



中信证券研究部

核心观点



李世豪
策略分析师
S1010520070004



裘翔
联席首席策略师
S1010518080002

资本市场生态正在变化，当前存量博弈与历史时期存在诸多差异。料资管行业生态也将发生变化，短期业绩对主动产品在管规模的推动日趋减弱。未来主观多头建立与零售客户之间的缓冲带至关重要。从资本市场当前生态的变化来看，活跃资金的绝对规模远超以往存量时期，信息定价有效性明显提升导致机构通过信息流领先获得超额回报的难度加大，场外衍生品工具不断丰富，入场资金多样性显著提高，外资流入速度趋于稳态，后续增量资金规模高度依赖经济波动。从资管行业未来的生态变化来看，主观多头通过短期业绩爆发争取财富管理渠道资源的难度加大，通过极致风格持仓博弈互联网平台流量模式也面临行业 ETF 竞争。从主观多头的应对方法来看，随着打法层面顺经济周期属性增强，料主观多头未来更加依赖财富管理机构与零售客户之间的缓冲作用。

■ 资本市场生态正在变化，当前存量博弈与历史时期存在诸多差异。

1) 活跃资金的绝对规模远超以往存量时期。与管理规模较大的产品相比，小基金的调仓更加灵活，可以在主题性交易阶段积极参与，根据公募基金年报数据，规模小于 10 亿元的主动公募产品年度双边换手能突破 1000%。2014 年规模小于 10 亿的主动产品规模为 2204 亿元，占当时全部主动产品规模的 11.0%，2022 年规模小于 10 亿元的产品规模为 9960 亿，占全部主动产品规模的 22.2%。若进一步考虑私募行业的快速发展，证券类私募整体规模从 2014 年的不足 8000 亿元增长至 2022 年的 5.6 万亿元，大量私募产品规模不足 10 亿元，其行为模式更加灵活。实际上现在 A 股市场内存量的短钱要远多于 2014 年时的水平。

2) 信息定价有效性明显提升，机构通过信息流领先获得超额回报的难度加大。根据上市公司公告数据，过去 3 年上市公司调研总次数出现激增，2021 年之前上市公司接受调研的总次数长期低于 10000 次，2021-2023 年（截至 5 月）机构调研次数快速突破并且分别达到 14989、22175 和 12128 次。在 2021 年之前，受调研的公司占全部上市公司数量的比例一般稳定在 30%-40% 左右，2021-2023 年（截至 5 月）则分别达到了 58%、71% 和 69%。但过去 3 年基金公司的相对优势并未扩大，基金公司在调研机构中的次数占比在 2020-2023 年（截至 5 月）却保持稳定，分别为 36%、35%、35% 和 35%，这说明非基金类机构也在同步加大调研力度引发了“内卷”。换言之，信息获取维度的相对优势并没有随着主观多头的努力调研而扩大，甚至上市公司被重复调研的情况日趋严重，信息本身的定价属性被挖掘得更充分。互联网自媒体时代，非机构类市场参与者获取信息和研究投资的“门槛”也在消解，对于自媒体而言，通过传播机构调研或者研究内容能够构建个人品牌、吸引流量带来广告等其他收入，无疑降低了个人投资者获取信息的门槛，加速了全市场参与者之间的信息传递速度。

3) 场外衍生品工具不断丰富，入场资金的多样性显著提高。基本面研究不局限于“看多”这一种结论，在做出相同走势判断的情况下，衍生品工具能够提供多头、看平和空头等多个方向的获利手段，这一灵活度要高于主观多头（尤其是公募）简单做多的形式。同时，以量化私募、外资为代表的不同策略资金不断涌现，A 股市场结构更加多样化。根据中信证券研究部量化配置组估算，截至 2022 年年末，国内量化私募管理人整体资产规模约为 1.50 万亿元，日成交额可达千亿级别，由于回撤和波动较小，量化私募很好的迎合了高净值客户的需求，或将不断抢占主观产品的份额。根据中国人民银行数据，外资截至 2022 年末的规模约 3.19 万亿元，2023 年（截至 5 月）日均成交额达到了 1037 亿元。

4) 外资流入速度趋于稳态，后续增量规模高度依赖经济波动。自 2014 年沪港通制度推出以来，外资的流入状况可以大致分为三个阶段。根据港交所数据，第一阶段是 2014 年至 2016 年，沪港通尚处于早期的摸索阶段，外资增配中国的

热情有限，截至 2016 年年底北向资金累计净流入仅 1478 亿元。第二阶段是 2017 年至 2021 年，这是外资整体增配中国的五年，在此过程中北向资金累计净流入 14868 亿元，平均每年净流入将近 3000 亿元。第三阶段是 2022 年至今，北向资金增配 A 股的趋势明显减弱，2022 年年初至 2023 年 5 月累计净流入仅 2593 亿元，月均净流入规模相比第二阶段减少了 38.4%。一方面，由于过去 5 年的整体业绩不佳，部分长线外资或意识到通常采取的简单长期持有策略在 A 股市场未必有效，开始调整在中国的投资策略；另一方面，在地缘政治因素影响下，中东及东南亚资金占比或将逐渐增加，而欧美区域资金或有所下滑。

■ 料资管行业生态也将发生变化，短期业绩对主动产品在管规模的推动日趋减弱。

1) 通过短期业绩爆发争取财富管理渠道资源的难度加大。过去传统基金销售渠道往往对每年收益靠前的基金经理倾斜销售资源，第三方互联网平台对短期业绩爆发、有话题度的产品予以推介，看重“短期相对业绩排名”的销售模式加剧了主动管理“押赛道”的行为。随着销售渠道逐渐向以买方投顾为主的财富管理转型，客户长期留存带来转化替代客户频繁申赎带来佣金的商业模式，预计未来无论是传统销售渠道还是第三方互联网平台都将逐渐弱化“短期相对业绩排名”和流量带货逻辑，更看重产品带来长期回报的能力以提高客户留存规模。

2) 通过极致风格持仓博弈互联网平台流量模式也面临行业 ETF 竞争。过去主动产品通过强化行业标签来吸引零售客户申购，但随着行业 ETF 的崛起，被动产品凭借更加极致的行业持仓和更低的费率成为零售客户参与主题性行情时更加顺手的交易工具。根据公募基金年报数据，2022 年行业 ETF 存量规模占比达到 45.2%，超越宽基 ETF 的 40.3%，成为我国被动权益类产品的主要形式。行业 ETF 持仓鲜明且极致，自身的“工具性”特点非常切合当前的流量销售模式，因此更容易进入第三方互联网销售平台的推荐列表里，每当市场行情开始走弱时，依然不缺乏选择逢低买入的零售客户，这就导致行业型 ETF 的留存率很高，行情热度消退后赎回量也不会很大。根据公募基金年报数据，以 2005 年-2022 年的累计申赎数据看，我国行业 ETF 产品的存续申赎率分别为+119.1%，其规模通过存续申购翻倍。

■ 从主观多头的应对来看，建立与零售客户之间的缓冲带至关重要

1) 主观多头传统打法的顺经济周期属性逐渐增强。目前市场主观多头策略产品的主要打法可基本概括为 4 种，包括偏围绕信息传递定价的“信息流”打法，以及围绕资产定价的成长性定价打法、高 ROE 及低估值打法。在经济上行阶段，主观多头整体围绕有增长的顺周期产业进行资产定价的行为更多，在经济下行阶段，通过信息领先优势寻找主题性机会获得逆周期阿尔法的行为更普遍。近几年机构调研更加频繁，灵活资金绝对规模提高加剧主观多头内卷，自媒体加快信息传递“抹平”非机构投资者的信息获取门槛，主观多头越来越难以通过信息领先来获得交易优势，判断主观多头将更加注重长期基本面判断，通过成长性、估值和价值判断带来超额收益，但也意味着经济周期对产品的影响越来越大。

2) 料未来主观多头更加依赖财富管理机构作为与零售客户之间的缓冲作用。随着主观多头产品在经济下行周期通过主题性交易获得逆周期超额收益的难度加大，主观多头产品面临零售端的压力已经开始显现。根据公募基金季报数据，若按照 4Q22 时的净资产规模将主动股基分为 0-10 亿元、10-50 亿元、50-100 亿元、100 亿元以上共 4 组，1Q23 时持有的 TMT 板块市值占比环比分别变化 +9.9pcts、+6.3pcts、+3.8pcts 和 +3.4pcts，对应 1Q23 平均季度回报率由小型到大型产品分别为 3.5%、2.3%、1.0%和 1.8%，对应基民的净申赎率分别为 +1.6%、-1.1%、-1.4%和 -2.5%。这体现了灵活度相对偏低的头部主观多头产品面临更大的申赎压力。随着基金销售渠道转型买方投顾，财富管理行业或一定程度可以起到平滑负债端频繁申赎的作用，缓解下行周期时产品被赎回的压力，减少主观机构“看短做短”的行为。

■ 风险因素：1) 投资者结构估算存在较大偏差；2) 部分投资者投资行为发生重大变化。3) 资管行业监管政策发生重要变化。

目录

资本市场生态正在变化，当前存量博弈与历史时期存在诸多差异	5
活跃资金的绝对规模远超以往存量时期	6
信息定价有效性明显提升，机构通过信息流领先获得超额回报的难度加大	10
场外衍生品工具不断丰富，入场资金的多样性显著提高	11
外资流入速度趋于稳态，后续增量规模高度依赖经济波动	17
资管行业生态将发生变化，短期业绩对主动产品在管规模的推动日趋减弱	22
主观多头通过短期业绩爆发争取财富管理渠道资源的难度加大	22
主观多头通过极致风格持仓博弈互联网平台流量模式也面临行业 ETF 竞争	26
从主观多头的应对来看，建立与零售客户之间的缓冲带至关重要	30
主观多头传统打法的顺经济周期属性逐渐增强	30
未来主观多头更加依赖财富管理机构作为与零售客户之间的缓冲作用	31
风险因素	33

插图目录

图 1：A 股市场各类投资者持股市值占流通市值比例（2003-2023Q1，%）	6
图 2：A 股市场各类投资者成交额占比（2005-2022，%）	6
图 3：美国股票型共同基金的净资产总规模和平均规模变动趋势相同	7
图 4：不同规模分组对应的主动公募产品股票投资活跃度（%）	7
图 5：我国存在大量小规模主动权益类公募产品（亿元）	8
图 6：过去 7 个月每月前 3 大领涨行业及对应当月的涨幅（%）	9
图 7：随着数量不断增长，美国主动股基超额收益表现趋于一致（%）	9
图 8：美国共同基金整体换手率自 1980 年以来不断下滑（%）	9
图 9：2021 年开始上市公司调研总次数出现激增	11
图 10：调研机构中基金公司的次数占比保持稳定	11
图 11：2021 年被调研公司在 2021 年之后有所“下沉”	11
图 12：2020 年之后被调研公司对接的平均机构数量	11
图 13：国内量化私募管理人整体资产管理规模（测算）	14
图 14：量化私募产品对回撤和波动率的控制能力较强	16
图 15：针对央企上市公司的基本面量化指标体系构建举例	17
图 16：北向资金成交金额在 A 股总成交额中的占比不断增加	18
图 17：外资持股市值变化及其在 A 股流通市值中的占比	18
图 18：北向资金整体增配 A 股的趋势在 2022 年开始明显减弱	19
图 19：相同长度的持有期下，选择不同的进入时点对收益的影响很大	20
图 20：从过去 5 年的维度看，中国股市对外资的吸引力并不强	20
图 21：2018 年以来，中东的主权财富基金增配 A 股的趋势明显	21
图 22：阿布扎比投资局已在 3 家 A 股公司的持股市值超过 10 亿元	21
图 23：实际上存续申购资金对于单一产品而言是主要的资金来源（亿元）	23
图 24：2005-2022 年大多数情况下存续产品规模的增长主要来自于存量申赎资金的辗转腾挪（亿元）	24
图 25：4Q2022 对 TMT 仓位大致相当的情况下，规模越小的产品在 1Q2023 向 TMT 调仓	24

的幅度越大 (%)	24
图 26: 规模越小的主动股基在 1Q23 平均季度回报率更高 (%)	24
图 27: 1Q23 不同大小的主动公募产品净申购规模和净申赎率 (亿元, %)	25
图 28: 2011-2019 年主动股基中收益率前 3 的产品后续 3 年的回报基本都在行业中位数之下.....	26
图 29: 天天基金网首页“基金数据”栏目按当日净值增长率进行产品默认排序	27
图 30: 从发行规模上看, 宽基型产品的累计发行份额最大	27
图 31: 从存量规模上看, 行业型产品的存量份额占比最高	27
图 32: 天天基金网首页“基金超市”栏目按近 1 年净值增长率进行产品默认排序	28
图 33: 行业型 ETF 产品的留存率通常较高, 热度过后也不会面临大额赎回	29
图 34: C 类链接 ETF 产品是机构持有率最低的公募产品类别 (%)	29
图 35: C 类产品在短期持有的情况下综合费率低于 A 类产品	29
图 36: 2022 年美国投资顾问主要收费方式占比 (%)	32
图 37: 美国 ETF 产品持有人结构中投资顾问管理了近一半的家庭账户规模 (%)	33
图 38: 而我国指数基金产品结构中, 个人投资者直接持有的占比依然偏高 (穿透联接基金前后, %)	33

表格目录

表 1: 部分常用场外衍生品工具简介及使用效果.....	12
表 2: 量化基金交易量测算	14
表 3: 各类量化私募策略 2022 年业绩表现 (%)	15
表 4: 主观多头产品主要打法要点总结	31

■ 资本市场生态正在变化，当前存量博弈与历史时期存在诸多差异

过去 20 年，A 股市场的投资者结构发生了明显改变。根据 Wind 数据，以持股市值占流通市值的比例来看，主动公募产品在 2007 年的高点可占 A 股流通市值的 25.1%，全市场成交占比可达到 10%，在 2006-2007 年牛市阶段的部分核心标的上几乎拥有“绝对”定价权。但随着股权分置改革释放的“大小非”股份，以及后续十余年内各类资管产品丰富度的提升，主动公募产品的占比开始逐年下滑，于在 2016 年降至 2.9% 的历史低点，成交占比仅 2.8% 左右；之后在 2016 年启动的蓝筹价值风格驱动下，绝对规模和相对占比有所恢复，其占流通市值的比例 2023 Q1 达到了 6.5% 的水平，成交占比略回升至 6.0% 左右，但与历史顶点相去甚远。

