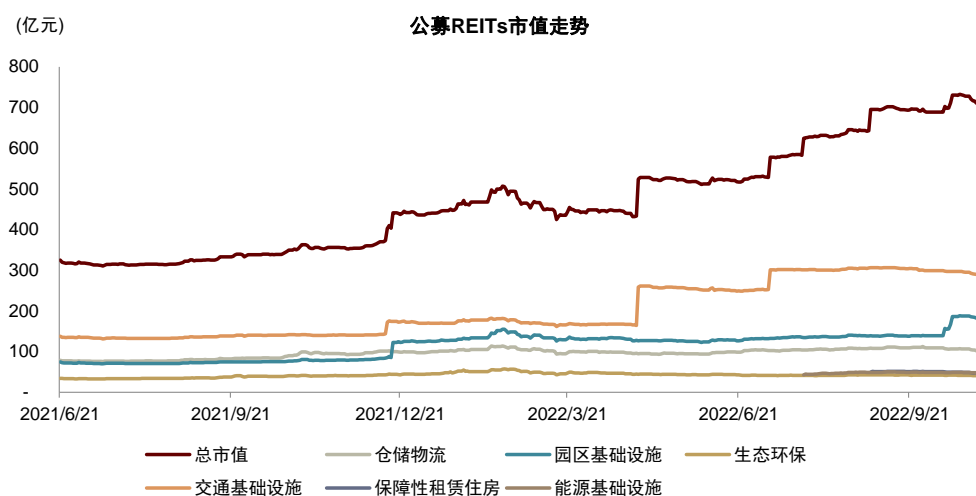


资料来源：《中国政府资产负债表》(2019 年社会科学文献出版社出版，作者杨志勇、张斌)，中金公司研究部

市场配套政策稳步推进，中国 REITs 市场规则逐渐完善。中国 REITs 市场历经了 2001-2013 年的探索研究阶段，2014-2019 年的类 REITs 阶段，至 2020 年 4 月才迎来公募 REITs 试点政策文件的发布。其后，在不改变现有法规的框架下，监管和地方政府相继在扩大基础资产支持范围、建立资产储备库、原始权益人发行动员、发行阶段税务安排优化、扩募细则规范等方面出台相关政策指引，同时注重市场投教工作，引导各市场参与主体形成良性预期。

市场稳步扩容，资产类型丰富。截至 2022 年 10 月 31 日，共 20 单公募 REITs 项目已上市，3 单项目正处在上市前的发售阶段，已上市的项目总市值突破 706 亿元。国家发改委今年 8 月 16 日在新闻发布会上披露，目前有 20 个较成熟的项目正在加快推进，处于辅导期的项目超过 80 个。⁴分资产类型看，交通基础设施 REITs 一枝独秀，目前总市值达 286 亿元，而今年上市的 9 单 REITs 则为公募 REITs 市场增添了能源基础设施和保障性租赁住房两个新资产类型。

图表 42：公募 REITs 市值规模变化

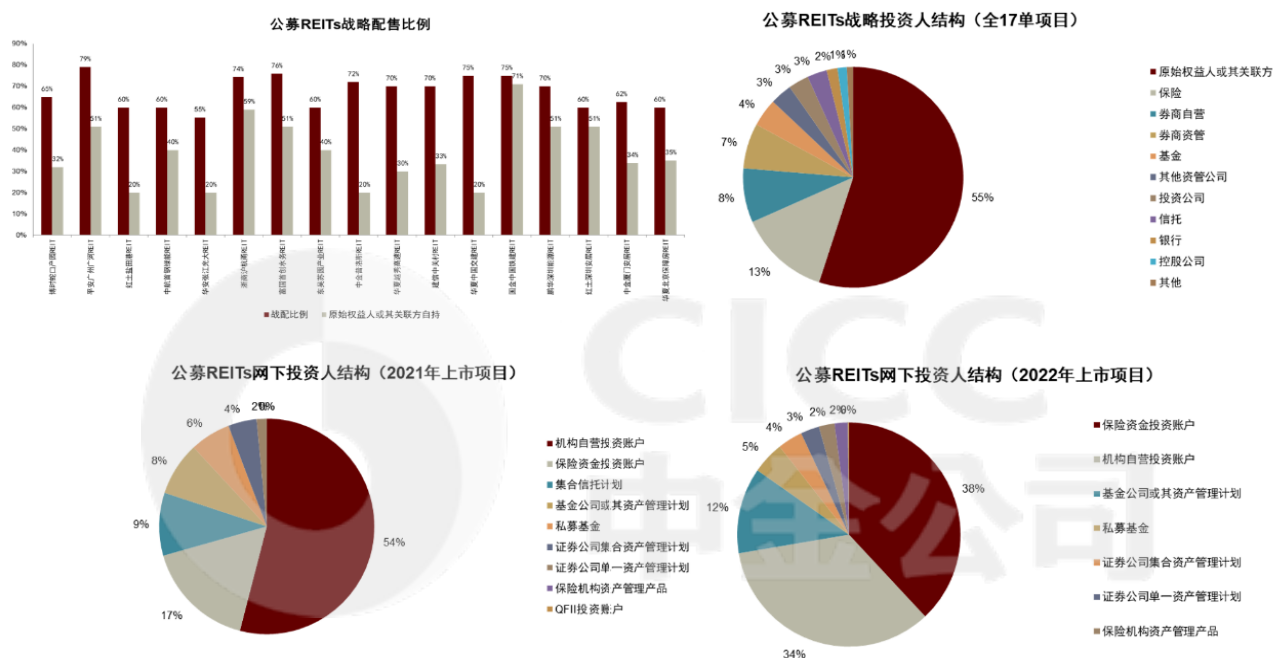


资料来源：Wind，中金公司研究部。数据截至 2022 年 10 月 31 日

⁴ 相关网页：https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/wszb/8yxwfbh/wap_index.html

中长期投资者引入初有成效，利于维护市场稳定。公募 REITs 战略配售比例在 55%至 79%，其中原始权益人及其关联方战配比例在 20%至 71%不等，原始权益人及其关联方自持的 REITs 基金份额，占总发行份额 20%以内的部分限售期 5 年，超出 20%的部分限售期 3 年，其他战略投资者的份额限售期 1 年。从总体战略配售金额来看，其他战略投资人占比 45%，颇为可观，表明投资者认可公募 REITs 的长期投资价值。今年 6 月 21 日首批 9 单 REITs 的 1 年期限售份额解禁后，市场走势整体平稳，也从侧面反映了市场对公募 REITs 的认可程度。2021 年 11 月，银保监会针对保险机构下发《保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》后，投资期限偏好较长的保险资金参与投资公募 REITs 的热情迅速提高，保险资金（自营+资管）在网下发售中获配规模占比由 2021 年的 17%升高至 2022 年的 40%。

