



## 资产配置与财富管理专题

---

# 投资工具业态面面观

赵文荣、唐栋国、刘方、王兆宇、刘笑天、史周

中信证券研究部 量化与配置

2023年4月7日

# CONTENTS

## 目录

---

1. **资管三剑客：公募基金、私募证券投资基金和非保本银行理财**
2. **八仙过海：三类主动策略型基金**
3. **资产“性格”：三类特定类别公募工具**

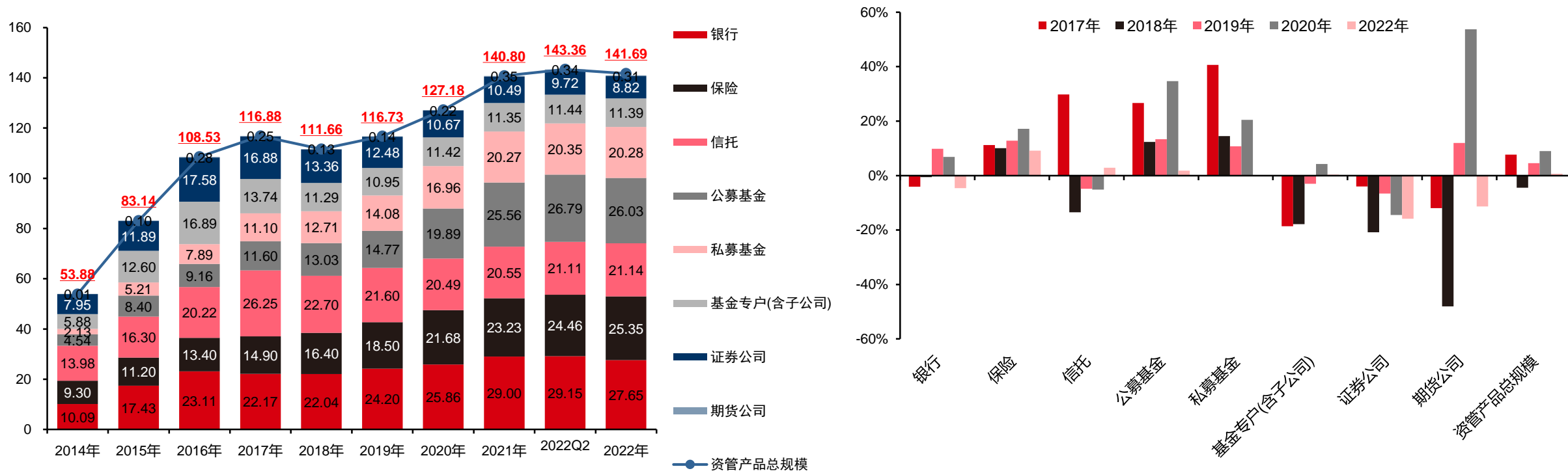
# 资管三剑客：公募基金、私募证券投资基金和非保本银行理财

---

- I. 步入高质量发展阶段的大资管业
- II. 公募基金存量产品基本实现完备布局
- III. 私募证券投资基金逐步形成以权益为核心资产的丰富策略体系
- IV. 养老理财助推银行理财格局新变化

# 1.1 资产管理业主要类别及变化：进入规范化、高质量发展新阶段

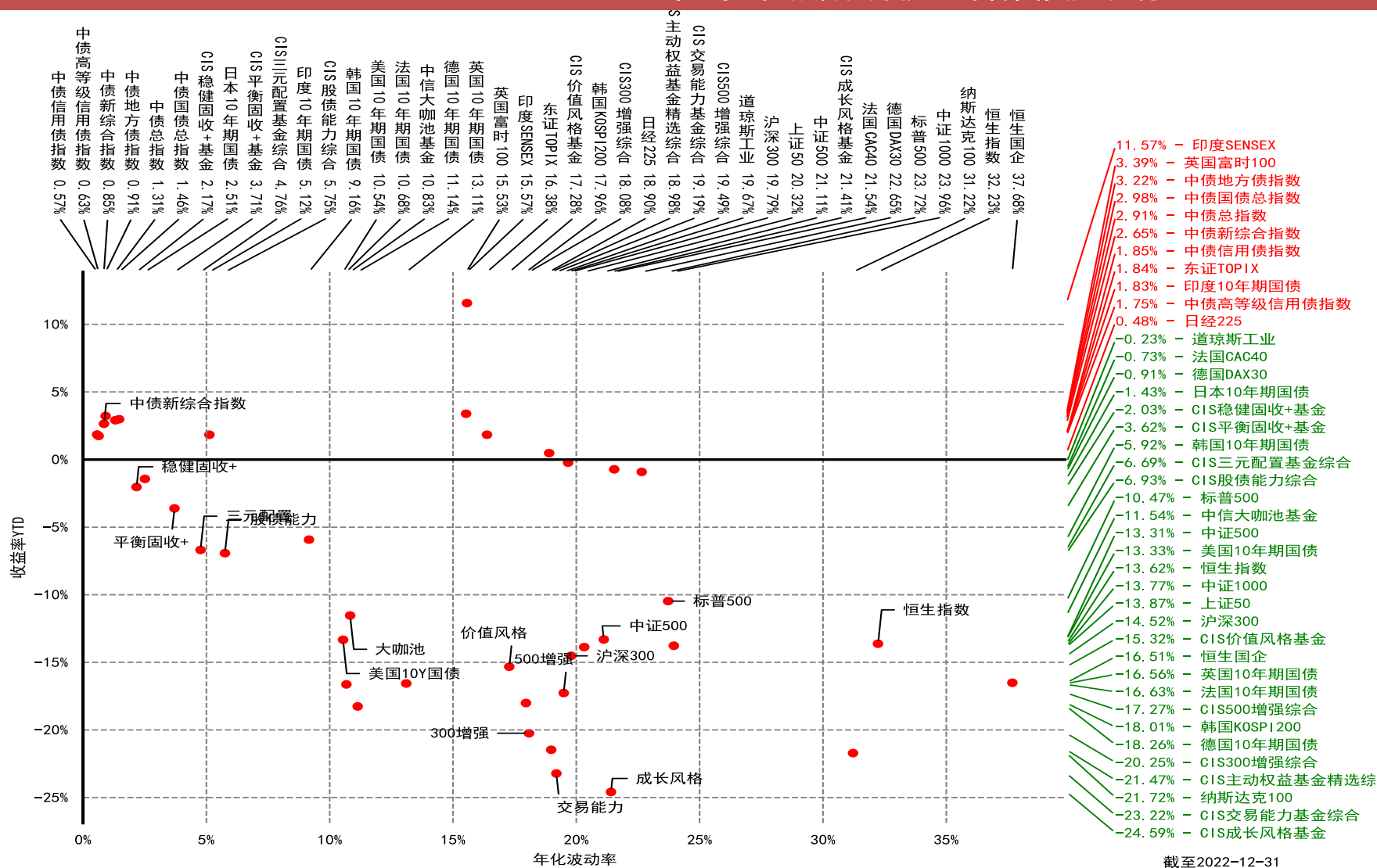
中国资产管理规模及分类占比（万亿元，%）及2018年来规模增速



资料来源：中国银行业协会《中国银行业理财市场报告》，中国证券投资基金业协会，中国保险资产管理业协会，中国信托业协会，中信证券研究部 注：从2019年起银行理财不包含保本理财，信托AUM中剔除“管理财产信托规模”，保险规模采用保险资管协会调研报告统计数据。