大量新品类投资工具和市场参与者进入到公众视野。

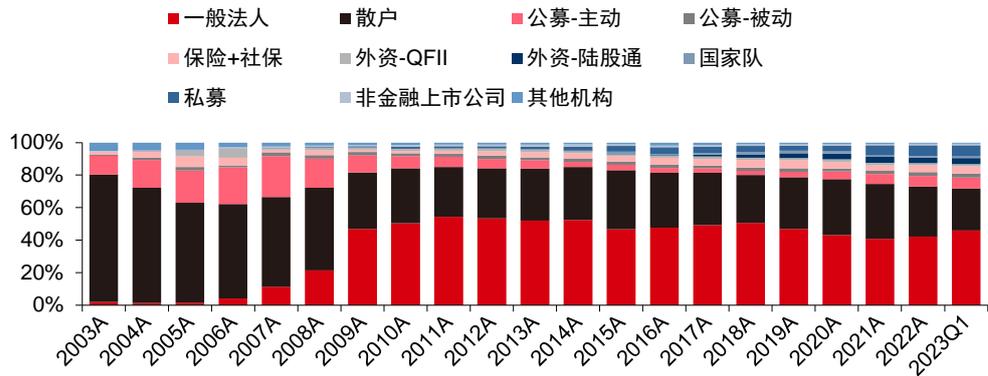
1) **公募产品体系的自我演变**：例如，公募体系内部出现的被动 ETF 及“固收+”等新的产品形式，被动 ETF 产品具备低廉的管理费优势，吸收了部分个人投资者对行业主题或宽基指数的简单配置需求，其持股市值规模占比达到了 2.5%；“固收+”产品则在“资管新规”之后承接了部分过去投向银行理财产品的低风险偏好资金。

2) **私募主观和量化的双轮驱动**：2012 年私募迎来阳光化改革，经历 2006-2012 年一轮完整牛熊周期的公募明星基金经理开始转战私募领域，吸引了高净值客户对主观私募产品的关注，主动私募产品规模逐年攀升。2010 年 4 月推出沪深 300 指数股指期货后，CTA 基金以及市场中性策略逐渐受到投资者的关注，2015 年股指期货受限后流动性恶化导致贴水严重，量化私募产品也逐渐从中低频的 CTA 和市场中性策略转为指数增强或者量价信号主导的高频量化，这使得私募产品持股市值占比和成交占比同步快速提升。截至 2023Q1，证券类私募产品的持股市值占比大约为 6.9% 左右，我们估算的成交占比（含量化）约为 16% 左右。

3) **外资的快速流入**：2017 纳入 MSCI 等国际指数公司旗舰产品之后，海外资金通过“股票通”和 QFII 渠道快速流入，截至 2023Q1 二者合计持股市值占比为 5.3%，仅次于公募和私募产品，成交占比达到 5.7%，与国内公募产品大致相当。

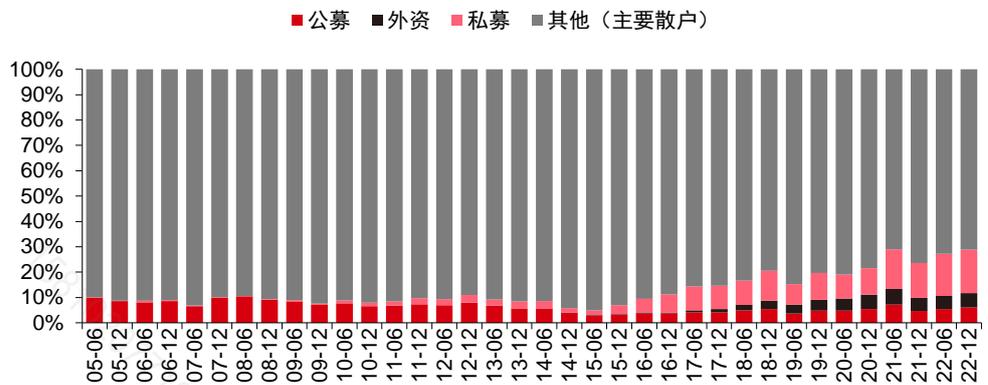
因此从市场参与者角度来看，2010 年之前，A 股市场主要以主观多头公募和个人投资者参与定价，2010 年之后逐渐演变成外资、主观多头公募、主观多头私募、量化策略、个人投资者及其他等多方参与的局面。有的参与者（如外资）影响了市场局部的定价逻辑，有的参与者（如被动 ETF）凭借自身产品定位优势分流了主观多头的部分资金，有的参与者（部分主动私募、量化策略等）则对主观多头产品打法和募资吸引力同时发起挑战。

图 1：A 股市场各类投资者持股市值占流通市值比例（2003-2023Q1，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：A 股市场各类投资者成交额占比（2005-2022，%）

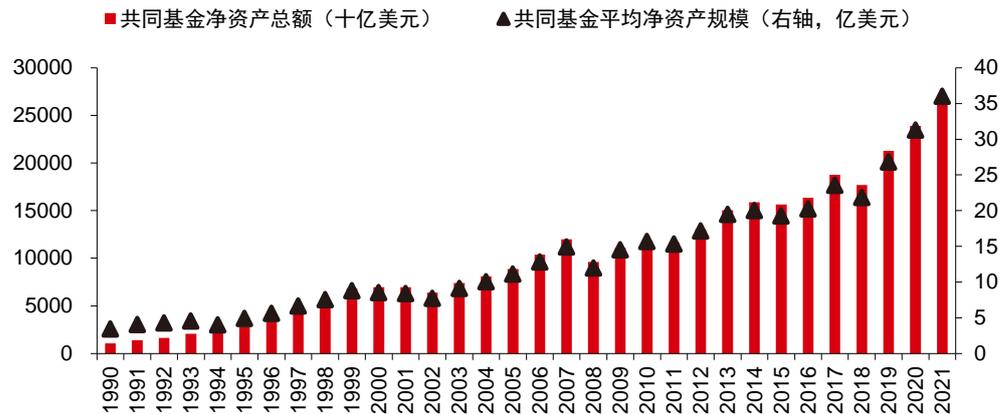


资料来源：Wind，中信证券研究部估算。注：私募包含量化产品

活跃资金的绝对规模远超以往存量时期

海外传统的公募基金行业中，存续的主动型产品通常管理规模较大。以美国为例，根据美国投资公司协会（Investment Company Institute, ICI）的数据，美国股票型共同基金的净资产总额从 2000 年的 3.93 万亿美元增加值 2021 年的 14.72 万亿美元，期间股票型共同基金的数量基本稳定，从 4359 只增加至 4380 只；由此可以计算出美国股票型共同基金的平均净资产规模从 2000 年的 9.02 亿美元增加至 2021 年的 33.60 亿美元，其变动趋势与全行业的净资产总额变动趋势是一致的。这在一定程度上意味着美国市场中小规模基金的数量并不多，因为如果有大量小基金进入市场，则平均净资产规模的增速会被明显拉低，其与全行业净资产的总额变动趋势不会趋于一致。

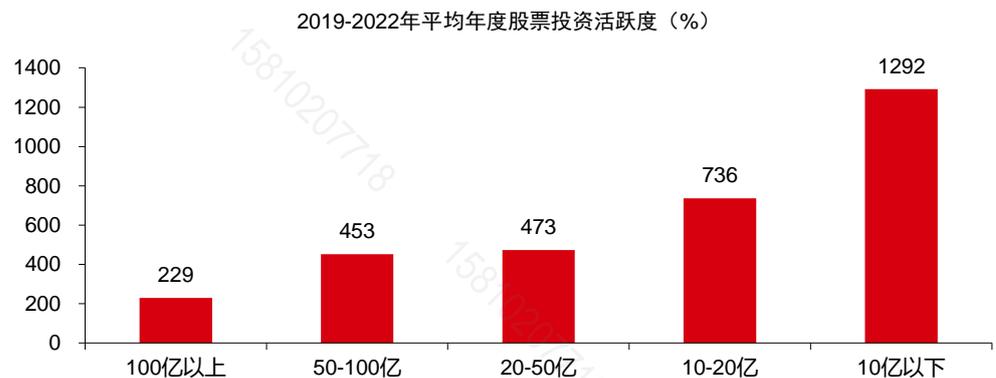
图 3：美国股票型共同基金的净资产总规模和平均规模变动趋势相同



资料来源：ICI (Investment Company Institute)，中信证券研究部

与美国不同，我国存在大量规模偏小的主动权益类公募产品，其行为模式通常不稳定。灵活换手意味着机构能从交易维度获得 alpha，而规模大小与换手灵活度呈负相关性。从我国主动公募产品换手率与自身净资产规模的关系来看，2019-2022 年规模大于 100 亿元的主动公募产品年度平均双边换手率为 229%，规模小于 10 亿元的主动公募产品则能突破 1000%。在相对收益排名的环境下，这部分基金的行为模式通常是很不稳定的。与管理规模较大的产品相比，小基金的调仓更加灵活，可以在主题交易阶段卖出更大比例的其他行业持仓以增持相关主题；在它们看来，每个大大小小、长期短期的机会似乎都是可以参与的。

图 4：不同规模分组对应的主动公募产品股票投资活跃度 (%)

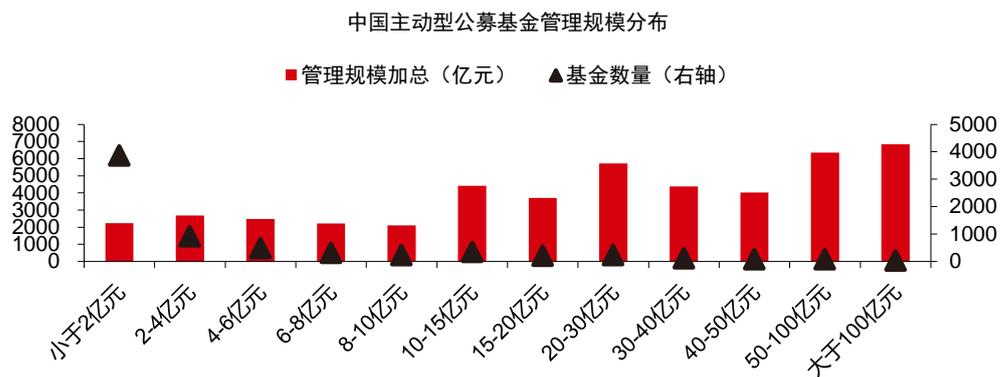


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：股票投资活跃度 = (股票买入总额+股票卖出总额) / 股票平均净值

当前灵活资金的绝对体量和相对占比历史上存量博弈时期更高。根据公募基金季报数据，2014 年规模小于 10 亿元的主动产品规模为 2204 亿元，占当时全部主动产品规模的 11.0%，2022 年规模小于 10 亿元的产品规模为 9960 亿元，占全部主动产品规模的 22.2%。若进一步考虑私募行业的快速发展，证券类私募整体规模从 2014 年的不足 8000 亿元增长至 2022 年的 5.6 万亿元，大量私募产品规模不足 10 亿元，其行为模式更加灵活。实际上现在 A 股市场内存量的短钱要远多于 2014 年时的水平。但是对应主题性板块

的整体流通盘的膨胀速度低于活跃资金，例如，计算机、传媒、通信行业整体流通市值在 2022 年年末大约仅是 2014 年末的 2-3 倍左右，考虑到其中有一定的市值贡献来自于近几年新发的股票，平均到每只股票的流通市值变化大约仅增加了 20% 左右，这意味着当前活跃资金在流通盘相对更小的主题内进行存量博弈，自然整体的成交换手率更高，博弈更加激烈。

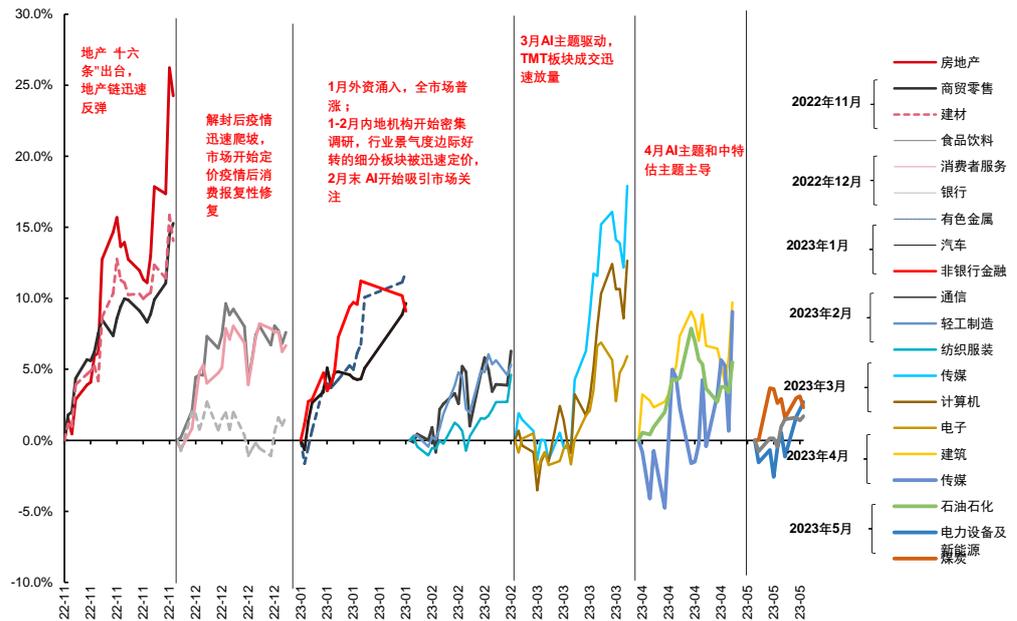
图 5：我国存在大量小规模的主观权益类公募产品（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

焦虑心态导致主观机构的短线博弈更加激烈。这在今年的行情当中就得到了充分地体现：**1）短期热点出题的成交集中度更加极致。**今年 TMT 板块成交占比最高达到 47%，突破 2013-2014 年的历史高点；**2）主题切换频率和相对涨幅巨大。**自去年 11 月以来，A 股每月领涨行业快速轮动，去年 11 月为地产产业链领涨，12 月转向疫后服务消费复苏，今年 1 月市场一度出现普涨，2 月末 AI 主题开始演绎，4 月“中特估”主题也获得市场关注。从月度的涨跌幅来看，领涨行业与所有行业涨跌幅中位数的差距平均达 20pcts；**3）短线节奏难以把握，主观多头产品累计回报率不佳。**主观多头产品整体截至 2023 年 5 月的累计回报率中位数为 -3%，说明结构性的主题行情巨大，但是资管产品整体赚钱效应不佳。