图表 43：公募 REITs 投资者结构

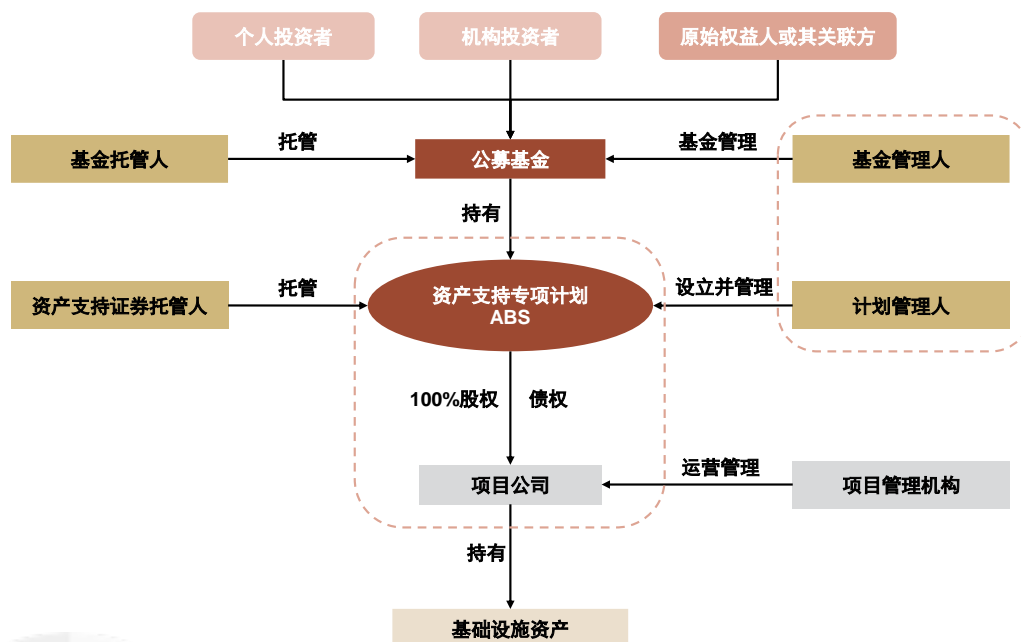


资料来源：Wind，证监会，中国政府网，中基协，中金公司研究部

产品特性

中国公募 REITs 目前为“公募基金+ABS”结构，基金管理人统筹管理公募 REITs 基金产品和资产，并委托外部运营管理机构负责物业的日常运营管理。自下往上看，ABS 持有项目公司 100%股权（和债权），公募基金持有 ABS 全部产品份额，再由投资人持有公募基金份额，完成整个产品结构搭建。

图表 44：中国公募 REITs 产品典型架构

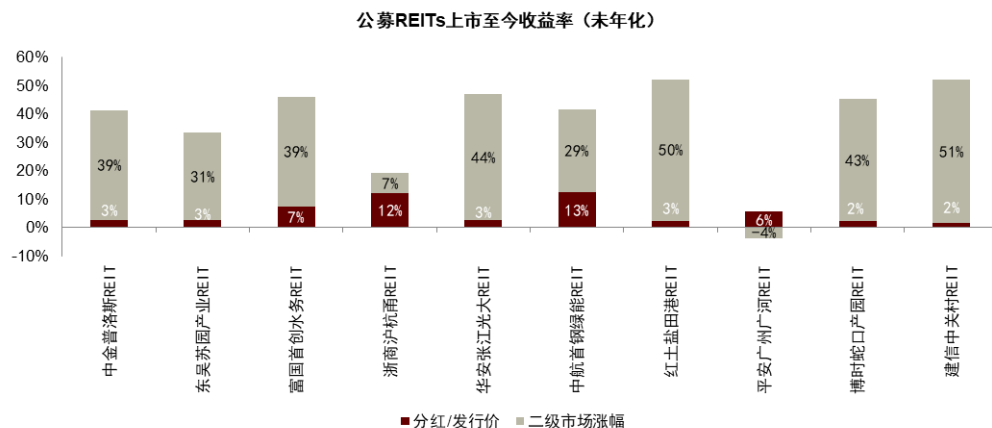


资料来源：中国证监会，中金公司研究部

公募 REITs 的综合收益来源于二级市场涨幅和分红，分红收益的比例未来可能大幅提升。公募 REITs 的收益目前主要来源于二级市场涨幅，分红收益占综合收益的比例目前多数较低。二级市场涨幅主要取决于资产增值预期以及估值提升，分红主要来源于折旧摊销、经营现金流以及（部分项目存在的）账面现金增补。参考海外 REITs 以及稳定分红的四大银行 A 股，随着上市时间越来越长，分红收益将会更加显著。另外，公募 REITs 基于公募基金架构的分红并不需要支付所得税，而股票现金分红根据持有时间长短的不同可能会产生税费，因此长期配置公募 REITs 享受分红收益具有税费上的优势。

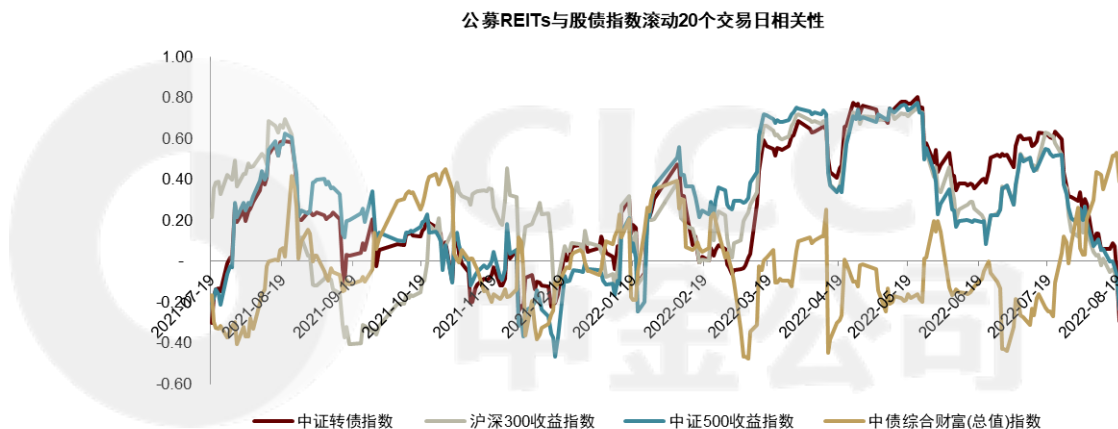
公募 REITs 的波动率介于股债之间，与债市无明显相关性，与股弱相关。观察指数层面的滚动 20 日年化波动率，公募 REITs 二级市场波动性多数时候介于股债市场之间，仅在 2021 年 11 月和 2022 年 2-3 月份的 REITs 超涨行情时波动率高于股指波动率。可看出公募 REITs 是一个中风险品种，兼具进攻性。相关性方面，多数时候公募 REITs 与股市弱相关（相关性系数落在 0.3~0.7 之间），与债市无明显相关性，但近期相关性系数有反转趋势，显示出公募 REITs 股债性兼具的特征。从公募 REITs 项目要求来看，每年至少 90%（分子）的年度可供分配金额（分母）用于收益分配，强制要求的分子部分提供债性，使得估值下有底，而分母提供股性，为估值提供向上的想象空间。