# 2022年，风险资产呈现下倾风险收益特征

## 2022年主要市场股债为核心的各类资产表现

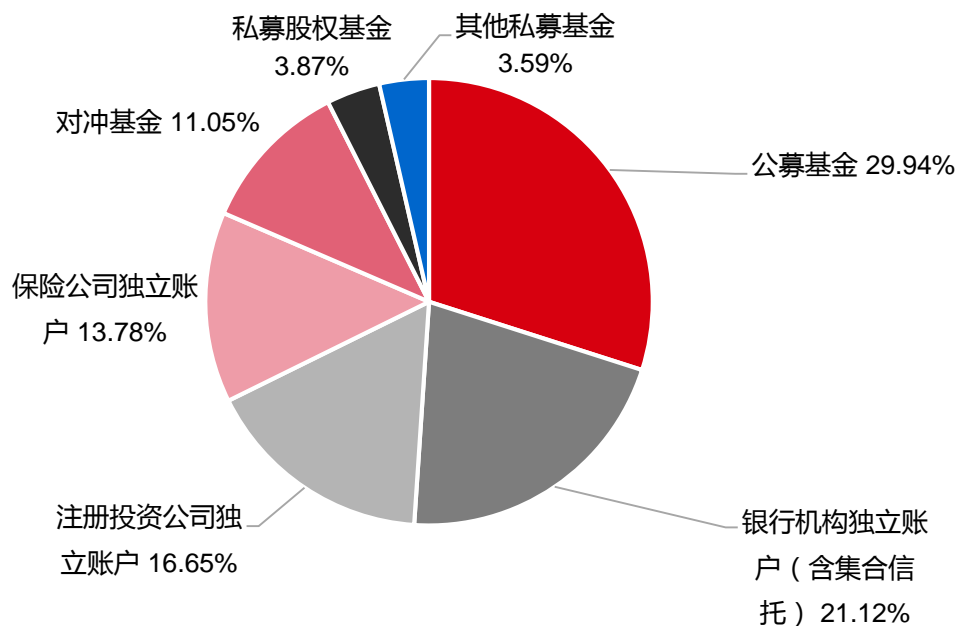


资料来源：wind, 中信证券研究部测算 注：2022年表现计算截止日为12月31日

# 资管业结构演化：中美当前差异与未来演变

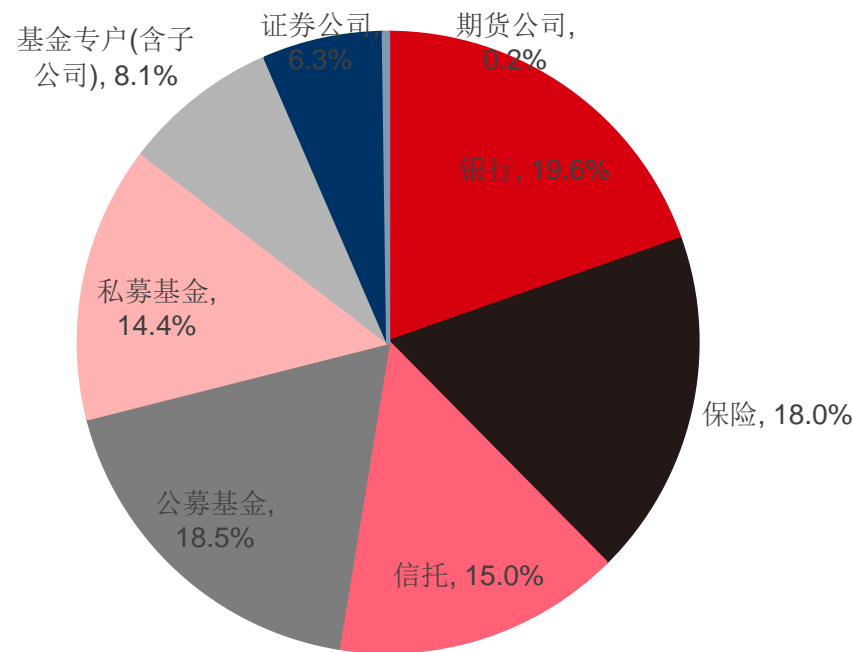
- 美国资管业中公募基金规模占比约30%，为第一大品类。截至2018年底，我们估算美国整体资管规模71.5万亿美元，其中公募基金（包括共同基金、ETF等）占比约30%。
- 国内资管业产品结构与美国资管业存在较大差异：（1）美国公募基金业发展成熟，国内公募基金发展滞后；（2）美国私募基金以对冲基金为主，国内私募基金以股权基金为主；（3）美国资管产品大部分投向标准化资产，国内资管产品有相当部分投资非标资产。