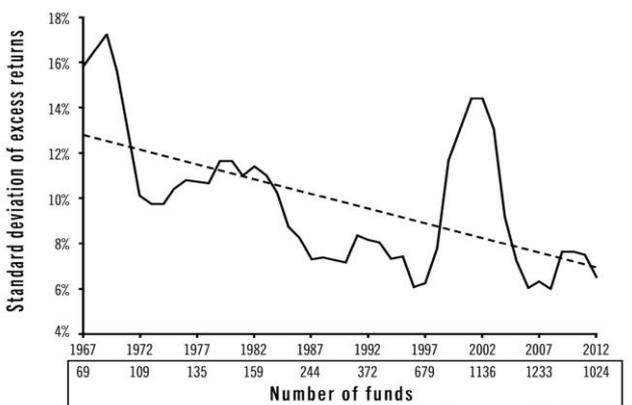
图 6：过去 7 个月每月前 3 大领涨行业及对应当月的涨幅（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

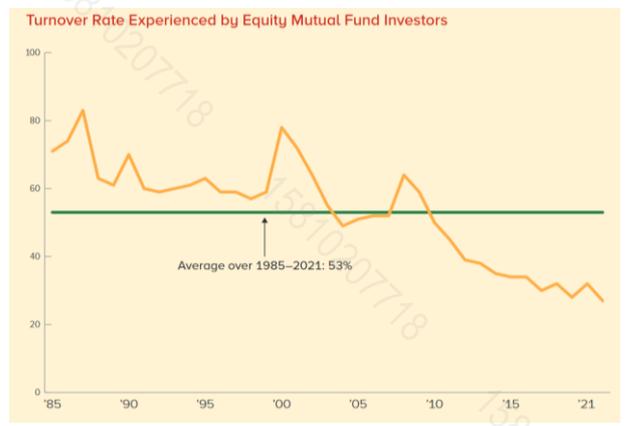
类似情况在美国同样出现，随着主动产品数量激增摊薄 alpha，各产品回报率的差异程度不断缩小。实际上在上世纪 60-70 年代主动股基发轫时期，美国的主动股基仍能够提供超额回报，但随着在管产品数量不断增多，共同基金经理发掘、研究股票的体系不断成熟且趋同，激烈竞争之下各产品回报率的差异程度在不断减小。根据 Larry E. Swedroe & Andrew L. Berkin 所著的《The Incredible Shrinking Alpha》中的统计数据，美国主动股基产品数量从 1967 年的仅 69 只发展到 2012 年的 1024 只，而产品回报率的标准差从 16% 降至 7% 左右，回报率的差异化越小一定程度反映出主动股基整体正趋同于市场 beta。实际上，美国共同基金换手率自 1980 年以来不断下滑，“主动管理”的特征越来越不明显。根据 ICI 统计数据，共同基金年换手率大致从 1985 年的 70%-80% 左右下滑至 2021 年的 30% 左右。

图 7：随着数量不断增长，美国主动股基超额收益表现趋于一致（%）



资料来源：《The Incredible Shrinking Alpha》Larry E. Swedroe &

图 8：美国共同基金整体换手率自 1980 年以来不断下滑（%）



资料来源：ICI（Investment Company Institute）

Andrew L. Berkin

信息定价有效性明显提升，机构通过信息流领先获得超额回报的难度加大

信息“爆炸”导致传统主观多头的信息定价优势被日渐削弱。这主要体现在两个方面，1) 获取信息的参与者在不断增多，以及 2) 信息传递的速度不断加快，导致过去主观机构投资者抓住 alpha 的空间和时间都在萎缩。

根据上市公司公告数据，以上市公司接受机构调研次数的变化来看：

1) 过去 3 年上市公司调研总次数出现激增，且有一定的“下沉”现象。2021 年之前，上市公司接受调研的总次数长期低于 10000 次，但 2021-2022 年即便有疫情的扰动，机构调研次数快速突破并且分别达到 14989 次和 22175 次，2023 年截至 5 月已经达到了 12128 次。在 2021 年之前，受调研的公司占全部上市公司数量的比例一般稳定在 30%-40%左右，2021-2022 年则分别达到了 58%、71%，大量的中小票也开始有机构进行线下调研访谈。去年年底疫情结束之后，内地机构在今年的一季度重启密集调研活动，2023 年截至 5 月已经有 69%的上市公司有过被调研的记录。

2) 过去 3 年基金公司绝对调研次数激增，但相对优势并未扩大。虽然调研总次数激增，但是其中基金公司的占比在其中却保持稳定，2020-2023 年（截至 5 月）基金公司的调研次数占比分别为 36%、35%、35%和 35%，这说明非基金类机构也在同步加大调研力度引发了“内卷”。

3) 过去 4 年上市公司平均接待的调研机构数量屡创新高。2016-2019 年，受到调研的上市公司对接机构数量均值稳定在 30 家左右，2020-2022 年快速提升至 49、50、和 64 家，今年截至 5 月，被调研公司已经平均接待了 35 家机构。

以上数据说明，在过去 3-4 年内，虽然公募行业的主动管理者依然在积极通过调研获取信息，但是非公募的其他机构参与者在发力，公募基金在信息获取维度的相对优势并没有随着努力调研而扩大。因此主动公募并未在频繁调研当中获得相较于其他机构参与者的领先，甚至上市公司被重复调研的情况日趋严重，信息本身的定价属性被挖掘得更充分。

互联网自媒体时代，非机构类市场参与者获取信息和研究投资的“门槛”也在消解。机构调研只能反映机构维度竞争信息的情况，而 A 股市场正经历的另一场变化是互联网自媒体的时代让越来越多的个人投资者同样能够接触上述调研信息。对于机构投资者而言，“信息”通过“交易”创造价值，而对于自媒体而言，“信息”通过“传递”创造价值。给机构投资者提供定制化的信息解读服务可近似 To B 逻辑，但是通过自媒体设置标准化的课程，向普罗大众提供信息解读，这样的模式则近似于 To C，除了能够以“知识付费”直接获得回报之外，也可以构建个人品牌、吸引流量带来广告等获得其他收入，这使得越来越多的产业出身、或者卖方出身研究者开始尝试新的商业模式，这无疑降低了个人投资者获取信息的门槛，加速了全市场参与者之间的信息传递速度。

图 9：2021 年开始上市公司调研总次数出现激增



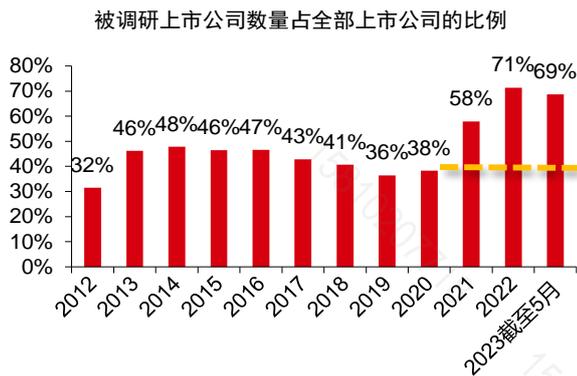
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线红框为今年 6-12 月的预测水平

图 10：调研机构中基金公司的次数占比保持稳定



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：2021 年被调研公司在 2021 年之后有所“下沉”



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：2020 年之后被调研公司对接的平均机构数量



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：虚线红框为今年 6-12 月的预测水平

场外衍生品工具不断丰富，入场资金的多样性显著提高

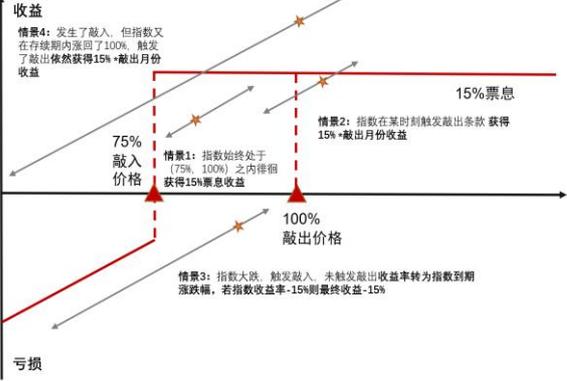
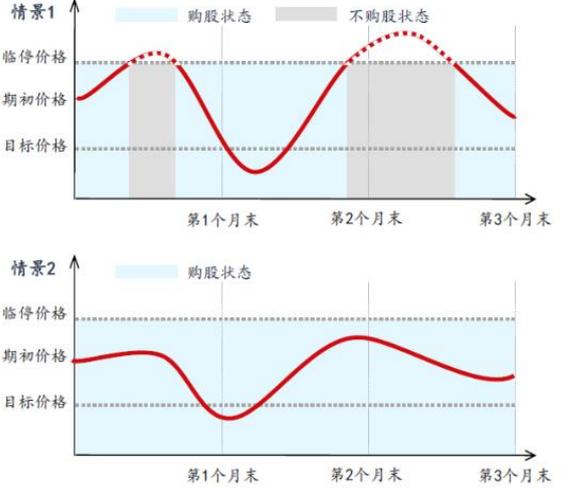
国内主观多头产品的衍生品使用程度并不高。国内公募从业人员受限于产品形式，无法使用衍生品进行获利。目前业内大部分私募从业人员都是公募选股出身，他们此前对衍生工具的使用不多，或者仅局限于股指期货对冲等。对于主观多头产品而言，无论公募还是私募形式，自下而上的选股方式可能会越来越“吃力”，因为随着市场信息传递和定价效率越来越高，近两年来一旦形成共识的板块和行业，其行情的兑现会极其迅速。而对短期趋势的把握，恰恰是自下而上选股驱动型选手最不擅长的。此外，对于基本面研究而言，行业格局判断、商业模式前景展望、价值评估（安全边际评估）等才是优势，而这个优势通过纯粹的股票现货多头越来越难体现，容易出现败给信息流动，导致心态失衡。

随着国内市场各种衍生产品不断推出，私募对于衍生工具的使用也越来越普遍会进一步压缩主观多头产品的获利空间。基本面研究从来不局限于“看多”这一种结论，在做出

相同走势判断的情况下，衍生品工具能够提供多头、看平和空头等多个方向的获利手段，这一灵活度远远高于主观多头（尤其是公募）简单做多的形式，通过对衍生工具的使用可以很好地实现其基本面研究的观点。以雪球为例，如果基金经理认为一只白马股已经是合理估值，预期最多跌 20%，但在当时的市场风格下估值能够抬升多少高度不确定，那么就可以用一个 20% 折价敲入的个股雪球来体现观点。如果跌不到 20%，到期时可以获得一个可观的固定利息。

表 1：部分常用场外衍生品工具简介及使用效果

部分常用场外衍生品工具	操作介绍	使用效果	收益示意简图
平价看涨期权	1) 支付期权费，获得股价上涨收益 2) 亏损幅度不超过期权费，无需追保，享受下跌保护	对于看涨标的进行多头投资，提高资金使用效率，获得股价下跌保护	
8080 结构	1) 支付 20% 保证金+期权费，获得股价上涨 80% 的收益； 2) 通过主动承担标的期末价格在 80-100% 之间的风险，以及让渡部分上涨收益，降低期权费用，有的标的期权费可降至 0 3) 客户亏损以出资为限，期间无需追保，享受下跌保护	对于看涨标的，能够少地支出期权费，股票上涨时获得近似二级市场建仓（80%）的收益	
彩虹期权	买入一篮子标的看涨期权，按照结算方式分为 best of 和 worst of 结构 1) best of 结构以标的中表现最好一只结算，期权费高 2) worst of 结构以标的中表现最差的一只结算，期权费低	主题板块快速轮动，例如在 AI 主题行情中可以买入传媒、计算机、芯片、通信 ETF 的彩虹期权，然后以其中表现最好的一只 ETF 结算，避免反复操作导致收益磨损甚至踏空。	
安全气囊	如果存续期间股价跌破敲入价格，则到期收益结构与直接持股相同，如果未跌破，则到期收益与平价看涨期权相同	认为当前跌幅足够，未来看涨，但仍希望获得一定的下跌保护	

部分常用场外衍生品工具	操作介绍	使用效果	收益示意简图
雪球结构	<p>1) 向上敲出机制: 存续期间月度观察, 若月度观察日的价格超过了约定水平, 则产品提前终止对付收益</p> <p>2) 向下敲入机制: 存续期间月度观察, 若价格跌破约定水平, 客户到期需承担投资损失, 等于到期跌幅</p>	<p>认为当前跌幅足够, 但至少未来看平或者温和看涨, 希望获得震荡收益。</p> <p>雪球结构还有很多变种, 包括增强结构、折价建仓雪球等等</p>	 <p>收益示意图展示了雪球结构的四种情景：情景1：指数始终处于17%~100%之内，获得15%票息收益；情景2：指数在某时刻触发敲出条款，获得15%敲出月份收益；情景3：指数大跌，触发敲入，未触发敲出收益率转为指数到期涨跌幅，若指数收益率-15%则最终收益-15%；情景4：发生了敲入，但指数又在存续期内涨回了100%，触发了敲出，依然获得15%敲出月份收益。</p>
累购期权	<p>将购股成本锁定为期初市价的固定折价。</p>	<p>帮助客户按照一定折价进行底部建仓。例如，一种常用的累购期权形式是在期权存续阶段，只要当日股价不高于期初股价的110%，则按照期初股价的9折购入一定股票，否则当日暂停购买。</p>	 <p>累购期权收益示意图展示了两种情景：情景1：股价波动，当股价低于目标价格时触发购股，否则不购股；情景2：股价波动，当股价低于目标价格时触发购股。</p>

资料来源：中信证券研究部绘制 注：产品要素根据理论模型模拟，接近真实市场报价，但并非实际产品

百亿量化私募不断涌现，日成交量已经可达千亿

国内量化私募管理人整体资产规模迅速扩张，管理规模 100 亿元以上的量化私募机构不断涌现。跟据中信证券研究部量化配置组估算，截至 2021 年二季度末，国内量化类证券私募基金行业管理资产总规模为 10340 亿元，正式迈过“1 万亿”关口，并在同时期证券私募行业 4.87 万亿元的总规模中占比攀升到 21%；截止 2022 年年末，国内量化私募管理人整体资产规模约为 1.50 万亿元。此外，截至 2023 年 4 月，国内管理规模达到 100 亿元以上的量化私募已经达到 31 家；从成立时间看，超过半数的百亿量化私募都集中在 2014~2016 年间成立，而成立在 10 年以上的老牌百亿量化私募有 5 家。