图表 45：公募 REITs 上市至今收益率（假设分红不用于再投资）



资料来源：Wind，中金公司研究部。数据截至 2022 年 8 月 19 日

图表 46：公募 REITs 加权总回报与股债指数滚动 20 个交易日相关性系数

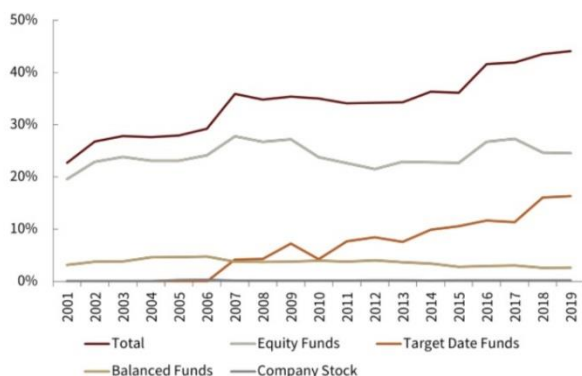


资料来源：Wind，中金公司研究部。数据截至 2022 年 8 月 19 日

► 产品展望

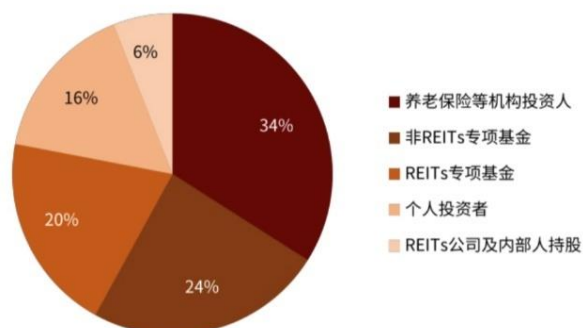
从需求端来看，发展 REITs 符合居民家庭和投资机构长期资产配置需要。REITs 作为中等收益、中等风险的金融工具，具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点，有利于丰富资本市场投资品种。一方面，人口老龄化趋势下，居民家庭配置 REITs 产品是优选项。近二三十年来，海外养老金、保险等长线机构管理资产规模持续提升，同时对广义实体资产配置比例亦明显提升，我们相信除了和实体资产自身较为优异的风险收益特性相关外，人口老龄化带来的“稳定收益”的诉求提升也可能是重要（被动）原因之一。另一方面，中国投资机构资产配置仍以传统股债为主，对实体资产配置比例有限，未来亦有潜力上升。社保基金、基本养老金、企业年金、理财和保险资金等长线资金，需要丰富的资产标的来同时满足其长期安全性与回报率要求。观察中国头部长线机构，我们认为其对实体资产的直接配置比例（不包括以非标产品等形式进行类债投资）不足 1-2%，这和市场发展不充分有直接关系。对比目前西方主要长线投资机构对广义实体资产（主要是商业地产和基础设施）的配置比例平均在 8-10%，头部机构可以达到 15-20%。我们认为 REITs 产品亦股亦债的特性，有望进一步满足中国投资机构的资产配置需求。

图表 47：2001 年来美国持有 REITs 家庭比例近翻倍



资料来源：NAREIT, SCF, EBRI, American National Census, MorningStar, 中金公司研究部

图表 48：美国 REITs 市场投资者结构



资料来源：S&P Global Market Intelligence, Bloomberg, 中金公司研究部
注：数据截至 2019 年 12 月

从供给端来看，发行公募 REITs 目前主要满足了基础设施原始权益人的退出需求，但 REITs 打通投融资管退闭环、反哺资金和资产流转的效果尚待发酵。从政策端来看，多方合力持续利好 REITs 市场长期发展，细节优化尤可发力。我们认为中国 REITs 在当前宏观政策框架中的重要性正逐步提升，后续政策端亦有发力空间，具体如合理拓宽可投资资产范围、简化交易结构、完善 REITs 税务安排、提高发行审批效率、规范信息披露细节等，可助力公募 REITs 市场扩容、降低发行运营成本和投资分析门槛，从而提高 REITs 的投资配置价值。

因此，REITs 产品在未来大有施展拳脚的潜力空间，从短期看，我们认为应当持续完善投资者准入和信息披露机制，加强投资者关系建设；中长期维度关注税收安排的优化可能，以及加强管理人能力建设。我们认为合理的税收安排仍将是 REITs 立足之本，通过 REITs 独立立法正式确立 REITs 税收安排有利于 REITs 产品的健康长远发展。

中高风险产品：股票权益基金

股票基金：被动指数类基金与 QDII 基金有望成为下一个爆发点

股票市场作为最广大众熟知与参与的市场之一，以之作为主要投资标的的股票基金，几乎是随着基金业一起发展起来。尤其是公募基金行业，从 1998 年第一家公募基金管理公司成立，在随后几年内，公募基金公司的产品几乎都是股票基金（股票型基金与偏股型基金）。因此一定程度上，国内股票基金产品的发展历程可以从基金业发展中可见一斑。

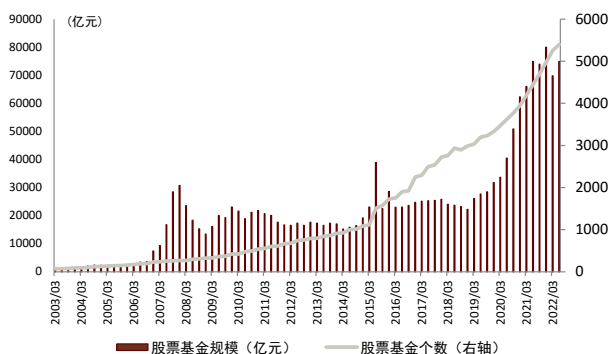
► 产品定义与发展历程

按产品发行方式，股票基金产品可以分为公募基金与私募基金。这两类基金除了在募资对象、投资约束、披露规则等维度上不同，在市场发展历程上也有明显差异。

公募股票基金相比正规的私募股票基金发展起步较早。1997 年 11 月，国务院证券委员会批准颁布《证券投资基金管理暂行办法》，同年不久中国证监会发布《关于申请设立基金管理公司有关问题的通知》、《关于申请设立证券投资基金有关问题的通知》，进一步优化了基金运作的细节。1998 年 3 月 5 日，国泰基金管理公司成立，为我国第一家公募基金。次日，南方基金管理公司成立。1998 年 3 月 27 日，南方基金管理公司和国泰基金管理公司分别发起设立了规模约为 20 亿的两只封闭式基金——基金开元和基金金泰，由此拉开了我国证券投资基金试点的序幕。1998 年全年我国共设立了 6 家基金管理公司，1999 年又有 4 家新的基金管理公司成立。这 10 家基金管理公司成为我国第一批规范的公募基金管理公司，也被称为“老十家”。在公募基金业发展的前几年，主要产品均是股票基金，2006-2007 年股票市场迎来一波牛市，公募股票基金迎来第一波迅速扩容，从 2006 年初的 2000 亿出头迅速发展到 2007 年末的基金 3 万亿元，但随着 2008 年股灾，公募股票基金规模随之缩水。随后一直到 2019 年之前，虽然公募股票基金的数量在不断上升，整体规模基本稳定在 3 万亿元以下波动。直到 2019-2021 年，公募股票基金规模迎来第二轮爆发扩容，截止 2022 年中，整体规模已经长期稳定在 7 万亿元水平，基金个数已逾 5000。