美国不同类型资管产品规模占比（2018）



资料来源：ICI, SEC, Wind, 中信证券研究部估算

国内不同类型资管产品规模占比（2022）

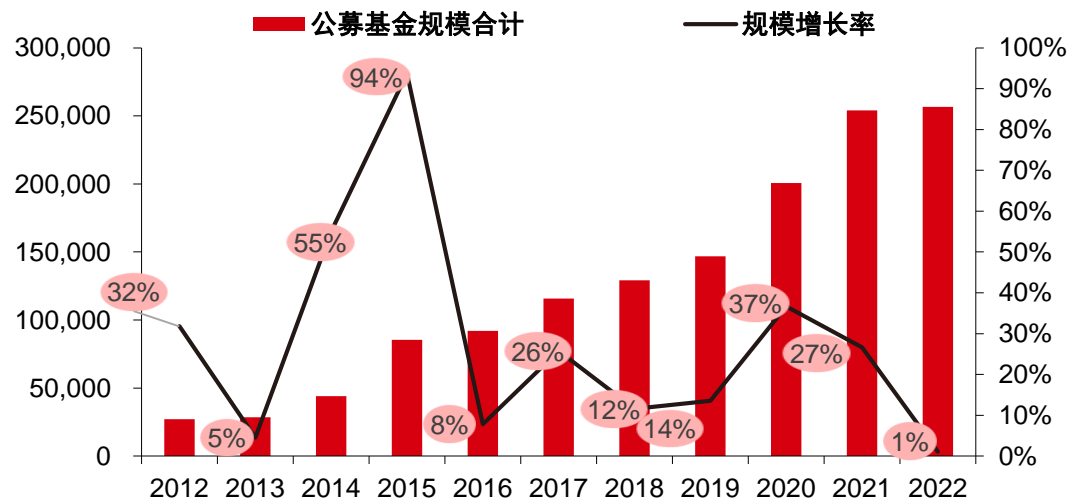


资料来源：各行业协会, Wind, 中信证券研究部

## 1.2 公募基金规模达到25.7万亿元

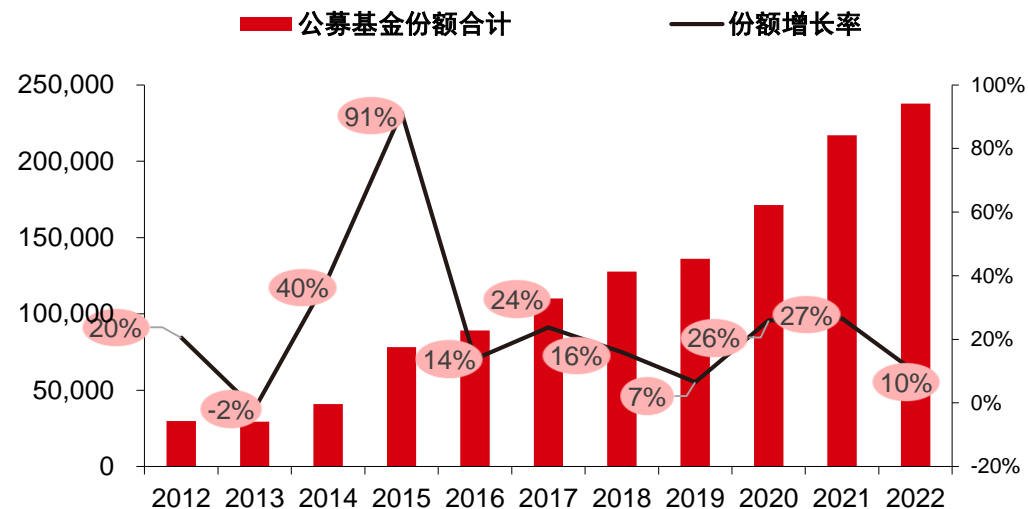
- 公募基金管理规模25.7万亿元，全年增长1%，较三季度下滑2.5%。截至2022年末，国内公募基金管理规模和管理份额分别为25.7万亿元和23.8万亿份，管理规模较三季度末减少6690亿元，环比缩减2.5%，较年初增长了1%；管理份额较三季度减少了5524亿份，环比下降2.3%，较年初增长10%。