图 13：国内量化私募管理人整体资产管理规模（测算）



资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部估算

根据私募排排网的划分，量化私募策略可分为以下几类。1) **量化多头策略**，是指通过数量化方法将主观的投资理念或投资思想转化成模型（通过计算机实现）的投资方式，该策略从个股选择、组合构建、交易等环节均以量化模型的结果为决策依据，杜绝主观情绪对投资决策的影响。与传统主观多头相比，量化多头策略程序化、持仓分散化等特征。在国内市场中，目前较为常见的量化多头策略包括**量化选股**、**指数增强**等。2) **量化 CTA 策略**，主要通过对期货合约的历史交易数据的统计来寻找合约价格变化的规律，预测未来价格的走势，并通过数量化模型给出的信号进行规则性的交易；除了传统的量价类数据之外，越来越多的量化 CTA 策略也会加入一些基本面的数据和研究。根据量化 CTA 策略所要捕捉的收益来源不同，又可以分为**趋势类策略**、**套利类策略**。量化趋势策略通过量化模型预测期货合约价格的某种趋势会延续（或者反转），通过做多或者做空期货合约来获取收益；量化套利策略既包含了基于主观套利逻辑的策略，还包括统计套利。3) **量化多策略**，包含了量化趋势类策略、套利类策略、高频做市策略、交易型策略等，投资组合不过分依赖于某单一子策略。

私募量化策略换手率通常很高，日交易量高达 1000 亿元以上。根据中信证券研究部组合配置组测算，国内私募量化基金中股票类私募产品规模约 7000 亿元，考虑到中性策略产品、多空类产品等在股指期货端的保证金占用，对应股票类产品仓位规模约 6000 亿元；按年化换手率 40~60 倍计算，对应每日交易量约 1100 亿~1600 亿元，在全市场交易量占比约 9%~13.5%；相对而言，公募量化产品的日交易量约 150 亿~500 亿元，在全市场交易量占比约 1.2%~4%，交易的活跃程度明显弱于私募量化产品。

表 2：量化基金交易量测算

基金类型	股票端规模 (亿元)	换手率	日交易量	在全市场交易量占比
公募量化基金	2600	5~8 倍	150~500 亿元	1.2%~4%
公募量化专户	2500~5000	6~10 倍		
私募量化基金	6000	40~60 倍	1000~1600 亿元	9%~13.5%

资料来源：私募排排网，Wind，中信证券研究部测算。注：数据截至 2022 年 12 月

由于回撤和波动较小，量化私募很好地满足了高净值客户的需求

从平均收益水平来看，2022年量化CTA策略和量化多策略收益一般，量化多头策略的平均收益为负。私募排排网数据显示，量化多头策略2022年平均收益-8.0%，其中指数增强策略平均收益纷纷告负（沪深300指增-10.39%、中证500指增-7.63%、中证1000指增-3.15%、其他指增为-13.11%），量化选股策略平均收益为-7.16%。同一时期，量化CTA策略的收益为3.16%，其中量化套利类策略的平均收益最高（6.62%），量化多策略与量化趋势类策略整体表现不相上下，平均收益分别为2.77%、2.46%。

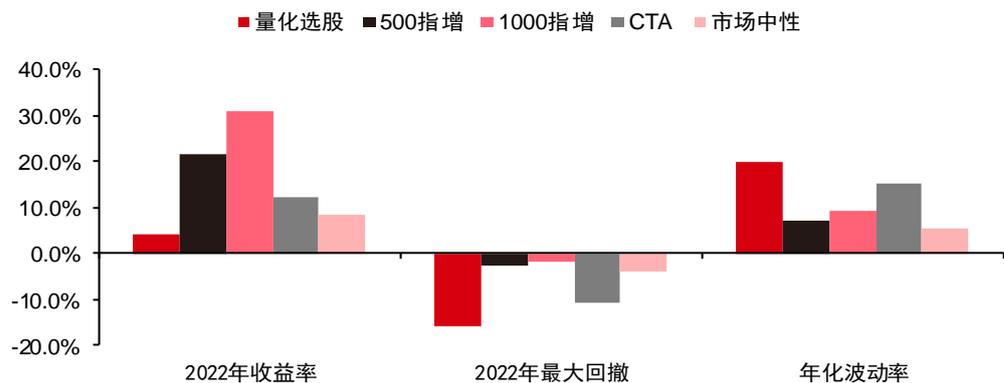
表3：各类量化私募策略2022年业绩表现（%）

投资策略	平均值	中位数	最大值	最小值	首尾业绩差
量化多头	-8.00	-8.06	159.38	-84.85	244.23
沪深300指增	-10.39	-10.40	22.56	-45.10	67.66
中证500指增	-7.63	-7.46	45.27	-53.61	98.88
中证1000指增	-3.15	-3.30	52.95	-24.75	77.70
其他指增	-13.11	-12.91	26.35	-57.01	83.36
量化选股	-7.16	-6.35	159.38	-84.85	244.23
量化CTA	3.16	1.39	432.70	-74.52	507.22
量化趋势	2.46	0.31	429.86	-74.52	504.38
量化套利	6.62	4.80	432.70	-44.32	477.02
量化多策略	2.77	1.18	123.81	-50.02	173.83

资料来源：私募排排网，中信证券研究部

在典型产品方面，以管理规模超过50亿元的私募公司为样本，2022年量化选股产品平均业绩最好的前五家公司相关产品收益率均值为4.3%、最大回撤均值为-15.9%，年化波动率均值为19.9%，收益回撤比均值为0.69；500指增产品业绩最好的前五家公司超额收益率（累乘）均值为21.4%、超额最大回撤均值为-2.7%，超额年化波动率均值为7.3%，超额收益回撤比均值为9.67；1000指增产品业绩最好的前五家公司超额收益率（累乘）均值为30.8%、超额最大回撤均值为-1.6%，超额年化波动率均值为9.1%，超额收益回撤比均值为20.22；CTA产品业绩最好的前五家公司收益率均值为12.3%、最大回撤的均值为-10.6%，年化波动率均值为15.3%，收益回撤比均值为1.27；市场中性产品业绩最好的前五家公司收益率均值为8.3%、最大回撤均值为-4.1%，年化波动率均值为5.4%，收益回撤比均值为2.19。综上所述，量化私募产品的整体回报一般，但是优秀的产品可以将最大回撤、波动率控制在较低的水平，这迎合了高净值客户的需求。

图 14：量化私募产品对回撤和波动率的控制能力较强



资料来源：私募排排网，中信证券研究部

基本面量化更加高效灵活，或将不断抢占主观产品的份额

基本面量化（Quantamental）策略是将传统基本面投资和量化投资融合在一起的方法，基于基本面投资逻辑并以数据赋能，同时具备主动分析的逻辑性和研究深度，又能发挥量化投资的统计优势和覆盖广度，追求相对于传统量化策略更明确的长期投资回报。基本面量化投资可简单概括为三个步骤：提取行业和个股层面的核心逻辑，构建量化指标与决策模型，根据模型发出的交易信号进行投资决策。

基于基本面信息提取行业和个股的核心逻辑是基本面量化策略超额收益的重要来源。通常情况下，基本面投资逻辑可以来自知名投资大师的投资方法、学术研究成果、行业专家的经验或分析等。与传统因子策略付出绝大多数时间和精力进行因子挖掘不同，基本面量化通常会把更多的精力投入到基本面逻辑研究上，并针对各行业的核心驱动力单独建模（例如汽车行业会纳入销量数据，钢铁行业会纳入高炉开工率，养殖业会纳入存栏量等）。在个股层面也是类似的处理方式，即寻找驱动股价的核心基本面逻辑，比如公司的财务状况变化、产能扩张速度、重大合同的签订进程等，利用这些基本面信息可以构建类似产能扩展因子等一系列的公司特色因子。整体来看，在基本面量化最终决策过程中使用到的因子，绝大多数是行业产业因子和公司财务因子，另类因子的占比较低。

借助量化手段，基本面的核心逻辑可以构建为具体指标并被高频跟踪。通过数理统计等量化手段，产业层面大量对投资决策具有重要参考价值的信息可以转化成结构化数据；并且在抽取逻辑的基础上，还可以通过实证检验等形式增厚行业拐点判断的胜率，力争比市场更快更准地发现行业拐点和投资机会。此外，对于频率相对较低的基本面数据，可以通过寻找更新频率更快的代理变量去拟合，从而更快地触发量化模型的行业信号。综上所述，指标化的核心基本面逻辑被高频跟踪后，基本面量化策略通常可以更加及时、准确地捕捉到行业与个股层面的边际变化，其决策过程也更加高效灵活。

图 15: 针对央企上市公司的基本面量化指标体系构建举例



资料来源：中信证券研究部绘制

与传统的量化策略相比，基本面量化可能存在以下优势。1) 收益归因更清晰：基本面量化使用的是行业数据、公司财务报表数据等可量化的指标，收益的来源相对清晰，便于对投资绩效进行归因分析。2) 因子的衰减周期更长：基本面量化背后的投资逻辑通常是相对稳定的，基于客观规律而不是数据挖掘所构造的因子具有较长的衰减周期，持续有效的时间范围通常较长，通常不会因为市场短期波动而失效。3) 给予量价指标更低的权重：相对于传统的量价模型紧盯交易数据和历史价格，基本面量化更加关注行业和企业的基本面数据和业务质量，其投资决策与市场价格波动的关联性较低。4) 风格更加均衡：基本面量化通常会使用大量因子，从不同维度对公司进行评估，因此能够较好地实现风格均衡、降低单因子策略的风险。

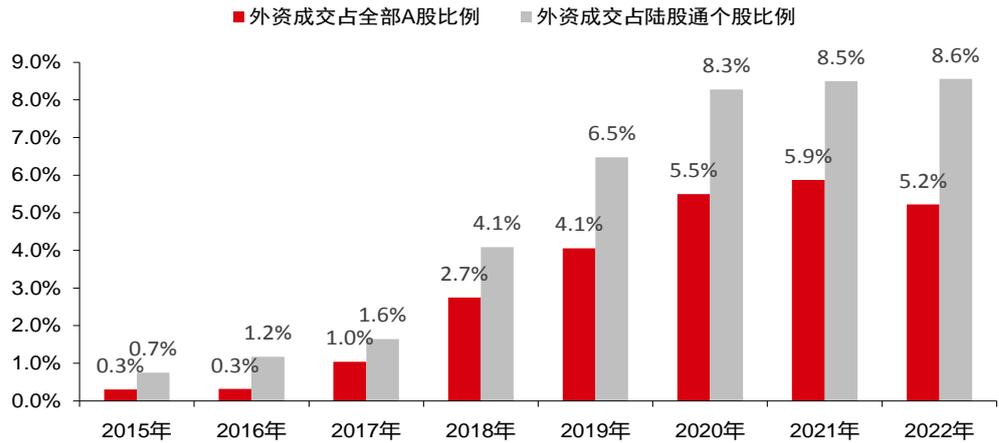
基本面量化未来或将不断抢占主观产品的份额。如上文所述，基本面量化策略在本质上具有浓厚的基本面投资色彩，基本面信息在其投资模型中极其重要。近年来，基本面量化的形式越来越多，比如有些策略积极跟踪券商的十大金股，他们假定市场上的证券分析师是有信息优势的，在此基础上充分利用这种信息优势并结合自身的量化模型和多空策略去交易，业绩也相当可观。以此为代表的基本面量化其实是跟主观多头在做同样的事情，但是其交易更加灵活有效，未来很可能会不断抢占主观产品的市场份额。

外资流入速度趋于稳态，后续增量规模高度依赖经济波动

外资在 A 股中的成交金额占比不断增加，持股市值占比持续增长后近年来有所回落。交易层面来看，北向资金成交金额在 A 股总成交额中的占比不断增加，截至 2022 年占全部 A 股的 5.2%，占陆股通个股的 8.6%，相较于 2015 年末的 0.3%、0.7%的水平有明显

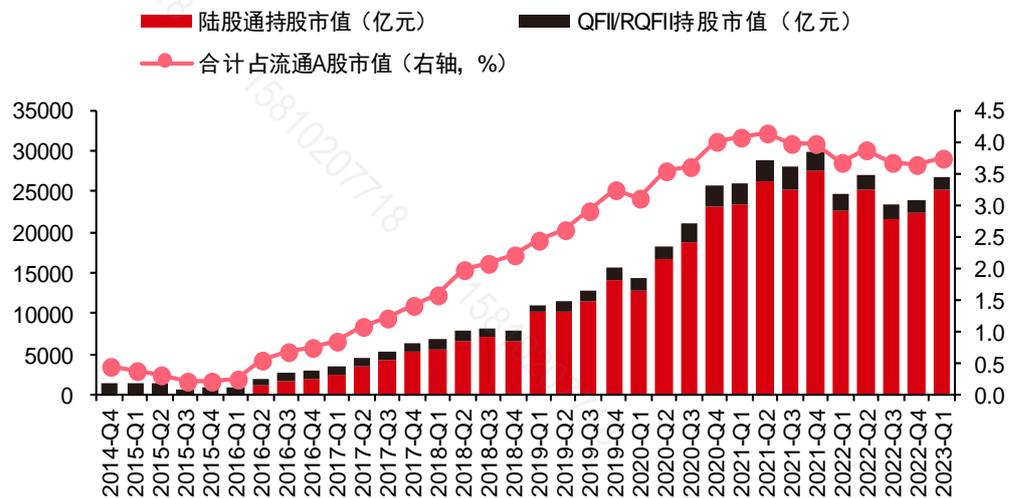
增加。值得一提的是，自从 2015 年以来，北向资金成交金额在 A 股总成交额中的占比一直维持逐年严格单调递增的强劲态势。**持股层面来看**，截至 2023 年一季度末，陆股通在 A 股的持股市值为 25141 亿元，占 A 股流通市值的比例为 3.5%；QFII 持股市值为 1642 亿元，在流通市值中的占比为 0.2%。需要注意的是，北向资金持股总市值在 2021 年年末达到 27502 亿元的历史极值后，近年来有所回落；持股市值占比也有同样的趋势。**外资的交易占比增加而持股占比降低，这意味着具有交易性特征的外资体量较大。**