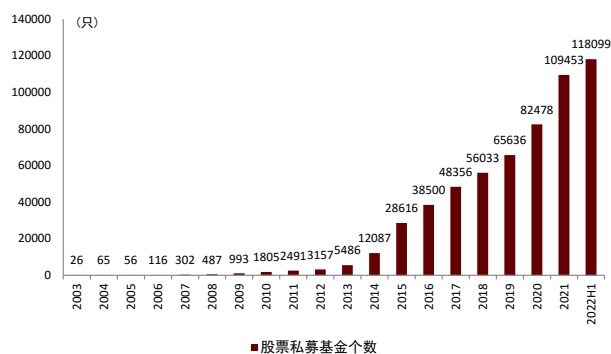
私募股票基金虽然早在 20 世纪 90 年代已有相关产品，但在 2014 年之前，均是以信托、券商资管或者基金子公司通道来发行。直到 2014 年 2 月，基金业协会发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，8 月《私募投资基金监督管理暂行办法》出台后，私募基金才正式走上规范化道路。也是在这样的背景下，私募股票基金个数在 2014 与 2015 年出现井喷式增长，增长率分别达到 120% 与 137%。而 2016 年强监管政策陆续出台后，私募股票基金个数的增速不再像之前那么夸张，后续每年私募股票基金基本维持 20%-30% 左右的增长速度。2021 年私募股票基金数量已破十万，2022 年中继续上升至 11.8 万只。

图表 49：公募股票基金规模近几年迅速扩容



资料来源：Wind，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

图表 50：私募股票基金个数不断增长



资料来源：朝阳永续，中金公司研究部，注：数据截至 2022.06.30

► 产品特征

按照股票基金投资中，产品允许偏离基准的约束程度，可以将股票基金划分为主动权益基金与被动指数基金（更细致一些，可以将指数增强型基金单独划出来作为约束程度处于主动与被动中间的一档）。

- 主动权益基金，我们往往以股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金、灵活配置型基金为样本。其产品策略按其投资风格包括成长股投资策略、价值股投资策略、均衡选股策略；按投资主题则可分为金融地产选股产品、科技选股产品、消费选股产品、医药选股产品、周期选股产品、工业制造选股产品、以及行业主题轮动策略产品等。主题类基金在 2015 年后迅速发展，目前规模占主动权益基金整体近 4 成左右。

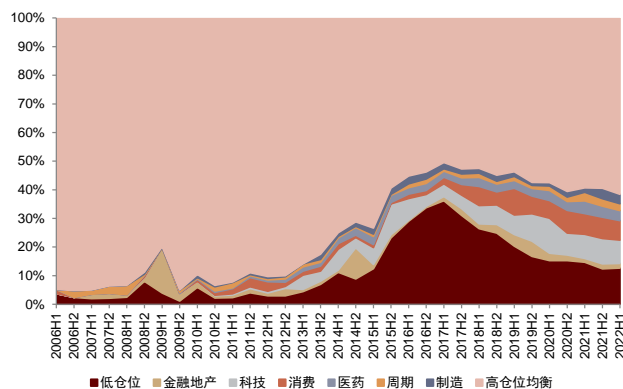
主动权益类基金产品目标均是通过对仓位择时、风格判断、个股优选等方式达到基金资产升值目的，由于股票市场不仅本身收益波动较大，内部不同个股的表现差异也很可观，因此该类产品在风险特征上显现出非常明显的“高风险、高回报”特征。

- 指数增强基金，其产品运作方式特征是对基准指数进行有效跟踪的基础上，通过主动管理获取 alpha 收益，从而实现超越指数的投资回报。因此该类产品收益整体由两部分共同决定：基准指数本身的 beta 收益与主动管理带来的 alpha 超额收益。

指数增强基金产品特征随着发行主体不同也有所差异：**公募产品的优势在于门槛较低、持仓透明、流动性好**，劣势在于策略单一、超额收益相对不高；**私募产品的优势在于策略多元化、模型迭代快、超额收益较高**，劣势在于业绩提成较高、流动性一般、投资门槛较高。按底层标的指数类型来看，我国指数增强产品中沪深 300、中证 500 指数增强等宽基类产品长期占主导，不过行业主题与 SmartBeta 类占比在近年有所提升。

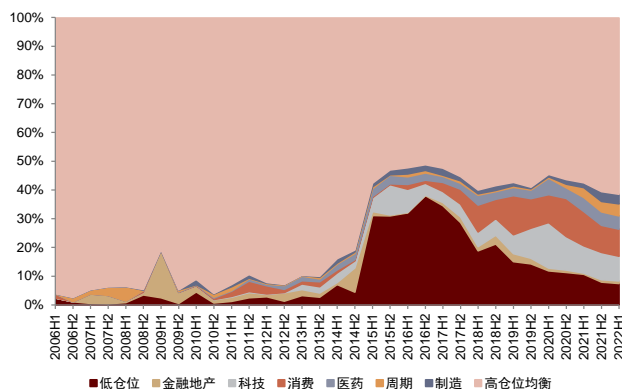
- 被动指数基金，其产品形式为通过完全复制或者抽样复制等方式，实现跟踪复制某个指数收益的目的。因此该类基金往往被当作配置工具使用。按基金类型，被动指数基金可以分为 ETF 基金与非 ETF 基金；按跟踪指数类型，被动指数股票基金可分为宽基类、行业主题类、SmartBeta 类、跨境类产品。行业主题类内部则可以根据不同主题进一步细分。我国被动指数基金产品中当前整体还是以宽基类产品与行业主题类指数为主，跨境类产品占比不断提升，而 SmartBeta 类产品一直相对较少。