### 历年公募基金规模及其增长率（单位：亿元，%）



资料来源：wind，中信证券研究部 注：截至2022年12月31日；未披露季报的新发基金在当期按首发规模纳入统计，ETF联接基金在统计规模时予以剔除

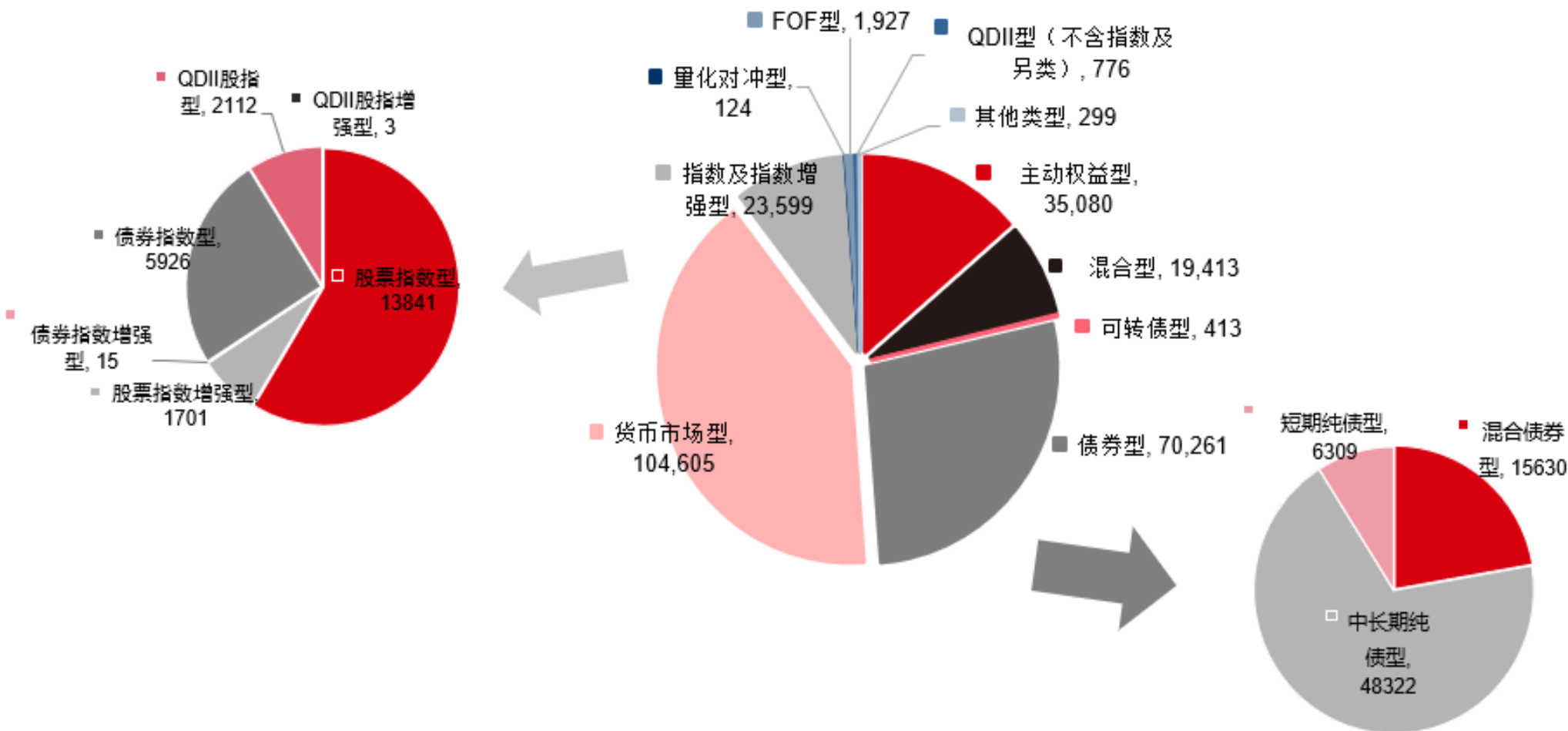
### 历年公募基金份额及其增长率（单位：亿份，%）



资料来源：wind，中信证券研究部

# 2022年，货币市场型、债券型、指数和指数增强型公募规模正增长

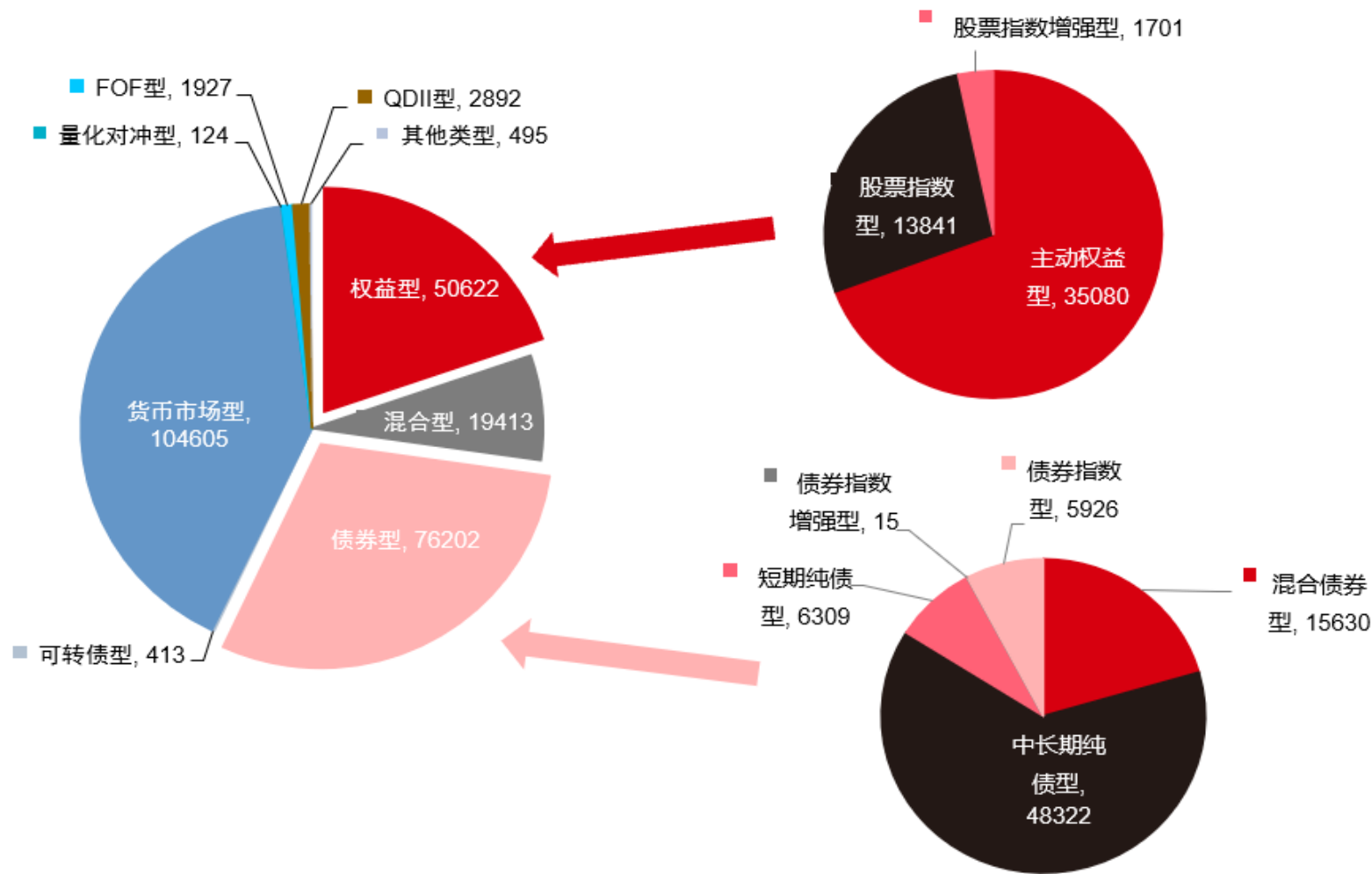
2022年各类基金规模谱系图（亿元，按主被动产品线分开统计）



资料来源：Wind，中信证券研究部 日期：20221231 注：债券型中剔除指数及指数增强品种

# 公募基金存量产品基本实现完备布局

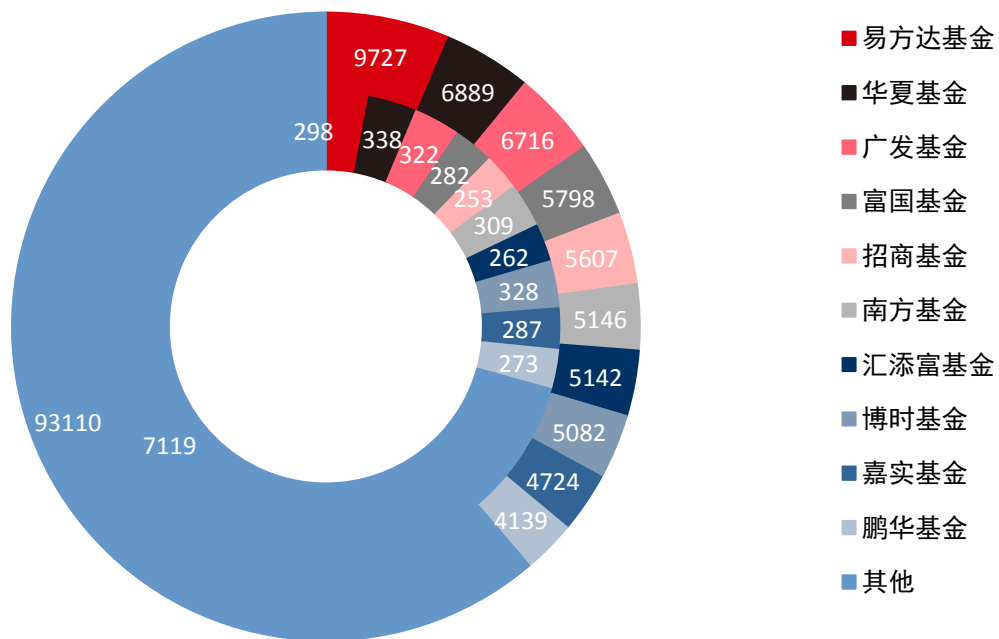
2022年末各类基金规模谱系图（亿元，按大类资产属性统计）



# 公司格局：头部基金公司市场份额保持相对稳定

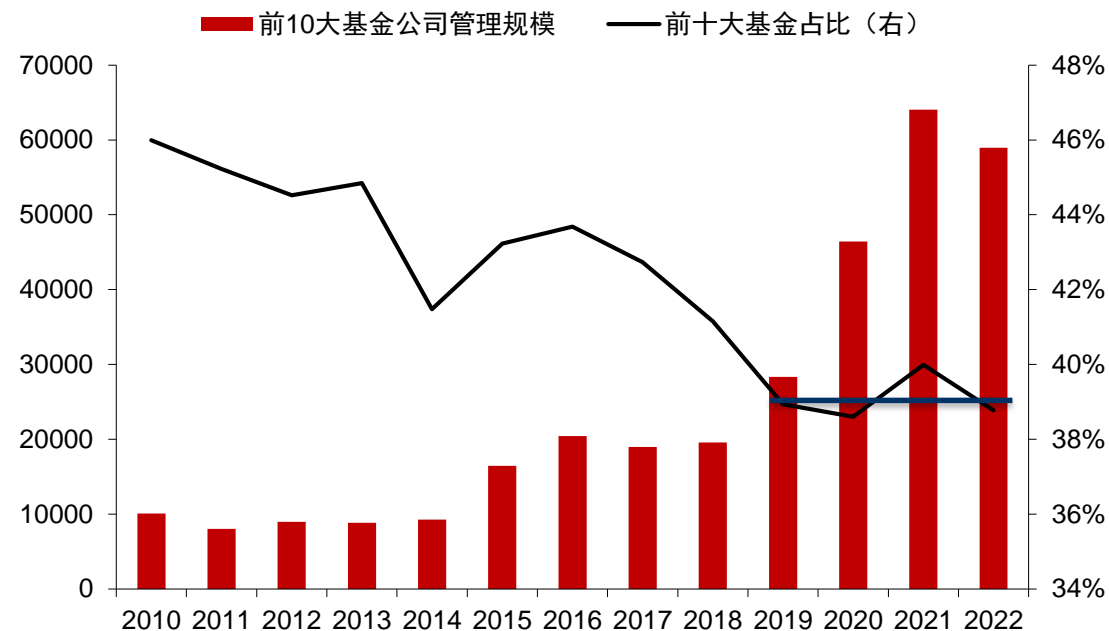
- 头部基金公司市场份额保持相对稳定，八家基金公司规模超五千亿元，39家基金公司超千亿元。自2019年来，头部10家公司管理规模的市场份额集中度相对稳定，份额占比维持在38%~40%之间。从管理规模来看，截至2022年四季度末，公募基金管理规模高于千亿元的基金公司数目增加1家至39家，管理规模超五千亿元的公司有8家公司。
- 个人系基金公司和外资系基金公司陆续获批，未来凭借其各自资源禀赋和优势有望成为公募基金行业的搅局者。

2022年基金公司规模（亿元，只）



资料来源：Wind，中信证券研究部 日期：20221231  
注：剔除货币基金，同一基金合并计算

历年前十大基金公司规模及占比（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 日期：20221231  
注：剔除货币基金，同一基金合并计算

# 23个主要管理类型子类公募产品的整体业绩

- 2022年度，公募23个子类产品线中仅6个品类基金获得正回报，权益类产品跌幅居首
  - 纯债券和货币型等固收类产品收益为正，全年业绩在2%~3%
  - 权益类资产受市场下跌影响，跌幅均超15%
  - 其他含权资产呈不同程度下跌