图 16：北向资金成交金额在 A 股总成交额中的占比不断增加



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：外资持股市值变化及其在 A 股流通市值中的占比

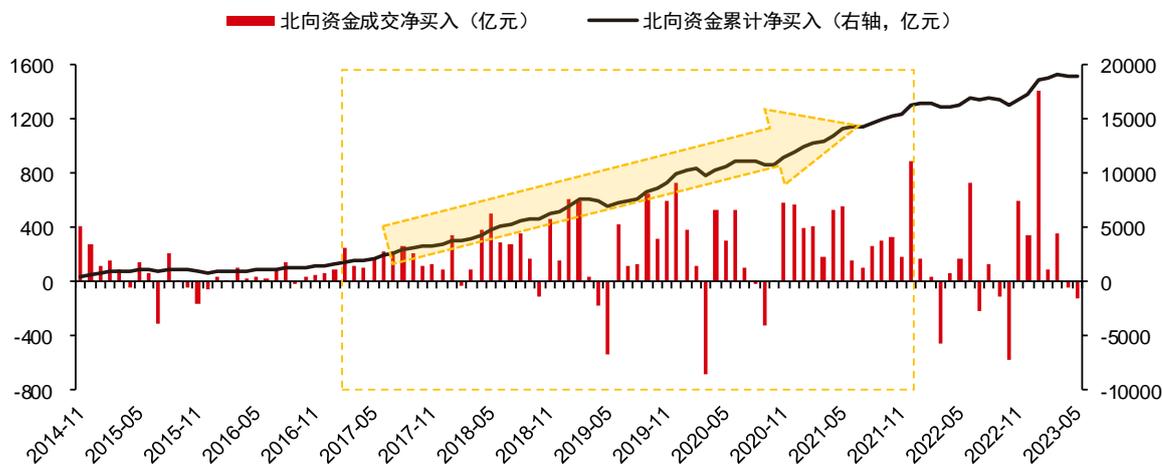


资料来源：Wind，中信证券研究部

外资持续增配中国的情况在近年来也有所减弱。自 2014 年沪港通制度推出以来，外资的流入状况可以大致分为三个阶段。第一阶段是 2014 年至 2016 年，沪港通尚处于早期的摸索阶段，外资增配中国的热情有限，截至 2016 年底北向资金累计净流入仅 1478 亿元。第二阶段是 2017 年至 2021 年，这是外资整体增配中国的五年，在此过程中北向资金累计净流入 14868 亿元，平均每年净流入将近 3000 亿元。第三阶段是 2022 年至今，北

向资金增配 A 股的趋势明显减弱，2022 年初至 2023 年 5 月累计净流入仅 2593 亿元，月均净流入规模相比第二阶段减少了 38.4%。

图 18：北向资金整体增配 A 股的趋势在 2022 年开始明显减弱

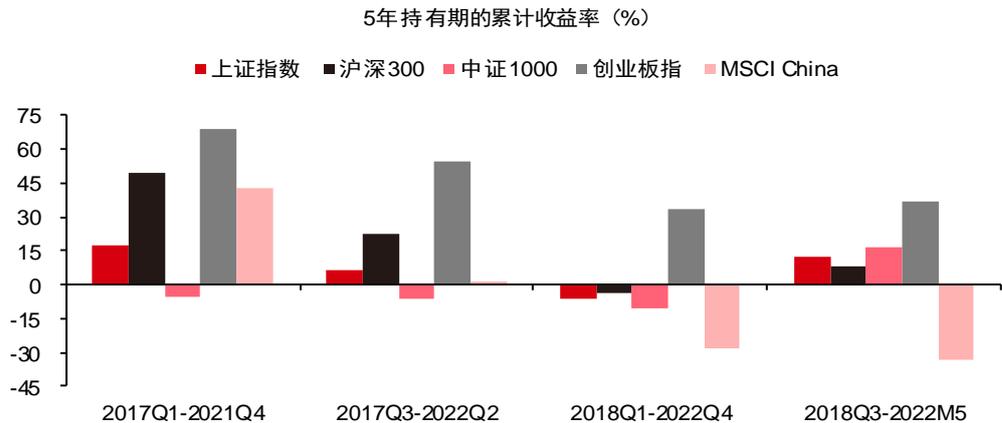


资料来源：Wind，中信证券研究部

2017 年 A 股加入 MSCI 以来，外资机构迎来业绩考核时期。从过去 5 年的维度看，国内先后经历了中美地缘政治摩擦、传统经济部门去杠杆、全球新冠疫情等扰动，A 股的波动明显加大。以 5 年期回报率来看，2018 年至 2022 年上证指数的区间涨跌幅为-6.59%，代表大盘蓝筹的沪深 300 区间收益率为-3.95%，创业板指的表现相对较好、区间收益率为 33.90%。整体来看，该时期 MSCI China 的区间收益率为-27.73%，表现远不如印度（印度 NIFTY50 指数+71.93%）、印度尼西亚（雅加达综指+7.79%）、越南（胡志明指数+2.32%）、南非（富时综指+22.76%）、巴西（IBOVESPA 指数+43.63%）等发展中国家，也不如美国（标普 500 指数+43.61%、纳斯达克+51.61%）、法国（CAC40 指数+21.86%）、德国（DAX 指数+7.79%）、日本（日经 225 指数+14.63%）、澳大利亚（标普 200 指数+16.05%）等发达国家，并未做到外资投资者原先所期待的多元化和超额收益来源的初衷。

由于过去 5 年的整体业绩不佳，部分外资开始调整在中国的投资策略。长线外资通常采取的简单长期持有策略在 A 股市场未必有效，实际复盘效果看，5 年期考核内择时对收益的影响也非常大。海外机构投资者的业绩考核期通常较长，许多美国机构的考核期为 3~5 年，其目的在于放到足够长的考核周期内以平滑短期择时的影响。但从实际买入效果复盘可以看到，同样是买入并持有 A 股资产 5 年，不同的进入时机对应的区间收益率差别很大。在 2017 年至 2021 年的 5 年区间里，上证指数、沪深 300、中证 1000、MSCI China 的累计收益分别为 17.3%、49.3%、69.3%、42.9%，整体表现较好。然而，如果外资机构进入的时点延后一年，在 2018 年至 2022 年的 5 年区间里，上证指数、沪深 300、中证 1000、MSCI China 的累计收益分别为-6.6%、-4.0%、33.9%、-27.7%，相较前一段区间分别减少了 23.9pcts、53.2 pcts、35.4 pcts、70.7 pcts。上述结果意味着，对于外资而言，投资 A 股的时点选择变得极其重要，海外投资者接受并适应“对中国资产的布局需要有周期择时上的准确判断”可能仍然需要时间。

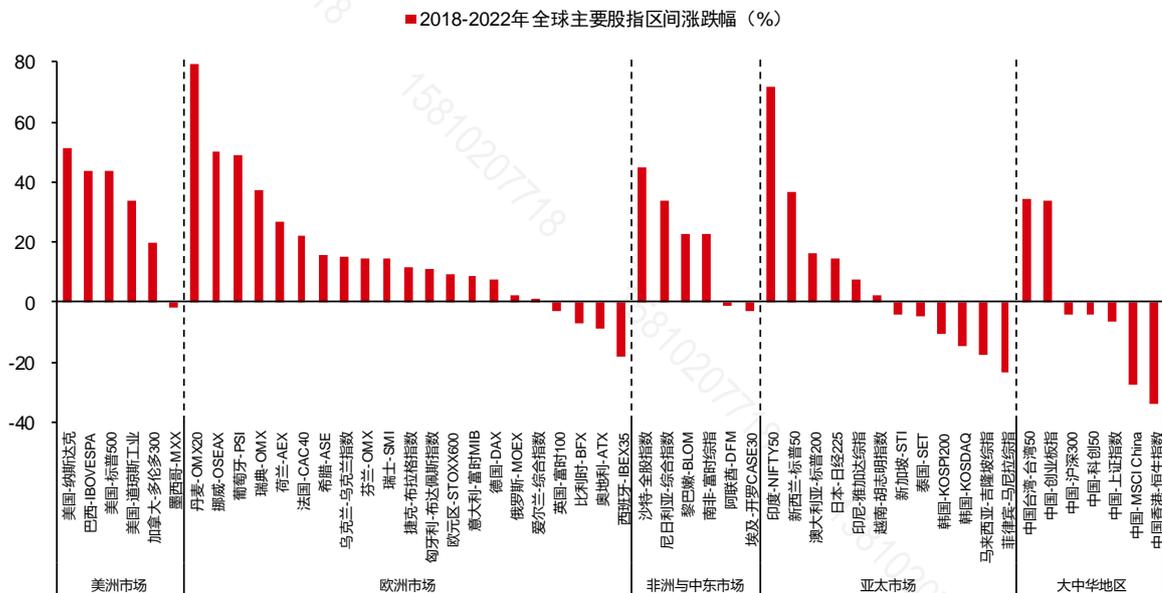
图 19：相同长度的持有期下，选择不同的进入时点对收益的影响很大



资料来源：Wind，中信证券研究部

近年来，在多种因素共同影响下，欧美资金逐渐相对地“疏远”对中国资产的投资。在地缘政治摩擦影响下，欧美部分长线资金开始调整对中国的头寸。根据路透社 4 月份报道，加拿大第三大养老金安大略省教师退休金计划（Ontario Teachers' Pension Plan, OTPP）已关闭中国资管产品宣布退出。站在当前时点展望未来 5 年，地缘环境日趋复杂、投资者对中国经济增长的信心尚未恢复、过去 5 年的收益并不亮眼，形势上相较于站在 2017 年去看未来 5 年还要严峻得多。如何说服来自欧美的资金增配中国，现在已经成了很多 Asia fund 的共同挑战。

图 20：从过去 5 年的维度看，中国股市对外资的吸引力并不强

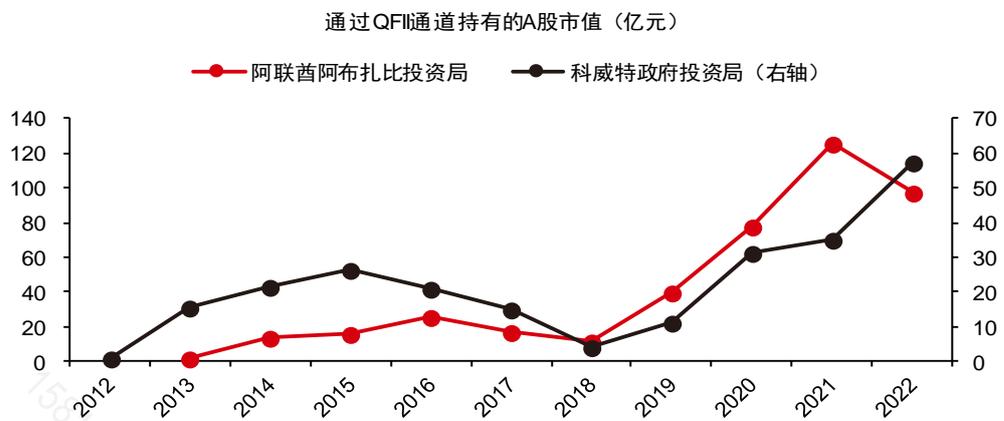


资料来源：Wind，中信证券研究部

未来的外资结构或将发生变化，中东与东南亚的占比将有所增加。2018 年以来，中东资金增配 A 股的趋势非常明显。外资投资 A 股的主要方式有 QFII 和陆股通两种，基于数据的可得性，此处着重分析 QFII 途径。自 2018 年以来，中东国家的主权财富基金增持 A

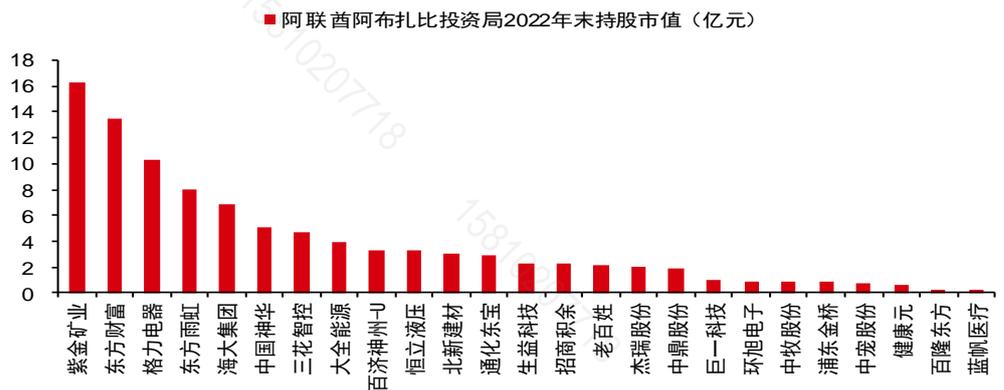
股的趋势明显。例如，阿联酋阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority, ADIA）2018 年末持有的 A 股上市公司市值仅 11.19 亿元，此后连续三年增加，截至 2021 年底持股市值为 126.07 亿元，即三年增加了十倍。2022 年 ADAI 对 A 股的持股市值有所降低，这与 A 股全年的走势疲弱有关（上证指数全年下跌 15.1%）；截至年底其在紫金矿业、东方财富、格力电器的持股市值均超过 10 亿元，且在多家上市公司位列前十大股东之中。与此类似，科威特政府投资局（Kuwait Investment Authority, KIA）2018 年末持有的 A 股上市公司市值仅 3.96 亿元，截至 2022 年已经增加至 57.32 亿元，四年增加了将近十五倍。需要说明的是，外资通过陆股通途径进入 A 股的资金量比 QFII 途径大很多，整体来看，中东资金增配 A 股的趋势近年来愈发明显。

图 21：2018 年以来，中东的主权财富基金增配 A 股的趋势明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：阿布扎比投资局已在 3 家 A 股公司的持股市值超过 10 亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

大国博弈加码与“一带一路”的催化下，未来中东与东南亚的资金或加速流入 A 股。首先，近年来以石油为起点的中东资本都期望减少对石油的依赖，例如沙特政府在 2016 年发布的“沙特阿拉伯 2030 愿景”（Saudi Arabia's Vision 2030）国家转型计划中就明确提出“降低对能源出口这单一经济支柱的依赖”。阿拉伯国家在产业多元化的动机下，大量主权财富基金和私募基金等开始不断在全球范围内寻找机会，后续对外投资或继续加码。

其次，随着阿拉伯国家的战略自主性提升，它们越来越排斥在地缘事件中“选边站队”，发展多元、平衡的外交符合阿拉伯国家的长远利益；同时，连年的动乱与冲突使中东国家求和平、谋发展的愿望日益强烈。在此背景下，中国适时提出全球发展倡议和全球安全倡议，并大力推动“一带一路”和人类命运共同体建设，这些都得到了阿拉伯国家的积极回应，也让中东资本看到了东方的“投资圣地”。最后，阿拉伯国家与中国的优势互补明显，中国是全球第二大经济体，也是阿拉伯国家高度重视的、稳定的石油出口市场，并且为阿拉伯国家带来了基础设施投资和技术合作选项，中国与阿拉伯国家展开多种形式的投资合作有利于双方的利益。总体来看，相较于欧美资金而言，目前中东和东南亚的资金对中国的关注度会更高。

■ 资管行业生态将发生变化，短期业绩对主动产品在管规模的推动日趋减弱

主观多头通过短期业绩爆发争取财富管理渠道资源的难度加大

无论规模大小，主观多头管理人的商业模式都是通过“相对业绩排名”吸引客户的申购资金、或者认购新发产品等来扩大在管规模，从而获得更多的管理费收入。过去基金销售渠道倾向于对有品牌影响力或者短期赚钱效应的管理人倾斜资源，头部管理人通过自身号召力相对容易地发行新产品扩大在管规模，腰部和尾部管理人则需要尽可能博弈短期业绩弹性，吸引存续申购资金，这是导致大小规模产品行为模式差异的又一重要因素。