图表 51：主动权益各主题基金历史数量占比变化



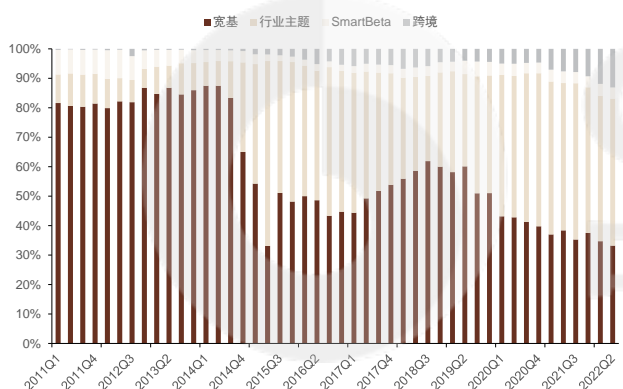
资料来源：Wind，中金公司研究部，数据截至 2022 年 6 月 30 日

图表 52：主动权益各主题基金历史规模占比变化



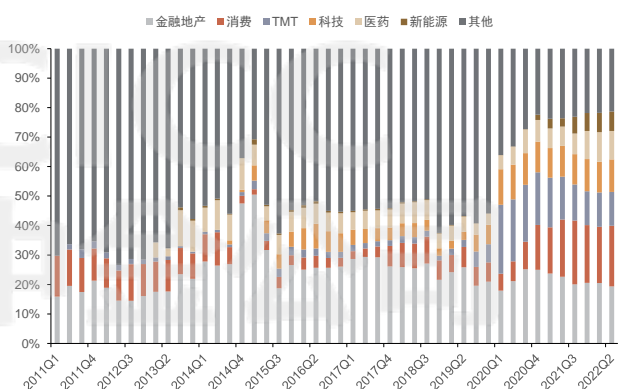
资料来源：Wind，中金公司研究部，数据截至 2022 年 6 月 30 日

图表 53：被动指数产品各类型规模占比变化



资料来源：Wind，中金公司研究部，数据截至 2022 年 6 月 30 日

图表 54：不同行业主题被动指数产品规模占比变化



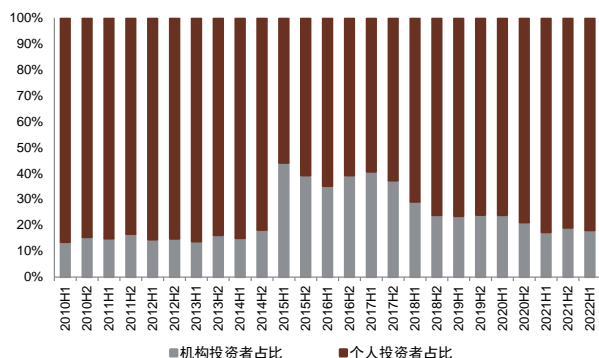
资料来源：Wind，中金公司研究部，数据截至 2022 年 6 月 30 日

► 投资者结构

不同类型股票基金的投资者结构有明显差异，但同类型股票基金内部投资者结构较为稳定清晰。主动权益基金主要以个人投资者为主，大部分时期个人投资者占比在 80%左右。而 2015 年股票市场牛市期间，大量个人资金受情绪驱动直接进入股票市场，该段期间主动权益基金的个人投资者暂时地降到了 60%以下水平。

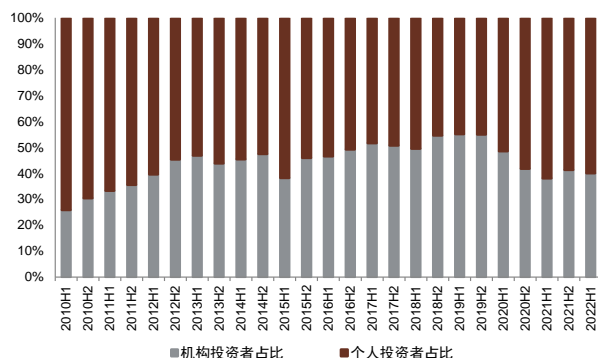
指数类股票基金由于更多地体现指数 beta 收益，更多地被投资者作为配置工具使用，因此相对主动权益产品，指数类股票基金中机构投资者占比明显更高，从 2012 年起，指数类股票基金产品的机构投资者占比基本都维持在 40%-50%区间。

图表 55：公募主动权益基金以个人投资者为主体



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 56：公募指数类型基金投资者结构相对均衡

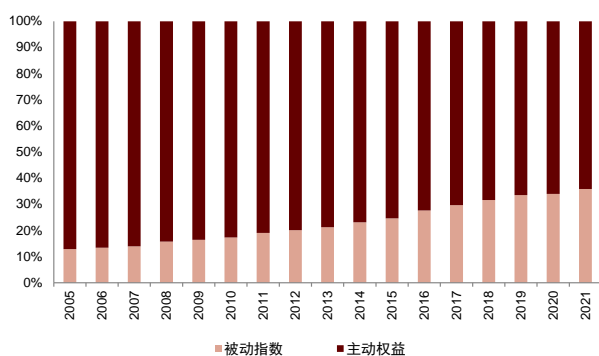


资料来源：Wind，中金公司研究部

产品展望

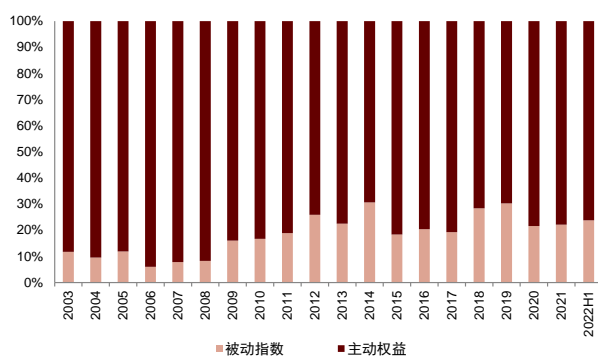
股票基金作为高风险高收益产品，借由基金经理的专业管理能力，一直是有较高风险偏好需求的投资者的首选之一。这也是我国主动权益基金规模显著高于指数类产品的原因之一。目前我国指数类股票基金占比截止 2022 年中不超过 25%。而作为参照，美国本土被动权益基金占比从 2005 年以来稳步抬升，到 2021 年末被动权益占比已逾 35%，且仍然保持继续上升的趋势。美国市场出现这样该现象的一个主要原因在于其成熟市场中的指数本身收益率就较为强劲，主动基金管理者想做出超越市场指数本身的超额收益较为困难，因此跟踪高 beta 收益指数，同时成本更低的被动产品越来越受欢迎。而相对而言，中国股票市场历史上长期有效性尚未达到成熟市场水平，故而很多基金管理者可以相对指数做出丰厚的超额收益。但考虑到目前中国股票市场不断开放、完善与成熟，我们预计未来通过主动管理做出大量超额收益将越来越困难，被动指数类基金产品的重要性有望进一步提升。

图表 57：美国本土主动与被动权益基金占比



资料来源：ICI，中金公司研究部

图表 58：中国本土主动与被动权益基金占比

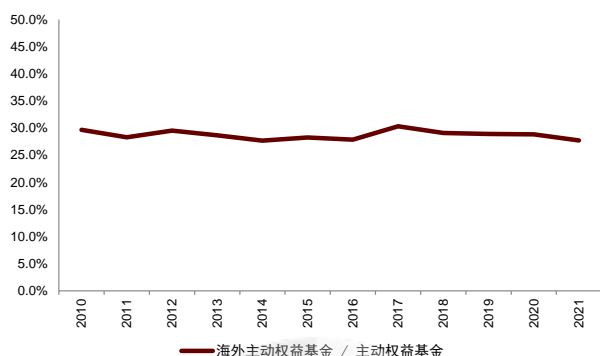


资料来源：Wind，中金公司研究部

除了被动指数类产品，投资海外权益市场的 QDII 基金业或能成为下一个爆发点。无论机构投资者或个人投资者，在高风险、高收益特征的权益基金中，想有效提高整体组合收益风险比的一个简单方式是分散化投资，由于同一个市场内部的股票本身具有较大的相关性，通过在组合中引入海外资产则能有效达到分散投资的目的。可以看到美国主动权益基金中投资海外资产的