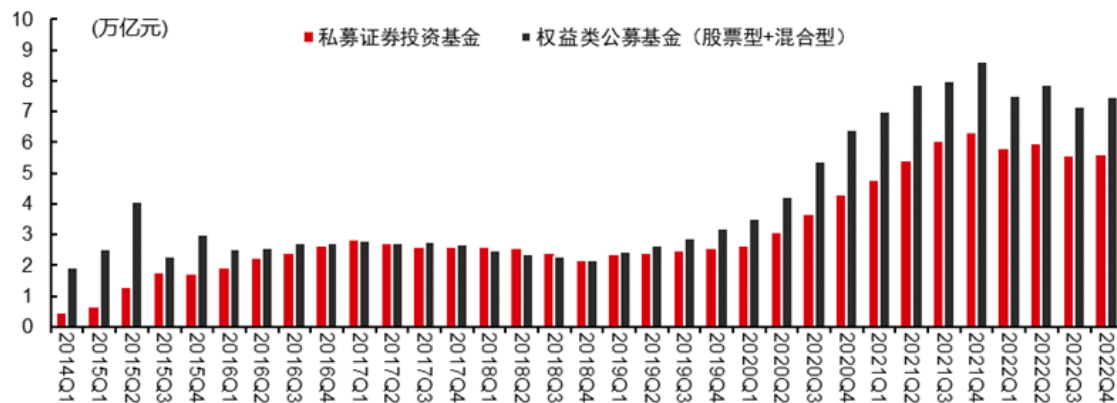


2022年全品类基金收益率数据统计					
一级分类	二级分类	收益率均值	中位数	前四分位	后四分位
主动权益型	主动权益型	-20.6%	-21.2%	-15.6%	-26.4%
混合型	混合型	-11.2%	-7.7%	-2.5%	-20.1%
可转债型	可转债型	-19.1%	-19.4%	-14.6%	-23.5%
债券型	中长期纯债型	2.5%	2.4%	2.8%	2.1%
	混合债券型	-2.9%	-2.2%	-0.1%	-5.0%
	短期纯债型	2.2%	2.2%	2.6%	1.9%
货币市场型	货币市场型	1.9%	1.9%	2.0%	1.7%
FOF型	偏股混合型FOF基金	-17.0%	-16.6%	-14.1%	-21.0%
	平衡混合型FOF基金	-9.8%	-9.4%	-8.5%	-12.1%
	偏债混合型FOF基金	-4.7%	-4.4%	-2.8%	-5.5%
	债券型FOF基金	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
	目标日期型FOF基金	-13.6%	-14.1%	-11.0%	-16.5%
量化对冲型	量化对冲型	-4.2%	-3.9%	-1.0%	-6.9%
指数及指数增强型	股票指数型	-20.5%	-20.9%	-16.4%	-26.7%
	股票指数增强型	-18.1%	-18.2%	-14.9%	-21.0%
	QDII股指型	-11.4%	-16.9%	-9.2%	-21.5%
	QDII股指增强型	-14.9%	-14.9%	-14.9%	-14.9%
	债券指数型	2.5%	2.6%	2.8%	2.4%
	债券指数增强型	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
QDII型	QDII主动权益型	-17.3%	-18.4%	-14.3%	-24.7%
	QDII混合型	-22.8%	-25.2%	-22.0%	-26.6%
	QDII债券型	-1.3%	-0.5%	2.1%	-8.2%
其他类型	其他类型	10.5%	8.7%	9.2%	6.0%
	中证800	-21.32%			
市场指数	中证转债	-10.02%			
	中债-综合财富(总值)指数	3.31%			
	恒生指数	-15.46%			
	标普500	-19.44%			