对于单一资管产品而言，存量竞争比新发更重要。过去我们一般重点观察新发基金规模，因为从公募行业整体来看，新发基金是增量资金来源（2005-2023Q1 累计 7 万亿元），存量产品合计则是净赎回的状态（2005-2023Q1 申购减去赎回累计-2.5 万亿元），由此得到“主动管理 AUM 扩张主要靠新发”的结论。这一结论对于主动管理行业整体而言是大致成立的，但是单一产品的情况要复杂的多。因为除了头部有品牌号召力的明星基金经理之外，大多数公募基金经理在没有跑出明显业绩之前，基金公司和销售渠道比较难直接倾斜新发资源给这些基金经理，因此对于这些基金经理大多数情况下争夺存量申赎的资金更加重要。

存量申购（不考虑赎回）的资金规模一般远大于新发基金规模。从公募基金历史季报统计数据来看，新发基金爆发是比较罕见的，仅在 2006-2007 年、2014-2015 年、2019-2021 年出现，上述阶段的平均单季度发行规模能够达到 2082 亿元，而在非爆发阶段，历史上新发基金的平均单季度仅 300 亿-400 亿元左右。相比之下，存量申购资金平均单季度规模是新发基金的 6 倍左右，即便在新发基金爆发阶段也是 3 倍左右，在过去的 4Q22 和 1Q23 两个新发基金淡季，存量申购规模是新发基金规模的 17.2 倍和 11.8 倍。

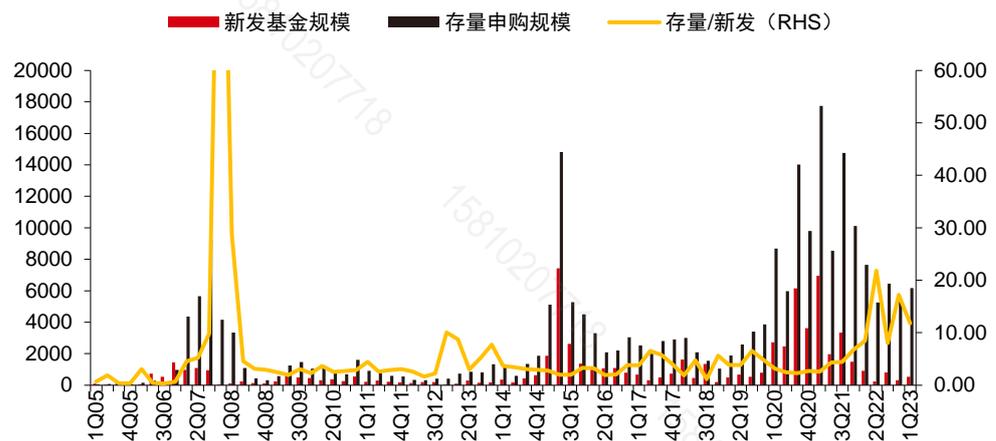
存量申购资金主要来自于存量赎回资金。从 2005-2022 年的统计数据来看，存量申购资金规模大约是存量赎回资金规模的 80%，这大致能说明基民赎回的资金中 80% 会留在场内其他存续产品中，剩余 20% 可能彻底离场、或者转向购买了新发产品。因此对于大多数主动管理者而言，核心就是在基民“辗转腾挪”的申赎资金流中获得增量，大家都在彼

此争夺对方被赎回的资金。基金销售渠道在其中扮演了引流分配的角色。

以个人投资者主导的短线资金更加关注产品的短期业绩弹性，导致在管规模越小的产品越倾向于用短期业绩来吸引申购资金。具体来说，规模越小的主观多头产品更倾向于通过以相对极致的持仓押中热门赛道，有一定概率能够带来短期业绩爆发，从而吸引到大量申购资金，因此类似于通过信息流抓热点的打法在中小规模产品中较为常见。而对于头部产品而言，规模偏大限制主动管理人频繁换手，使得一些规模越大的产品管理者不得不转向长期资产定价模式。头部管理人在业绩阶段性波动时不得不忍受一定的申赎扰动，甚至会主动限制基民申购以控制规模。

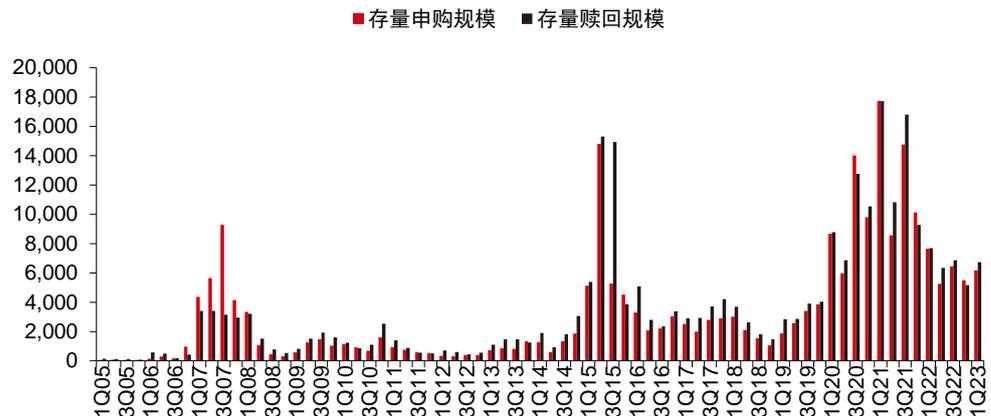
我们以今年一季度 AI 主题下不同规模的公募产品调仓行为差异为例。1) 规模越小的主动股基产品在一季度调仓参与 AI 相关板块的程度更高。若按照 4Q22 时的净资产规模将主动股基分为 0-10 亿元、10-50 亿元、50-100 亿元、100 亿元以上共 4 组，在 4Q22 时 TMT 板块对应的持仓占比由小型至大型产品分别为 18.0%、16.5%、16.0%和 16.5%，彼此差异不大；在 1Q23 时持有的 TMT 板块市值占比分别为 27.9%、22.7%、19.8%和 19.9%，环比分别变化+9.9pcts、+6.3pcts、+3.8pcts 和+3.4pcts。2) 规模越小的产品 1Q23 平均绝对收益率越高，净赎回压力越小，甚至获得净申购。从实际回报率来看，参与 AI 主题性行情的“先与后”的差别远远超过“精选个股”带来的超额收益差距，TMT 板块暴露程度越高的中小型公募产品明显跑赢暴露程度低的大型产品，仍按照上述分组 1Q23 平均季度回报率由小型到大型产品分别为 3.5%、2.3%、1.0%和 1.8%。1Q23 存续主动股基整体净申赎率约为-0.9%，但基民对于提供不同短期赚钱体验的产品呈现出不同的申赎行为，1Q23 上述分组对应的净申赎规模分别为+203 亿元、-312 亿元、-138 亿元和-284 亿元，对应净申赎率分别为+1.6%、-1.1%、-1.4%和-2.5%。

图 23：实际上存续申购资金对于单一产品而言是主要的资金来源（亿元）



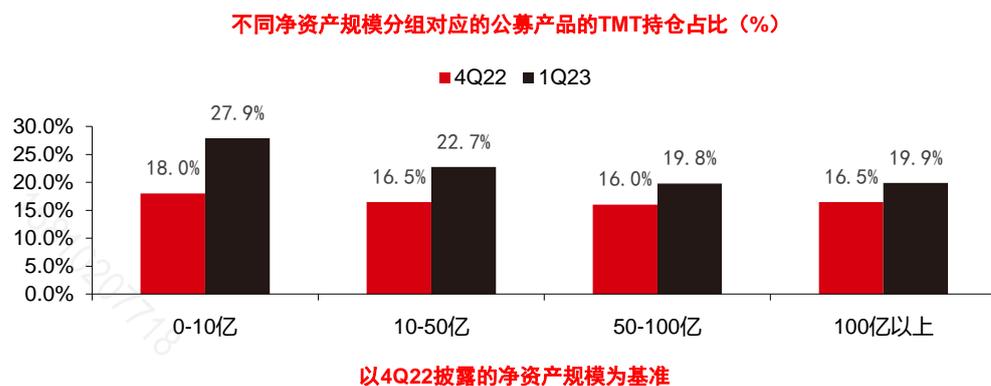
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：2005-2022 年大多数情况下存续产品规模的增长主要来自于存量申赎资金的辗转腾挪（亿元）



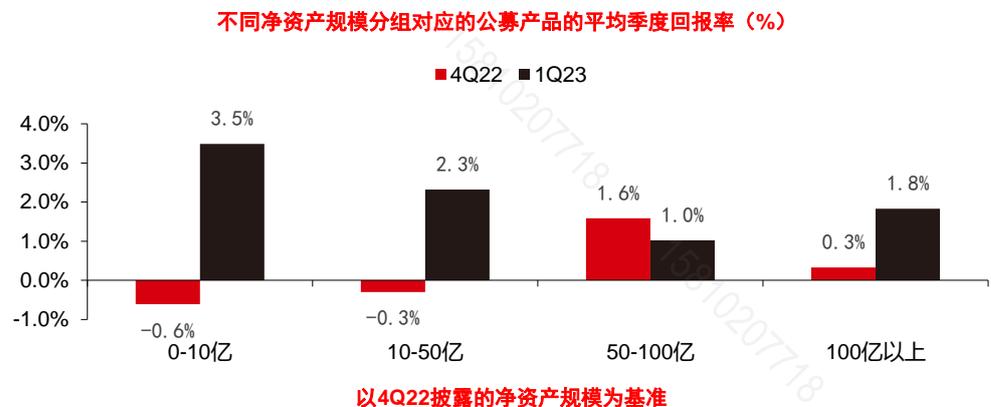
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：4Q2022 对 TMT 仓位大致相当的情况下，规模越小的产品在 1Q2023 向 TMT 调仓的幅度越大（%）



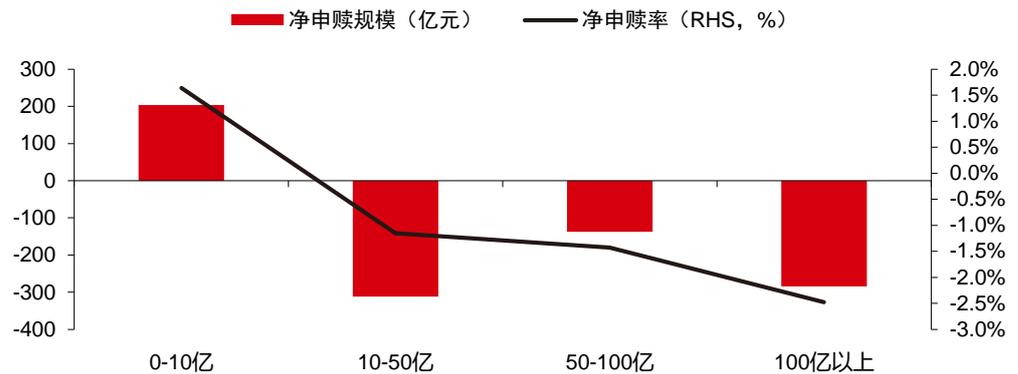
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：规模越小的主动股基在 1Q23 平均季度回报率更高（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：1Q23 不同大小的主动公募产品净申购规模和净申赎率（亿元，%）

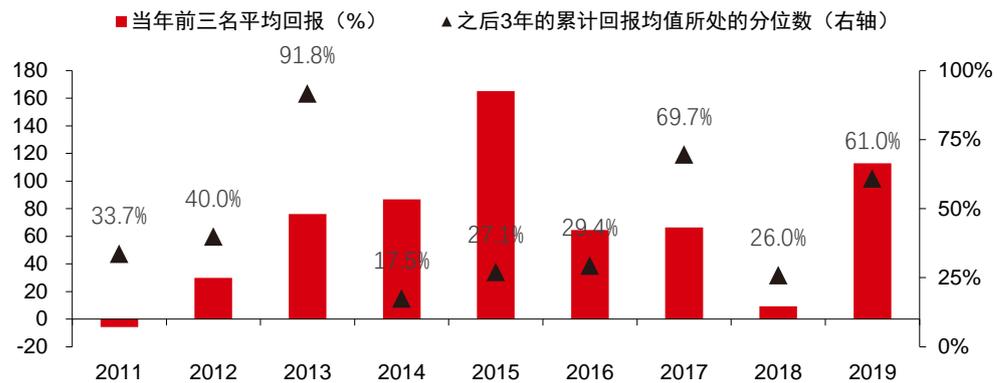


资料来源：Wind，中信证券研究部

过去基金销售渠道和第三方互联网平台的资源往往向短期业绩爆发、有话题度的产品倾斜。主动基金经理往往从接管存续产品开始，因为基金公司或者销售渠道不太可能在其职业生涯的初期就倾斜新发产品资源。因此除了头部有自身号召力的明星基金经理之外，大多数基金经理的回溯业绩时长有限，只能寄希望于短期业绩爆发引来基民对于其现有产品的关注，这就导致每年业绩领先的产品在管规模并不一定高，但持仓往往具有鲜明的行业标签，传统基金渠道对于每年收益率排名靠前的产品支持力度比较大。近几年互联网等第三方销售平台和流量模式的崛起，互联网平台遵循“流量”逻辑，具有话题度能够引流的产品会优先推荐给客户，使得基民能够更快了解到最近业绩上升最快的基金经理产品和其标志性持仓。渠道的激励机制进一步引导主动公募基金经理倾向于通过“押赛道”和快速轮动的行为来跃升龙门。公募行业整体的持仓行为在有明确产业基本面趋势时会有明显的“抱团”倾向，而当没有明确产业基本面趋势时，腰部和尾部产品对热点题材的轮动会更加明显。

基金销售渠道向买方投顾转型意味着过往推荐逻辑也迎来转变。看短期相对业绩排名本质上是后视镜角度，并不能够真正推动主动资管行业的长期发展，我们选取了 2011 年以来每年主动股基收益率前 10 的产品，然后统计其之后 3 年的累计回报率在全部主动股基中的分位数情况，我们发行平均的 3 年累计回报率分位数为 44%，低于可比产品的中位数水平，仅 2013 年、2017 和 2019 年这 3 个年份中表现领先的公募产品在后续 3 年的表现位于前 50%，而这 3 个年份分别对应了 2013-2015 年的产业互联网行业、2017 年-2019 年的蓝筹白马行情，2019-2021 年的新能源赛道行情。换言之，相对业绩排名本身是后视镜角度，并不是建立在对经济或者产业中长期基本面变化做出的投资判断，而在没有持续产业增长兑现驱动的情况下，当年表现好的主动产品后续表现并不一定能够持续。对于基金销售渠道而言，本身也面临向买方投顾做财富管理模式的转变，如何提高客户留存而不是鼓励申赎变得更加重要，因此未来将逐渐淡化产品“短期相对业绩排名”的关注度，更加注重长期回报。