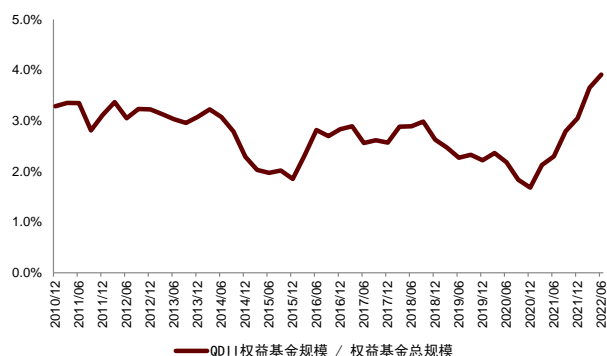
产品比例基本一直稳定在 30% 左右，而我国投资海外权益资产的 QDII 产品从 2010 年至今在公募权益基金的占比一直在 4% 以下。随着国内公募基金市场进一步扩容，居民资管需求进一步提升，能满足海外投资需求的 QDII 产品或能成为公募权益市场又一个爆发点。而实际上，从 2021 年开始 QDII 权益产品的占比已经开始稳定且迅速的提升，综合考虑跨境类被动指数产品在近几年不断破新高的规模占比，进一步印证了国内不断涌现的海外资产投资需求。

图表 59：美国主动权益基金中投资海外资产的产品占比稳定在 3 成左右



资料来源：ICI，中金公司研究部

图表 60：中国 QDII 在权益基金产品中占比较低，但近期迅速上升



资料来源：Wind，中金公司研究部

高风险产品：另类投资产品

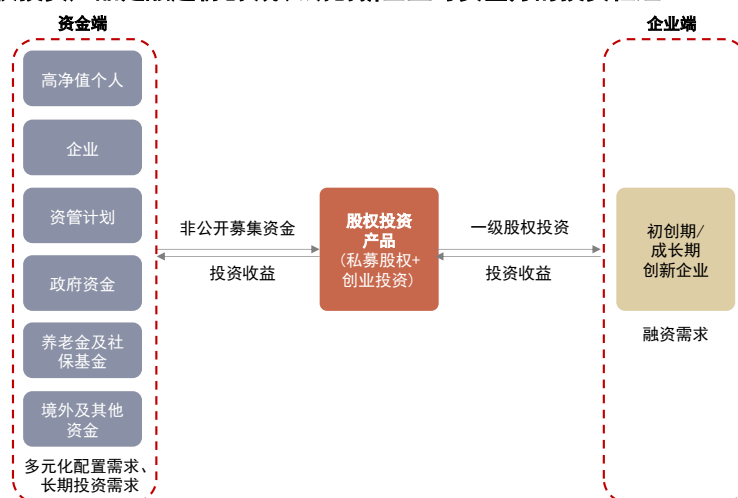
股权投资产品：短期或有压力，投新投绿产品未来发展空间广阔

► 产品定义与发展历程

股权投资产品是融通初创/成长期创新企业与资金方的投资枢纽。股权投资产品主要包括私募股权投资基金、创业投资基金、及私募股权和创投类 FOF 等；其中，私募股权投资基金指投资包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股（含上市公司定向增发、大宗交易、协议转让等）、可转换为普通股的有限和可转换债等的私募基金，创业投资基金则主要向处于创业各阶段的未上市成长性企业进行股权投资的基金⁵。从投资端看，私募股权和创投基金主要投资于未上市的、初创/成长期创新企业，通过一级股权投资满足企业融资需求；从资金端看，私募股权和创投基金的资金来源包括高净值个人、企业、资管计划及社保/养老金/政府资金等长期资金，可有效满足资金方长期投资和多元化配置需求。

新旧动能转换及居民财富积累下，股权投资产品迎来快速发展。一方面，股权投资产品更关注成长性、创新性及潜在投资回报，且较长存续期允许其具备较高的风险容忍度，较适宜为创新度较高、潜在风险较大但长期空间广阔的企业提供融资，且专业的私募股权管理人还可帮助企业优化公司治理和发展战略、帮助其完成改制重组和上市计划等，是经济新旧动能转换时推动创新企业发展的重要资金来源。回溯我国股权投资行业发展，第一批风险投资机构就是为支持科技技术改革而在政府支持下成立的（1985 年，《关于科学技术改革的决定》指出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持”；1996 年，《中华人民共和国促进科技成果转化法》提出要充分发挥风险投资作用、推动科技成果产业化）。另一方面，股权投资产品由于具备与其他资产较低的相关性、更长的产品存续期、及不确定性带来的潜在高回报，是居民资产积累及配置拐点下更多高净值和长期资金的配置之选。自 1985 年我国股权投资市场起步以来，股权投资基金规模扩张明显；据基金业协会数据，截至 2020 年末，私募股权及创业投资基金规模达 11.64 万亿元。

图表 61：股权投资产品是融通初创/成长期创新企业与资金方的投资枢纽



资料来源：中金公司研究部

⁵ 中国证券投资基金业协会：<https://ambers.amac.org.cn/web/app/static/template/orgType.pdf>

我国私募股权基金行业可分为 1985-2004 年的探索起步期、2004-2013 年的快速发展期、2013 年至今的规范发展期。

1985-2004 年：政策引导下、以风投为主的股权投资产品渐起。1985 年，中共中央发布《关于科学技术改革的决定》、首次提及创业投资；同年，我国首家风投机构——中创公司成立。随后，在政策引导下，中央和地方政府陆续批准设立了多家风投机构。1998 年后，《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》、《关于建立我国风险投资机制的若干意见》等政策出台，为股权投资行业的发展做出了初步制度安排。在此背景下，更多国企、外资、民营资本开始进入市场，风投机构数量由 1998 年的 53 家增至 2003 年的 233 家⁶。但由于市场不完善、退出机制不健全等，这一阶段股权投资市场整体发展缓慢⁷。