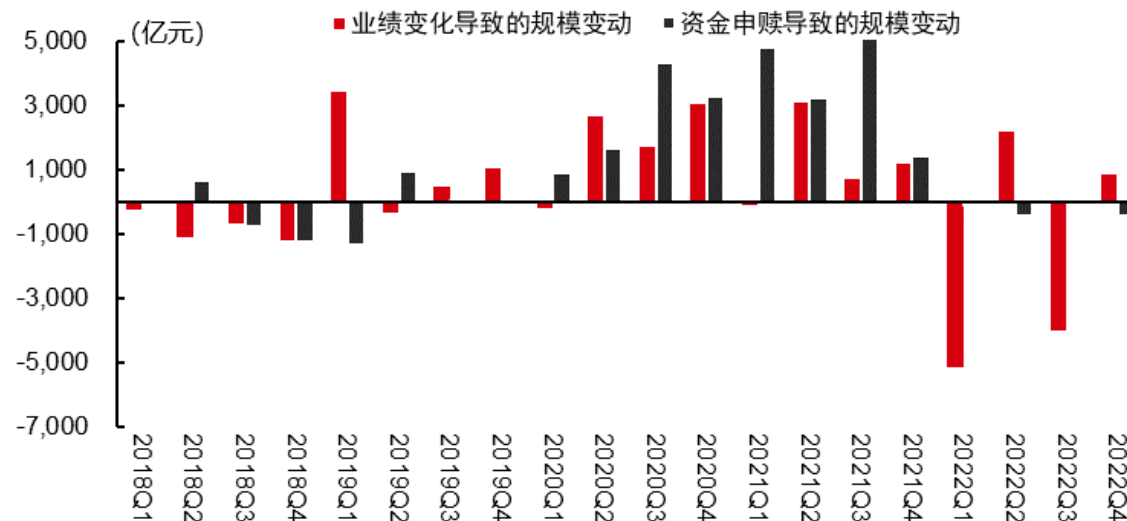
## 1.3 私募证券投资基金：以权益为核心资产的丰富策略体系

- 根据我们测算，截至2022年末私募证券投资基金行业资产规模约为5.60万亿元，较年初规模下降0.66万亿元，下降幅度约为10.53%。私募证券投资基金规模下降明显。
- 2022年股市回调，多数策略业绩下行，行业资产规模受市场影响严重。根据我们测算，2022年业绩涨跌贡献的资产规模变动为0.62万亿元，贡献占比约为93.94%。此外，净资金流同样为负，贡献资产规模变动约为-0.04万亿元。在过去的两年中，资金流对行业资产规模的增长具有较大比例的正贡献。

### 私募证券投资基金和权益类公募基金存续规模



### 证券类私募基金存续规模变动分解（测算）



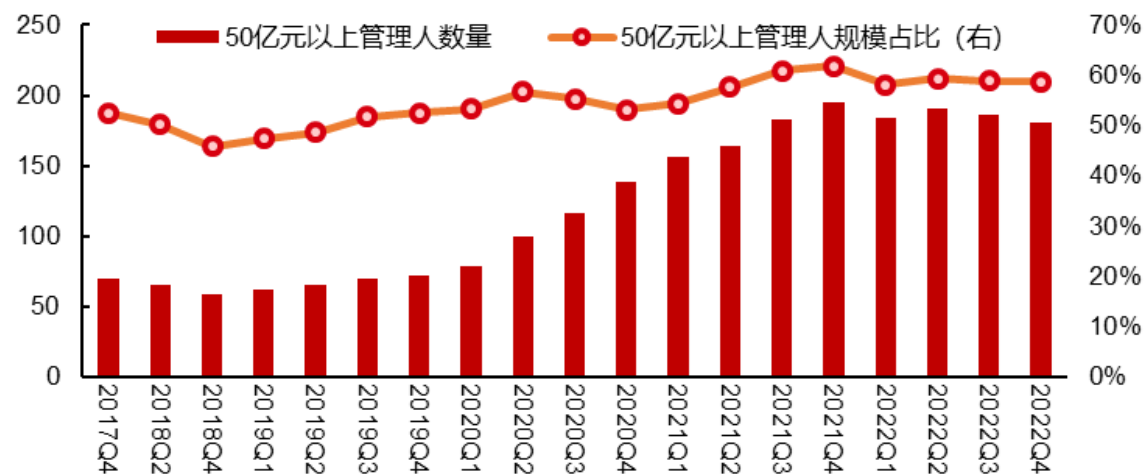
资料来源：中国基金业协会，中信证券研究部测算（注：最新季度数据为中信证券研究部测算）。

资料来源：中国基金业协会，中信证券研究部 注：上述数据为中信证券研究部测算

# 私募证券投资基金：头部化格局

- 2022年管理资产规模50亿元以上的私募管理人数量为181家。
- 我们测算年末头部管理人合计管理人规模约为3.29万亿元，占整个私募证券投资基金行业规模的比例约为58.7%。

## 50亿元以上私募证券投资基金管理人数量及资产管理规模占比（测算）



资料来源：中国基金业协会，中信证券研究部 注：规模及占比数据为中信证券研究部测算

## 外资管理人：规模50亿元以上管理人增至4家

- **2022年外资私募管理人新备案3家，同时3家注销，总数量降为35家。**其中新增的管理人为道泰量合、安盛私募、胜利私募，注销的3家管理人为富达利泰、韩华投资、联博汇智。
- **截至2022Q3，已有4家外资私募管理人资产规模达到50亿元以上，分别为桥水、元胜、腾胜、德邵，基本上为量化策略管理人或者以量化策略为主。**
- **从规模区间的变化来看，2022年腾胜投资和德邵投资出现显著增长，其规模区间从20~50亿元升至50~100亿元。**

管理规模居前的外资私募证券投资基金管理人列表及区间变化（10亿元以上）

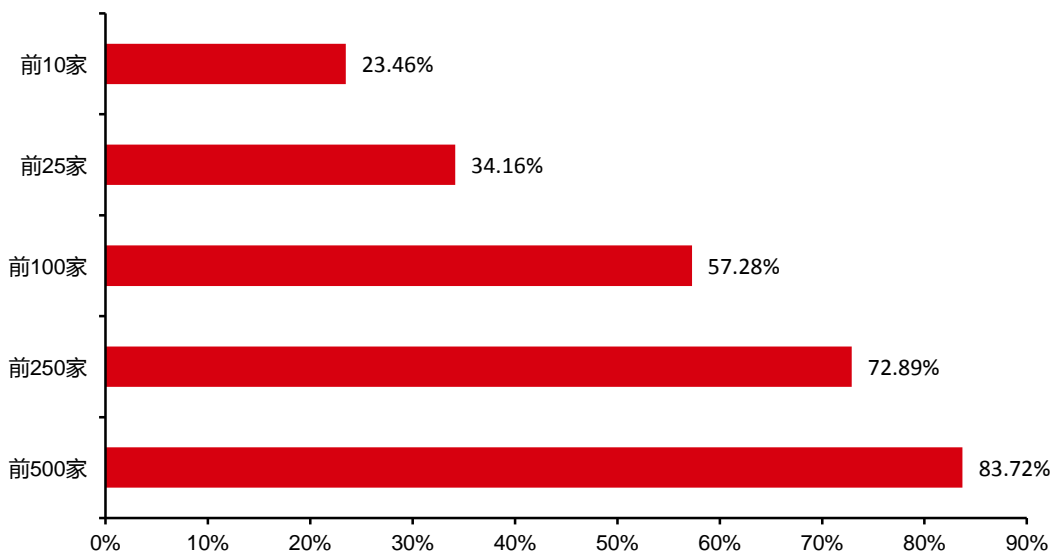
登记编码	管理人名称	主要策略类型	2021Q4管理规模	2022Q3管理规模	规模区间变动
P1068515	桥水（中国）投资管理有限公司	宏观	100亿元以上	100亿元以上	--
P1068514	元胜投资管理（上海）有限公司	CTA	50~100亿元	50~100亿元	--
P1070191	腾胜投资管理（上海）有限公司	CTA	20~50亿元	50~100亿元	↑
P1069720	德劭投资管理（上海）有限公司	CTA	20~50亿元	50~100亿元	↑
P1071475	润晖投资管理(天津)有限公司	股票	20~50亿元	20~50亿元	--
P1032907	瑞银资产管理（上海）有限公司	股票、债券	20~50亿元	20~50亿元	--
P1064565	英仕曼（上海）投资管理有限公司	CTA	10~20亿元	10~20亿元	--
P1065769	惠理投资管理（上海）有限公司	股票	10~20亿元	10~20亿元	--