图 28：2011-2019 年主动股基中收益率前 3 的产品后续 3 年的回报基本都在行业中位数之下



资料来源：Wind，中信证券研究部

今年以来第三方互联网平台公司也开始弱化引流带货属性。根据中国基金报报道，今年以来蚂蚁平台理财直播的多项规则发生变化。之前蚂蚁财富主要关注当周成交金额、当周场均观看时长、当周新增铁粉及以上用户数、当周粉丝回访率、当周直播次数等，今年该平台的权重向直播内容转移，考核重点指标包括直播选题质量、直播场景直播质量、直播内容质量、直播种草等上，例如“打分”占比达到 45%的直播内容质量中，主要细分项是用户观看率、用户有效互动率、历史月访问用户当月回访率等。这意味着第三方互联网平台也开始重视直播内容，鼓励争取零售客户的关注和留存，进而转化成产品销售，而不是一次性带货来促成短期销售量。

展望未来，相对收益排名的模式对于主动管理行业的推动作用或逐渐减弱。近年来，投资者对权益类公募基金规模的反馈效应越来越小，核心原因是行业类 ETF 等被动型产品抢占了主动权益类产品的流量与市场（关于 ETF 部分的讨论详细可参考下一小节）。简单来说，主管产品对于个股持仓比例存在监管限制，在行业维度也无法做到类似某行业主题 ETF 一样的极致程度，这就导致同样作为基民参与主题行情的工具时，主动产品既不能够提供超越对应行业主题 ETF 的回报，且管理费率也远高于被动产品。在 2013-2015 年行业类 ETF 处于发展初期阶段，部分主动管理产品尚能通过抱住产业互联网行情得到明显的申购，经过 10 年的发展，行业类 ETF 存续规模突破万亿，已经超过了宽基类 ETF，品类更加丰富，导致主动股基寄希望于通过“极端持仓”策略发行产品的传统渠道经过本轮的“洗礼”已经基本被锁死了，“押赛道”的产品定位越来越看不到出路，而且“极端持仓”的手段博弈在“压错赛道”时会导致大规模的赎回和净值下降。长期来看，公募基金相对收益排名的业绩考核模式的不足不断暴露，未来或将推出更加科学的考核体系来代替当前“打榜”的形式。

主观多头通过极致风格持仓博弈互联网平台流量模式也面临行业 ETF 竞争

近年来，互联网销售平台和流量模式的崛起影响了不少腰部和尾部产品的策略模式。如天天基金网、蚂蚁财富等代表性互联网销售平台首页的推荐逻辑基本上都是按照日度或月度的收益率排名列示，或者将话题性强的基金排在前面。平台追求流量，但并不会对这个产品是不是真地适合投资者做出判断，在流量模式下，小产品要想有曝光度，基本都需

要有短期相对更高的超额受益，或者极强的话题性。无论是短期业绩弹性还是话题性，都要求其在投资策略上越来越极致，这打破了传统的主动组合管理原理，甚至打破了投资的一些基本原则。产品销售不断“流量化”的生态，在通过银行券商等渠道新发产品低迷的时期影响更大，使得份额的增加在本质上变成了存量市场的争夺。

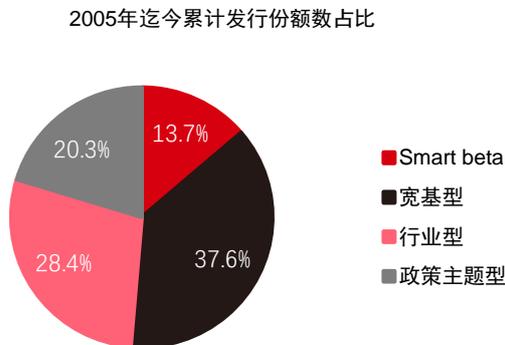
图 29：天天基金网首页“基金数据”栏目按当日净值增长率进行产品默认排序

关注	比较	序号	基金代码	基金简称	2023-05-15		2023-05-12		日增长值	日增长率	申购状态	赎回状态	手续费
					单位净值	累计净值	单位净值	累计净值					
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	1			0.7189	0.7189	0.6810	0.6810	0.0379	5.57%	开放	开放	0.00%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	2			0.7219	0.7219	0.6839	0.6839	0.0380	5.56%	开放	开放	0.10%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	3			2.2413	2.2413	2.1303	2.1303	0.1110	5.21%	开放	开放	0.15%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	4			2.1624	2.1624	2.0553	2.0553	0.1071	5.21%	开放	开放	0.00%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	5			2.1654	2.1654	2.0595	2.0595	0.1059	5.14%	开放	开放	0.15%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	6			2.1433	2.1433	2.0385	2.0385	0.1048	5.14%	开放	开放	0.00%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	7			0.6765	0.6765	0.6440	0.6440	0.0325	5.05%	开放	开放	0.10%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	8			0.6741	0.6741	0.6417	0.6417	0.0324	5.05%	开放	开放	0.00%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	9			0.8234	0.8234	0.7851	0.7851	0.0383	4.88%	开放	开放	0.15%
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	10			0.8212	0.8212	0.7830	0.7830	0.0382	4.88%	开放	开放	0.00%

资料来源：天天基金网，中信证券研究部。注：图中的基金代码、基金简称进行了脱敏处理

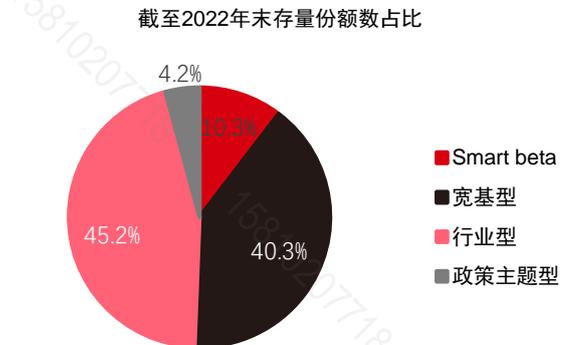
被动型产品的扩张不断抢占主动型产品的市场份额。我国的指数基金行业逐渐呈现出“赛道化”和“迷你化”特征。一方面，行业类指数产品存量规模已经超过宽基类指数产品成为被动指数基金的主要形式。从发行规模上看，剔除联接 ETF 后，自 2005 年 1 月至 2023 年 2 月，我国公募基金一级市场共发行权益类被动指数产品 1.1052 万亿份；其中，宽基指数类产品共 4157 亿份（占比 35%），行业类产品共 3134 亿份（占比 28%），政策主题类产品共 2243 亿份（占比 20%），Smart beta 类产品共 1518 亿份（占比 14%）。从存量规模上看，截至 2022 年末，权益类被动指数产品总资产规模达到 1.36 万亿元，约占 A 股流通市值的 2.1% 左右；其中宽基、行业、政策主题、Smart beta 类产品规模分别为 5487 亿元、6162 亿元、572 亿元和 1401 亿元，对应占全部被动基金规模的比例分别为 40.3%、45.2%、4.2%和 10.3%。

图 30：从发行规模上看，宽基型产品的累计发行份额最大



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：从存量规模上看，行业型产品的存量份额占比最高



资料来源：Wind，中信证券研究部

国内行业型 ETF 产品的留存率通常很高，且自身的“工具性”特点非常切合当前的

流量销售模式。从获取流量的角度来看，指数产品往往比主观多头的热度更高，因为 ETF 产品具备更强的传播性和零售客户客群中的工具性，非常切合现在互联网平台的流量销售模式。我们以天天基金网首页“基金超市”为例，近一年净值增长率进行默认排序，可以看到前 10 大产品中 9 只是指数型产品，这很好理解，因为 ETF 产品本身对单一热点行业的持仓更加极致，这导致在行情顺风的情况下，ETF 的业绩反馈往往比反复犹豫调仓的主动股基要更好，也更容易进入到第三方互联网销售平台的推荐列表里，每当市场行情开始走弱时，依然不缺乏选择逢低买入的零售客户，这就导致行业型 ETF 的留存率很高，行情热度消退后赎回量也不会很大。以 2005 年-2022 年的累计申赎数据看，Smartbeta、宽基、行业、政策主题这 4 类常见 ETF 产品的存续申赎率分别为-26.9%、17.9%、+119.1%、-73.2%，行业类 ETF 规模通过存续申购翻倍。此外，基金公司针对 ETF 产品会额外发行 A 类和 C 类链接基金等场外产品，这实际上是方便了互联网平台客户在没有注册证券账户的情况下能够更加便捷地直接通过基金销售平台购买场外产品，这就导致从持有人结构来看，主动股基的机构持有率高于被动股基，A 类产品的机构持有率高于 C 类产品，C 类链接 ETF 产品主要的个人投资者持有率高达 84%。

展望未来，我国被动指数基金行业可能依然以行业类 ETF 为主，竞争格局清晰、已经被主动管理者充分研究挖掘、为市场投资者所熟知的主动管理传统重仓行业，有可能逐渐被指数基金所替代。

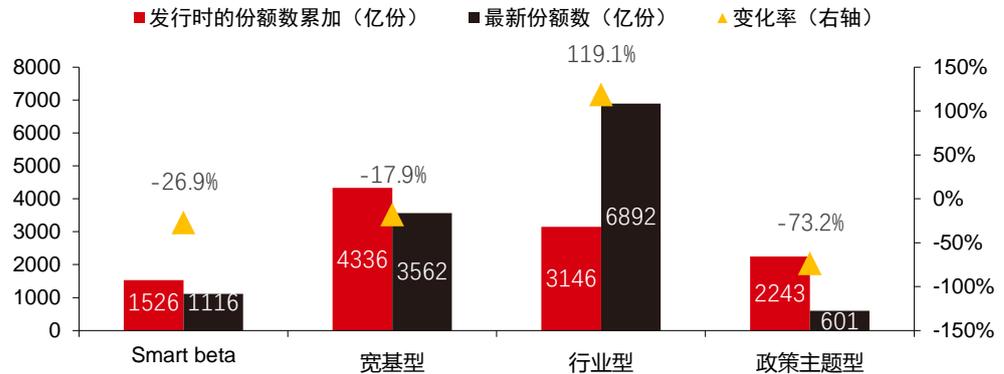
图 32：天天基金网首页“基金超市”栏目按近 1 年净值增长率进行产品默认排序

全部		股票型	混合型	债券型	指数型	QDII	LOF	货币型					查看更多>>	
基金代码	基金简称	基金类型	单位净值	日期	日增长率	近1周	近1月	近3月	近6月	近1年	近3年	成立以来	手续费	操作
		指数型-股票	1.4405	05-15	-0.76%	-10.20%	0.49%	43.35%	76.27%	77.58%	---	44.05%	1折起	购买
		指数型-股票	1.4333	05-15	-0.77%	-10.21%	0.46%	43.24%	76.02%	77.06%	---	43.33%	0费率	购买
		指数型-股票	1.4303	05-15	-0.67%	-8.55%	1.41%	42.29%	73.39%	75.45%	---	43.03%	1折起	购买
		指数型-股票	1.4223	05-15	-0.67%	-8.56%	1.39%	42.19%	73.13%	74.92%	---	42.23%	0费率	购买
		股票型	1.6430	05-15	0.43%	-1.14%	-1.91%	15.79%	29.37%	54.85%	112.27%	64.30%	1折起	购买
		指数型-股票	1.1954	05-15	0.48%	-4.21%	-7.66%	10.31%	31.54%	53.75%	32.23%	-11.37%	1折起	购买
		指数型-股票	1.0917	05-15	-1.84%	-7.29%	1.18%	28.54%	54.11%	53.74%	11.48%	-68.31%	1折起	购买
		指数型-股票	1.0850	05-15	-1.85%	-7.30%	1.15%	28.46%	53.92%	53.34%	---	8.18%	0费率	购买
		指数型-股票	1.1886	05-15	0.47%	-4.21%	-7.69%	10.20%	31.28%	53.15%	---	7.58%	0费率	购买
		指数型-股票	1.1410	05-15	-1.81%	-7.69%	0.53%	27.49%	52.74%	52.34%	11.36%	-17.94%	1折起	购买

查看全部开放基金排行>>

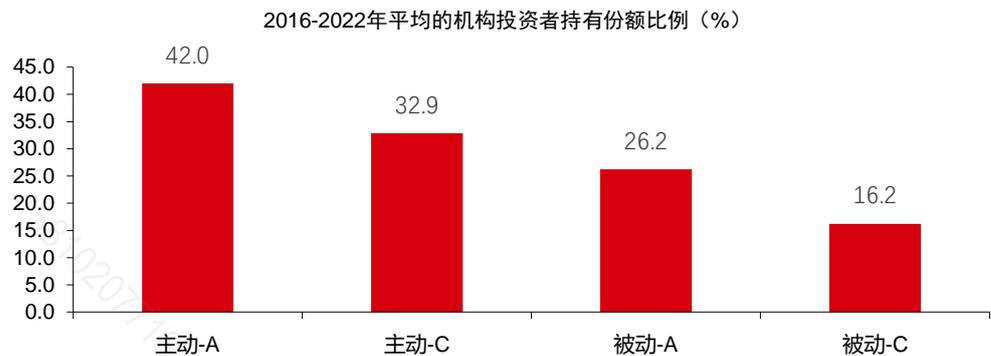
资料来源：天天基金网，中信证券研究部。注：图中的基金代码、基金简称进行了脱敏处理

图 33：行业型 ETF 产品的留存率通常较高，热度过后也不会面临大额赎回



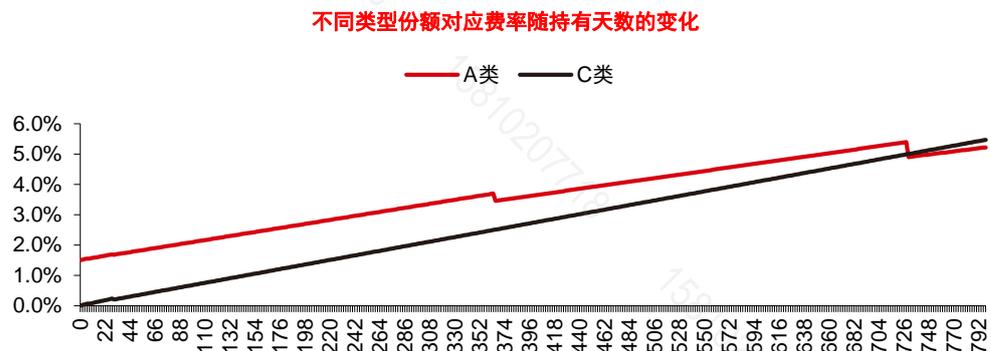
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：C 类链接 ETF 产品是机构持有率最低的公募产品类别 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：C 类产品在短期持有的情况下综合费率低于 A 类产品