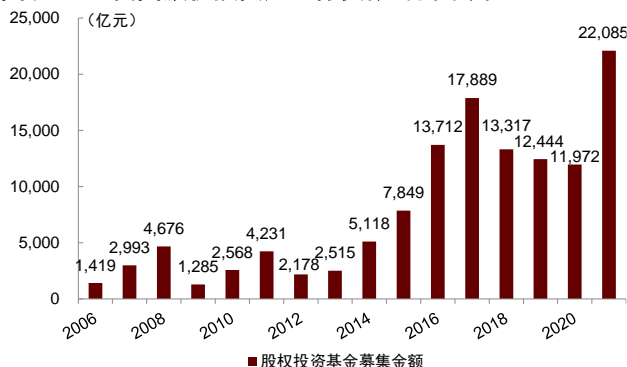
2004-2013 年：制度及基础设施进一步完善、股权投资产品迎来迅速增长。这一发展阶段又可进一步分为 2004-07 年的外资主导阶段和 2007-13 年的本土崛起阶段。1) 外资主导阶段：2004 年中小板开板，股权投资产品退出渠道有所拓宽。随后，《创业投资企业管理暂行办法》、《外国投资者并购境内企业暂行规定》、《关于促进创业投资企业发展有关税收的通知》、《中华人民共和国合伙企业法》等政策法规逐步落地，进一步完善股权投资产品的相关法律法规、使得国际上通行的有限合伙组织架构有法可依。加之整体经济上行，更加完善的法规制度与可观的投资回报带动更多国内外资本流入中国股权投资市场，凯雷、红杉、黑石、KKR 等国际 PE 机构纷纷建立中国基金。2) 本土崛起阶段：2008 年证监宣布适度扩大券商直接投资业务试点范围，同年全国社保基金获准投资于经批准的产业基金和股权投资基金，拓宽了股权投资产品的本土募资渠道。2009 年创业板正式开板、2012 年新三板扩容，为股权投资产品提供了更多合适的退出渠道，为本土人民币基金产品的发展提供了助力。加之“四万亿”政策刺激下、整体市场资金充足，本土人民币股权投资产品迎来快速发展。据清科可得数据，我国人民币基金募资额由 2010 年的 1,161 亿元增至 2013 年的 1,803 亿元、CAGR 为 16%，对应募资额占比由 45%增至 72%。

2013 年至今：统一监管时代，股权产品规模迅速增长，资管新规后进一步规范化发展。2013 年，《关于私募股权基金管理职责分工的通知》明确由证监会行使私募股权投资基金监管职责。2014 年，证监会发布并施行《私募投资基金监督管理办法》、为首个针对私募基金的部门规章，私募股权投资基金开启备案管理制度，制度的进一步规范推动其步入发展快车道。同时，政府推动“大众创业，万众创新”进程，人工智能、移动互联网等新兴产业高速发展，股权投资市场的资金供给与投资需求快速增长。据清科数据，2013-2017 年，我国股权投资基金募资额由 2,515 亿元增至 1.8 万亿元、对应 CAGR 达 63%。2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）发布，明确资管产品仅可一层嵌套，并对通道、资金池、期限错配进行明确限制。原本盛行的银政合作“银行理财-资管产品-私募股权基金”、“银行理财-私募股权 FOF”等方式面临调整，杜绝了银行理财等资金不合规使用问题、股权投资产品进一步规范化发展。叠加日趋复杂的内外部环境，股权投资市场面临阶段性调整，但以科创板设立、创业板注册制改革、北交所设立为代表的退出渠道进一步拓宽，为股权投资产品的长期发展提供了有效支撑。

⁶ 王燕辉，私人股权基金[M]。北京：经济管理出版社，2009。

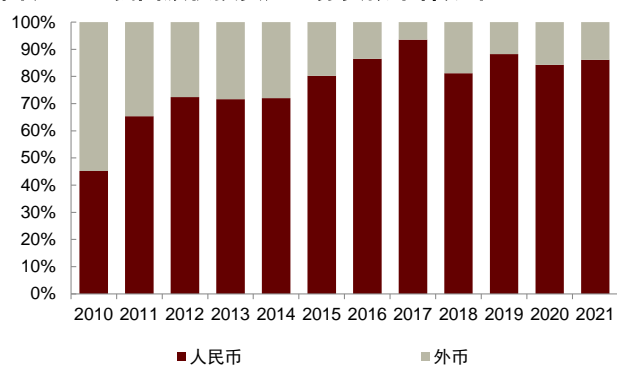
⁷ 中国证券投资基金业协会，《2017 中国私募股权及并购投资基金行业发展报告》。

图表 62：我国股权投资产品募资额时间序列



资料来源：清科研究，中金公司研究部

图表 63：我国股权投资产品募资额币种分布

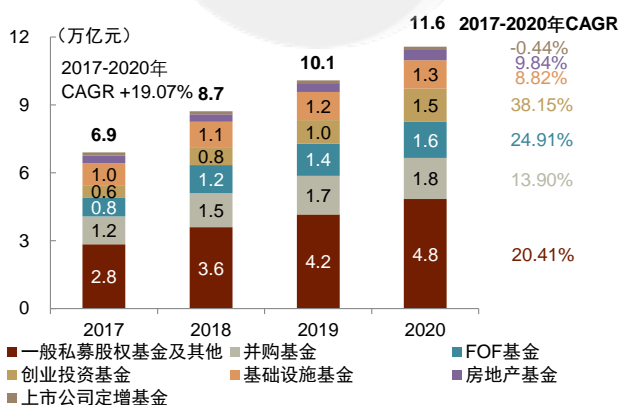


资料来源：清科研究，中金公司研究部

► 产品结构

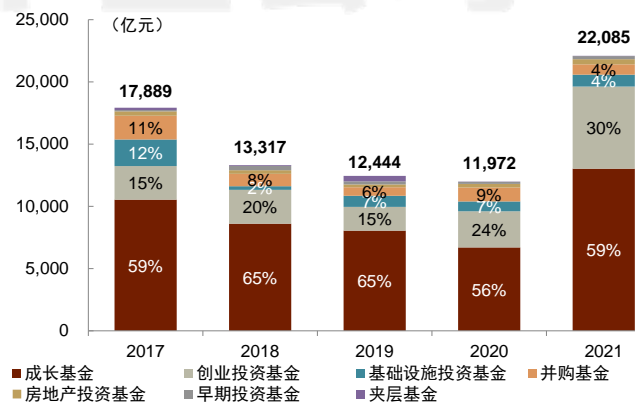
就产品策略而言，股权投资产品可分为一般私募股权投资基金（成长型）、创业投资基金、房地产基金、基础设施基金、并购基金、FOF 基金等⁵。近年来，受以《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》为代表的政策推动，创业投资基金规模及占比增长明显快于整体行业、投早趋势明显，2017-2020 年创投基金规模 CAGR 达 38.15% (vs. 股权投资基金整体 CAGR 20.4%)、创投基金募资额占比由 2017 年的 15% 增至 2021 年的 30%；此外，成长型私募股权基金规模保持稳步增长，FOF 基金的增速亦较快，地产基金、基础设施基金、并购基金的增长相对偏缓。就投资行业而言，科技、消费、医药等战略新兴行业逐渐成为近年来的投资重点（合计投资金额占比由 2017 年的 34.7% 增至 2020 年的 47.2%）。