资料来源：中国基金业协会，中信证券研究部

# 国内私募证券投资基金管理人集中度非常高

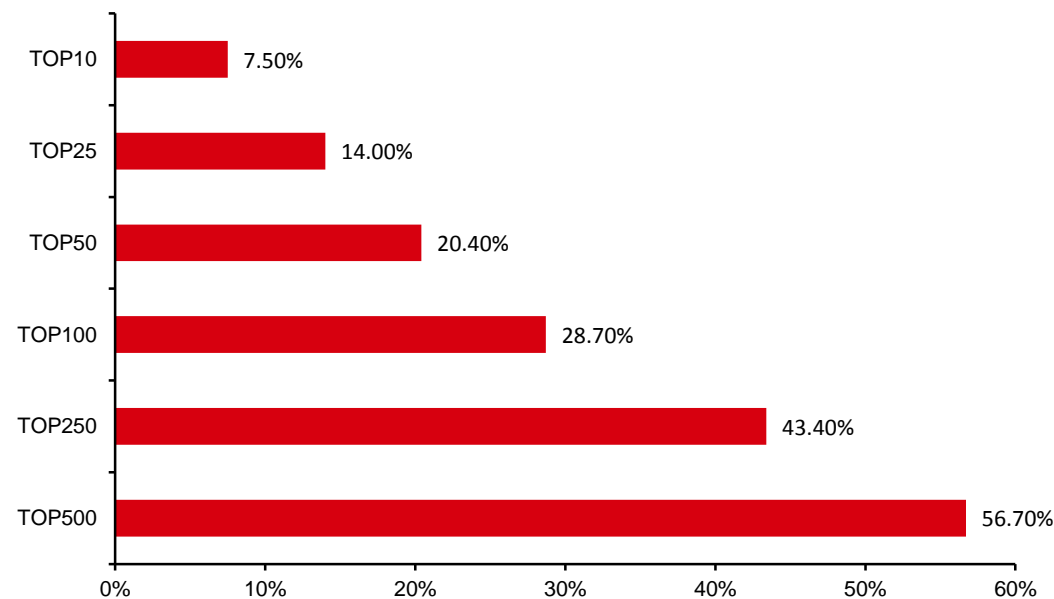
- 中国：前100家：57%，前250家：73%，前500家84%
- 美国：前100家：29%，前250家：44%，前500家57%

### 2020Q4私募证券投资基金行业集中度



资料来源：中国证券投资基金业协会

### 2020Q3美国对冲基金行业集中度

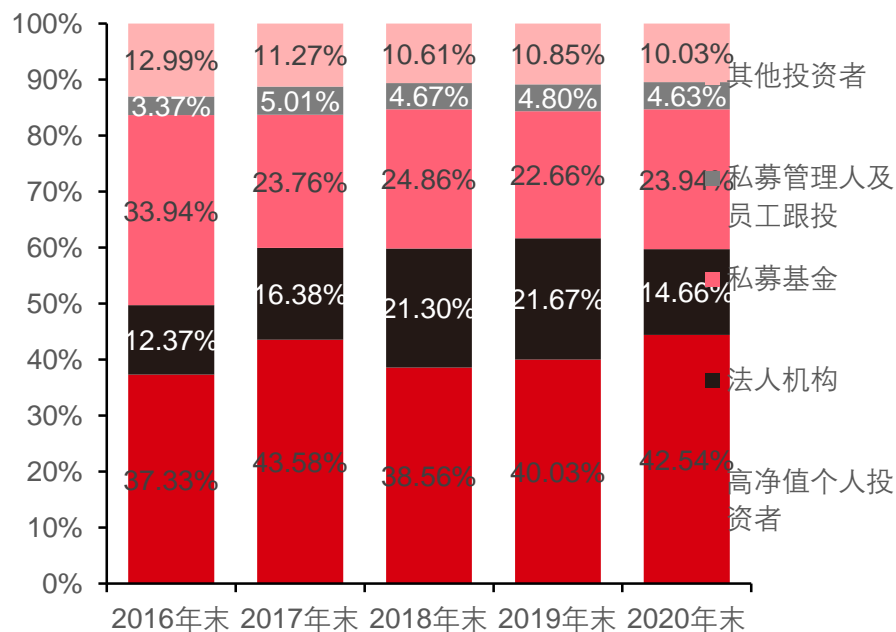


资料来源：SEC，中信证券研究部

# 私募证券投资基金投资者：高净值个人客户为主，穿透计算金额占比过半

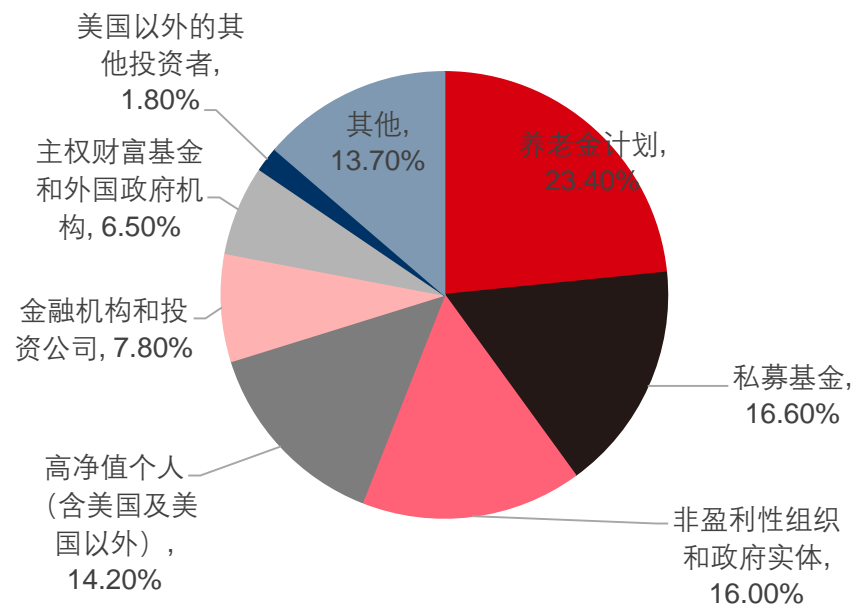
- 截至2020年末，高净值个人客户金额占比最高为42.54%，法人机构客户占比呈现下降趋势。
- 相比之下，美国对冲基金的投资者主要为机构客户，截至2020年三季度末机构客户合计占比为53.7%，而高净值个人客户占比仅为14.2%。