资料来源：中信证券研究部绘制。注：假设 1) 申购金额 < 100w，A 类申购费率 1.5%；2) A 类的赎回费率和对对应期限分别为，持有期限 < 7 日 1.5%，7 日 ≤ 持有期限 < 30 日 0.75%，30 日 ≤ 持有期限 < 365 日 0.50%，365 日 ≤ 持有期限 < 730 日 0.25%，持有期限 ≥ 730 日 0%；3) C 类的赎回费率和对对应期限分别为，持有期限 < 7 日 1.5%，7 日 ≤ 持有期限 < 30 日 0.50%，持有期限 ≥ 30 日 0.00%；4) A/C 类管理费率为 1.5%，托管费率为 0.2%；5) C 类销售服务率为 0.8%

■ 从主观多头的应对来看，建立与零售客户之间的缓冲带至关重要

主观多头传统打法的顺经济周期属性逐渐增强

目前市场主观多头策略产品的主要打法可基本概括为 4 种，包括更偏围绕信息传递定价的“信息流”打法，和围绕资产定价的成长性定价打法、高 ROE 及低估值打法。

1. “信息流”打法

所谓“信息流”打法指的是投资者利用市场对边际增量信息的敏感度，通过比拼信息获取的速度和质量提前布局获得超额收益的策略打法。场内投资者可能会对短期业绩变化、突发外部事件、重大政策变化等等多方面“信息流”出现较高的关注度，从而引导资产价格向某一方向明显变动，在此之前更快、更准确地把握信息价值的投资者能够获益。

常见的“景气度”打法和“主题驱动”打法本质上都可以归纳到“信息流”体系内。景气度打法指的是密切跟踪上市公司高频经营数据的状况，以此判断公司的短期业绩增速和估值的匹配程度，跟踪手段包括但不限于路演、上市公司反路演、线下调研验证等等。尽管上市公司的长期竞争优势并不会随着短期业绩的波动而明显变化，但是市场投资者无可避免地对于短期业绩波动的关注度较高，使得提前获取业绩信息能够提供一定的交易优势。类似“主题驱动”也是如此，例如去年 10 月市场对于防疫政策转向形成一定预期之后，提前获得准确信息时点的资金就能够提前布局受益于防控措施开放的板块，尽管这些板块并没有业绩兑现，但 reopen 的主题在去年 11 月的快速反弹中成为市场的月度主线。

“信息流”打法实际上是投资者在评估“增量信息”的短期边际影响，而不是判断“资产价值”的长期中枢变化。“信息流”打法的核心要素是抓住增量信息对短期价格的扰动，因此获取信息的速度和质量决定了收益大小，其本质是一种“信息定价行为”，而不是“资产定价行为”。即便在“景气度”打法中，投资者看似关注的是基本面的变化相关，但其依然赚得是“短期市场共识度的 beta+信息领先优势的 alpha”的钱，如果市场短期内不关注业绩变化，或者上市公司业绩交流得比较充分，景气度打法也会失效，这在当下信息爆炸的时代越来越常见，机构投资者也不一定能够比非机构投资者在“信息定价”层面获得明显优势。

2. 高 ROE 打法

高 ROE 打法传统价值投资的代表，核心要点在于股票长期回报趋势将向公司的 ROE 收敛。不同于“信息流”打法属于给信息定价的行为，高 ROE 打法属于给资产定价的行为，因为投资者需要对长期行业格局、公司壁垒进行综合研究判断，从而获得对 ROE 稳定的中枢范围的估算，在具体操作上以买入并持有为主。

高 ROE 打法对于公司处于高估值或者低估值的容忍度都很高，在长期逻辑没有发生明显变化的情况下，不会轻易调整仓位；持仓风格上偏向白马蓝筹，容易忽视行业增速快但格局尚不清晰的中小盘成长的投资机遇。

3. 低估值打法

低估值打法核心要判断是否存在“价值陷阱”。低估值打法的代表性策略是“捡烟蒂股”，投资者同样需要对“公司商业模式是否有存在价值”进行研究，判断当前的低估值是否属于“价值陷阱”，这实际上依然是“对资产定价”的行为。

低估值打法本质是赚均值回归的钱。不同于高 ROE 打法的收益来自于长期持有带来的资产回报率，低估值打法并不一定长期持有，而是寻找被市场忽视的冷门价值机会，等待重估的过程，因此本质上赚得是市场短期内非理性定价后均值回归的钱，其持仓风格上并不一定偏向于龙头公司，中小盘价值也能纳入这类投资者的持仓范围。

4. 成长性定价打法

“成长性定价”顾名思义指的是判断资产的长期成长性与当下估值的匹配度来指导交易行为。代表策略为 GARP 策略（Growth at a reasonable price），GARP 投资者寻找在广泛的市场水平上表现出长期盈利增长的公司，但同时排除估值非常高的公司，其诉求是在成长投资和价值投资之间保持平衡，在持仓风格上可能更容易偏向大盘成长。

长期来看，信息定价打法将面临式微。如前文所述，信息爆炸时代来临，信息传递效率递增，机构的交易领先优势递减，更多参与者加入信息获取和传递过程导致“信息流”打法只会加速市场题材轮动的速度，降低平均博弈回报，而且零售客户更加青睐于行业 ETF 等持仓更极致、性价比更高的产品作为替代。因此主观多头越来越难在经济下行阶段，通过自身信息优势参与主题性交易获得超额回报，并吸引申购资金。

随着主观多头策略产品更倾向于考虑围绕资产进行定价的打法，产品本身的净值表现与经济产业周期的关联度将逐渐提高。成长性定价打法、高 ROE 及低估值打法不在意短期信息流，而更多涉及对于经济或产业长期趋势的判断，对应的是主观多头管理人的核心能力，能够在上行周期给客户带来超额回报的管理人依然能够脱颖而出。但这也意味着主观多头产品整体的净值将越来越难以摆脱经济和产业周期的波动，当基本面处于下行周期时，主观多头产品比较难以在短期提供比较高的绝对回报时，面临来自零售端客户的压力不容小觑。

表 4：主观多头产品主要打法要点总结

打法简称	代表性策略	核心要点	赚得什么钱？
“信息流”打法	“高频景气度”跟踪、题材驱动打法	对信息定价，获取信息的速度和质量	市场共识度的 beta+信息领先优势的 alpha
成长性定价打法	GARP 投资	对资产定价，考核中长期成长性与估值匹配度	长期成长带来的资产和股权价值扩张
高 ROE 打法	长期价值投资	对资产定价，只要 ROE 足够高且稳定，能容忍一定程度的高估值或者低估值	稳定的商业模式带来的股东回报
低估值打法	“烟蒂股”投资	对资产定价，没有“价值陷阱”且估值绝对便宜	市场局部定价失效带来的均值回归机会

资料来源：各基金公司官网，中信证券研究部策略组

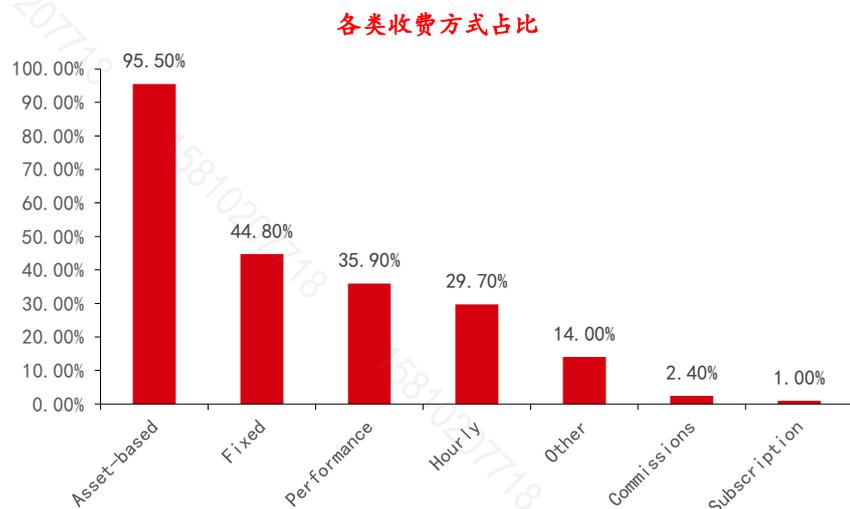
未来主观多头更加依赖财富管理机构作为与零售客户之间的缓冲作用

近几年基金销售渠道转型基金投顾的买方财富管理或一定程度可以起到平滑负

债端频繁申赎的作用，缓解下行周期时产品被赎回的压力，减少“看短做短”的行为。过去基金销售渠道以销售佣金为目标驱动，放大了市场顶点时过度推动新发产品导致基民申购位置较为尴尬、整体持有体检不佳的问题。这一问题有望随着销售渠道转向买方投顾而有所改观。一方面，主动资管行业正迎来管理降费时代，销售返佣的空间正进一步被压缩；另一方面，随着越来越多的基金销售渠道开始考核保有量并且积极向买方投顾模式转型，类比美国投顾的发展状况，我国基金投顾将逐渐考虑基本面趋势对于基金产品业绩的影响，以及产品费率问题（美国投顾倾向于建议客户购买 ETF 的比例不低），这不仅将在一定程度上平滑公募基金负债端以个人投资者主导的短线频繁申赎的局面，甚至有可能改变我国主动和被动产品的规模格局。

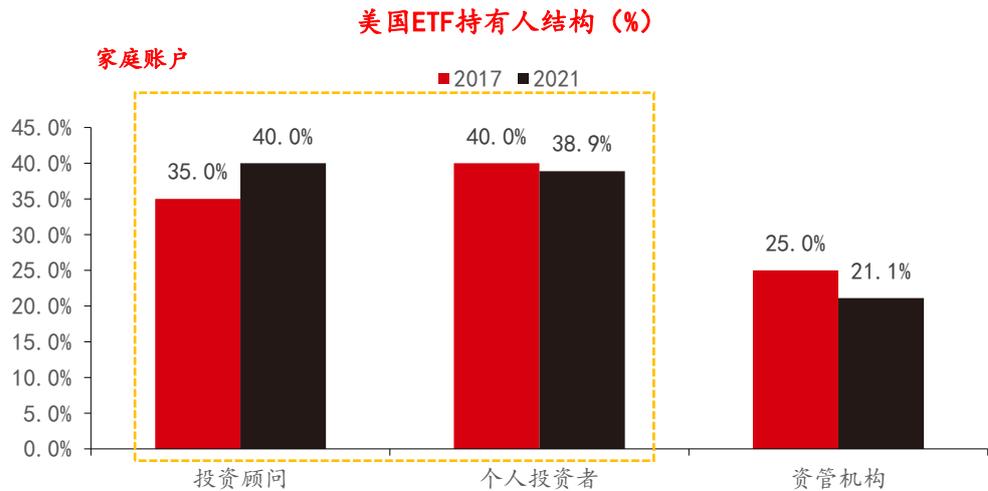
美国投顾收费模式的转变使得财富管理行业（买方投顾）成为零售客户与资管机构的润滑剂。美国资管行业费率的不断降低。根据 ICI 统计数据，共同基金平均费率从 1996 年的 1.04% 下降至 2021 年的 0.47%，累计下降了 54.8%，意味着传统经纪业务和投顾从资管方收取佣金的空间越来越小。过去二十年，投资顾问已经从作为卖方渠道收取销售佣金（commission）转为作为买方投顾收取管理费（fee-based）模式。根据美国投资顾问协会 2021 年统计数据，美国投资顾问中 95.5% 按照在管规模收取费用，44.80% 收取固定费用，而佣金收费的占比仅 2.4%。财富管理从卖方销售转为买方投顾意味着投资顾问能够站在客户财富保值增值的角度，综合管理费用和市场情况为客户设计投资方案，而不是站在销售产品角度引导客户反复申赎来完成业务指标。

图 36：2022 年美国投资顾问主要收费方式占比（%）



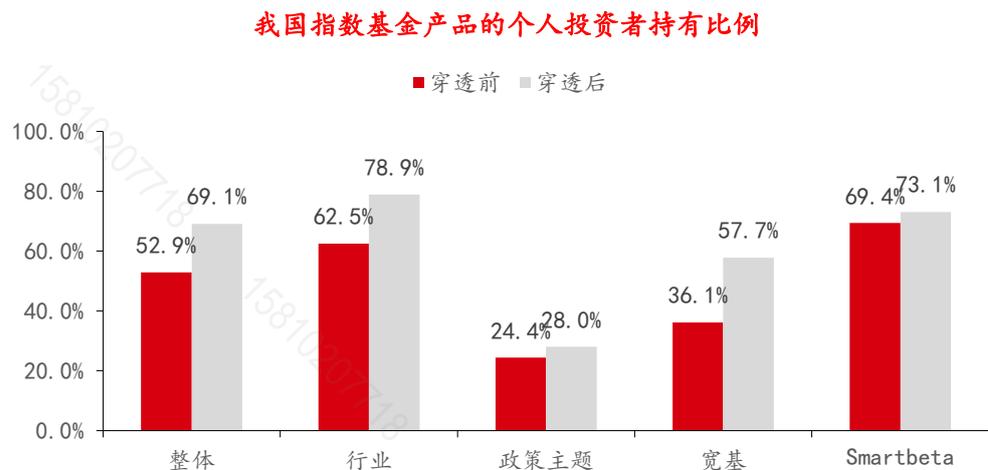
资料来源：Investment Advisor Association，中信证券研究部

图 37：美国 ETF 产品持有人结构中投资顾问管理了近一半的家庭账户规模（%）



资料来源：Financial Times，中信证券研究部

图 38：而我国指数基金产品结构中，个人投资者直接持有的占比依然偏高（穿透联接基金前后，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：截至 2022 年 6 月

■ 风险因素

- 1) 投资者结构估算存在较大偏差；
- 2) 部分投资者投资行为发生重大变化。
- 3) 资管行业监管政策发生重要变化。

■ 相关研究

《A 股投资者行为专题 01-A 股投资者生态对主观多头策略的影响》 2023-03-27

15810207718

15810207718

15810207718

15810207718

15810207718

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。

一般性声明

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”。

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并自行承担投资风险。

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或其所包含的内容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、价值及收益可跌可升。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。

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

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

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（于中国香港注册成立的有限公司）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.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；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

中国大陆：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。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 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所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 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, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

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。

英国：本研究报告归属于营销文件，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。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且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。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。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

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）受澳大利亚证券与投资委员会监管，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。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

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 2023 版权所有。保留一切权利。