图表 64：已备案股权投资基金规模分布



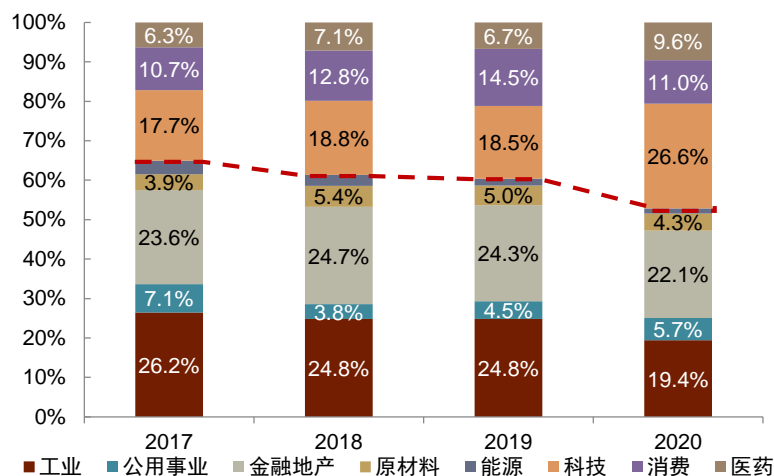
资料来源：中国证券投资基金业协会《中国私募股权投资基金行业发展报告（2021）》，中金公司研究部

图表 65：股权投资产品募资额分布（按产品策略）



资料来源：清科研究，中金公司研究部

图表 66：股权投资产品行业分布（按投资金额）



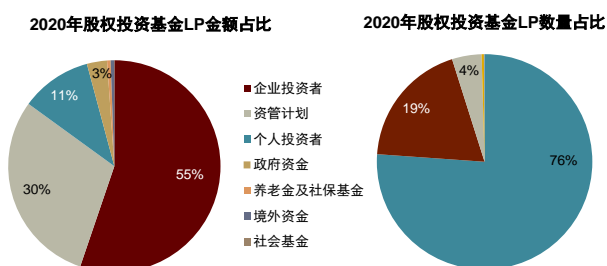
资料来源：中国证券投资基金业协会《中国私募股权投资基金行业发展报告（2021）》，中金公司研究部

产品展望

股权投资产品的发展驱动因素可分为募资端、投资端、管理端、退出端。

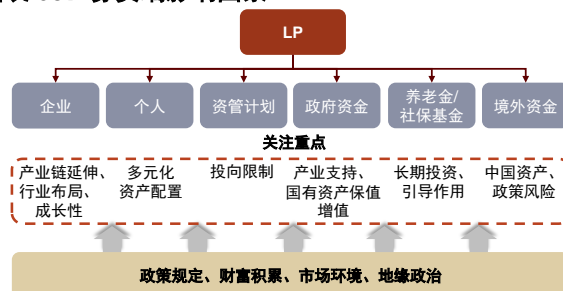
- 募资端：**股权投资产品的募来源主要包括企业、个人、资管品、养老金/社保等长期资金、政府资金、境外资金等。影响资金方投资的因素主要包括：1）政策规定。如资管新规后，私募股权投资基金的合格投资者门槛上调，影响企业及个人出资情况；单层嵌套、禁止资金池及期限错配等规定影响银行理财等资金流入股权投资产品；监管引导及投向放开后，更多长期资金及保险资金流向股权投资产品。2）财富积累。伴随居民财富积累及资产配置拐点到来，高净值人群财富管理需求充分，配置私募股权、创业投资基金等与传统资产关联度较低的另类资产的需求提升。3）市场环境。资金方的投资情绪受到一二级市场情绪波动的短期影响，并在中期维度受到经济环境、流动性环境、科技技术革命等宏观因素影响。4）地缘政治。境外资金投资将受到地缘政治不确定性及禁投规定等影响。
- 投资端：**不同的市场环境决定了股权投资的业务机遇。例如，在经济上行、技术革新带动产业大发展的背景下，各类独角兽应运而生、为成长型私募股权投资提供发展机遇；在经济下行、企业盈利能力承压阶段，成长型投资预期回报下降、投资规模或有所收缩，但债务重组等业务或具备发展机遇；在经济企稳复苏、信贷宽松背景下，并购业务则可能迎来发展机遇期。
- 管理端：**基金管理人的产品设立意愿将影响股权投资市场的产品供给，我们认为其一方面受到政策影响，如税收优惠等激励措施将引导更多管理人进入市场、规范从严监管或导致部分产品面临转型压力甚至退出市场；另一方面，产品预期回报也将很大程度上影响基金管理人的产品设立意愿，当市场情绪低迷、股票一二级市场价差缩窄时，股权投资产品及基金管理人自身的获利空间将收窄，或降低基金管理人的产品供给。
- 退出端：**股权投资产品的退出方式主要包括境内外 IPO、企业回购、协议转让、整体收购、融资人还款等，退出的难易程度、回报情况、所需时间将影响产品的回报能力与变现速度。整体来看，退出端的影响因素包括政策面的资本市场基础设施及制度改革情况（如多层次资本市场建设、注册制及配套改革落地）、境外上市制度、PE 二级市场建设情况、减持相关政策规定等，以及市场层面的情绪影响等。

图表 67：股权投资产品募资来源（LP）结构



资料来源：中国证券投资基金业协会《中国私募股权投资基金行业发展报告（2021）》，中金公司研究部

图表 68：募资端影响因素



资料来源：中金公司研究部

展望股权投资产品未来发展，我们认为短期或仍有阶段性压力，中长期伴随资金来源、投资策略、及退出渠道多元化，以投新投绿为代表的股权投资产品发展空间广阔。短期来看，我们预计疫情影响、市场波动及经济增速下行等影响下，股权投资市场募资难问题或仍存在，以成长策略为代表的产品投资节奏或有所放缓，管理人层面竞争加剧，同时境外 IPO 市场承压下、产品退出进展或低于预期。但中长期维度来看，我们预计政策引导下股权投资产品资金来源趋于多元化、长期化，伴随经济转型发展，股权投资产品市场空间广阔、投向趋向投新投绿，同时全面注册制及私募股权份额转让试点等政策推进下、退出渠道进一步多元化，有望为股权投资产品的长期发展提供支撑；其中，以 S 基金和市场化母基金为代表的产品或迎结构性发展机遇。

风险提示

本文对于部分金融产品发展前景与方向的预测依赖于投资者偏好变化及市场环境的变化。未来投资者偏好上升幅度有不及预期的风险。对我国个人养老金制度发展与衍生品市场发展的估计有不符合未来实际发展情况的风险。



作者信息



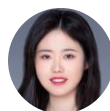
刘均伟 分析员

SAC 执证编号: S0080520120002
SFC CE Ref: BQR365
junwei.liu@cicc.com.cn



胡骥聪 分析员

SAC 执证编号: S0080521010007
SFC CE Ref: BRF083
jicong.hu@cicc.com.cn



黄月涵 分析员

SAC 执证编号: S0080522070005
SFC CE Ref: BRI225
yuehan.huang@cicc.com.cn



吕松涛 联系人

SAC 执证编号: S0080122010077
songtao.lv@cicc.com.cn



张星星 联系人

SAC 执证编号: S0080122030064
xingxing.zhang@cicc.com.cn



裴佳敏 联系人

SAC 执证编号: S0080121060144
SFC CE Ref: BRY581
jiamin.pei@cicc.com.cn



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560