### 2016~2020年末私募证券投资基金的投资者结构



资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

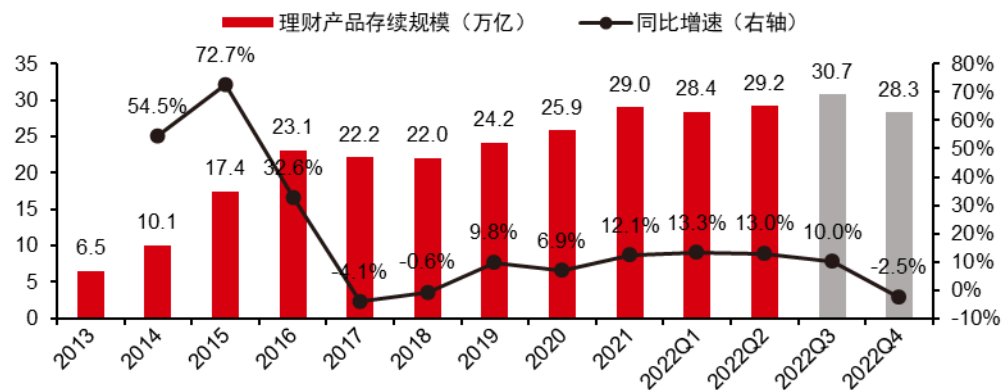
### 2020年三季度末美国合格对冲基金的投资者结构



资料来源：SEC，中信证券研究部

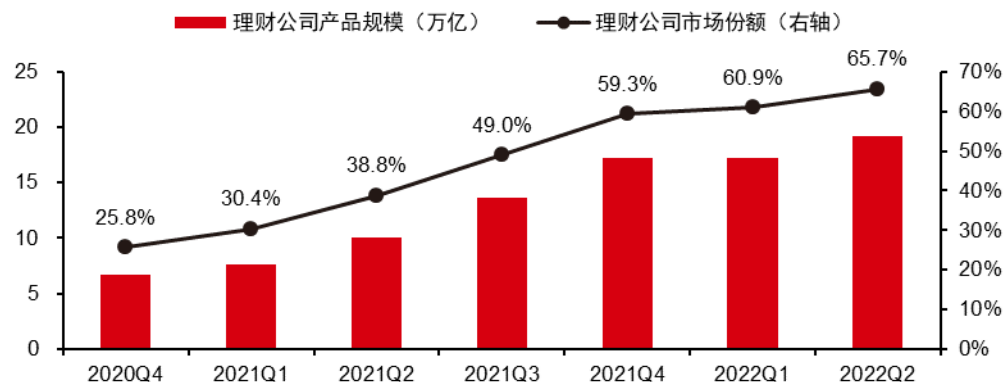
## 1.4 银行理财：估算存续规模约28.3万亿

### 理财产品存续规模及增速



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：2022Q2及之前数据为理财业登记托管中心公布的官方数据，2022Q3及Q4数据为结合普益标准数据进行的外推预测数据，可能存在与后续官方披露数据不一致的情况。

### 理财公司产品存续规模及市场份额



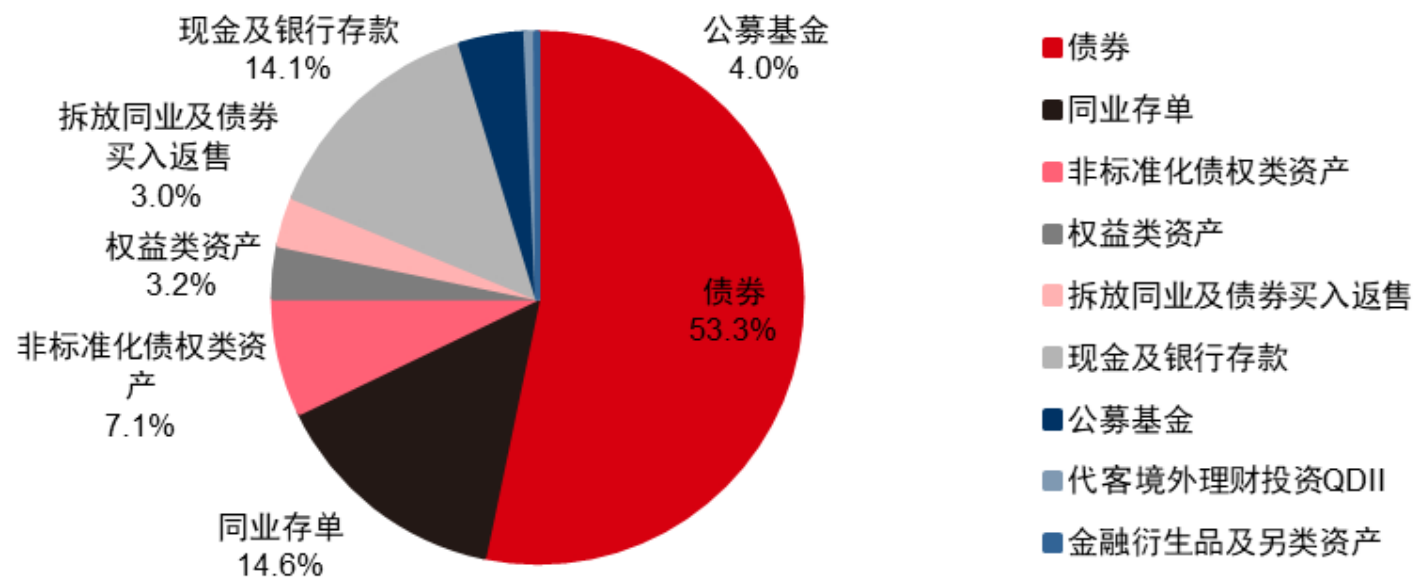
资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部

- **官方数据：**截至2022Q2，共293家银行机构和25家理财公司存续有理财产品，产品存续数量3.56万只，存续规模29.15万亿。
- **估算数据：**底层资产波动、理财资金赎回，结合可得样本规模季度环比变动数据，我们估算2022Q4理财产品存续规模约28.3万亿。
- **理财公司：**随着“资管新规”过渡期的正式收官与理财公司的健康发展，理财公司市场份额占比稳步提高，从2020Q4的25.8%增长至2022Q2的65.7%。我们估算2022Q4理财公司产品规模超21.2万亿，市场份额占比超75%。

## 理财配置：债券仍为主要方向

- **截至2022Q2**：1) 债券类投资占比67.9%，包括债券投资（占比53.3%）以及同业存单投资（占比14.6%）；2) 非标资产投资占比7.1%；3) 权益类资产投资占比3.2%；4) 公募基金投资占比4.0%。

### 理财产品的资产配置



资料来源：银行业理财登记托管中心，中信证券研究部；注：1) 数据截至2022Q2；2) 2021年起理财登记托管中心对“非标准化债权类资产”的统计口径进行了调整，与之前的统计结果不具备时序可比性。

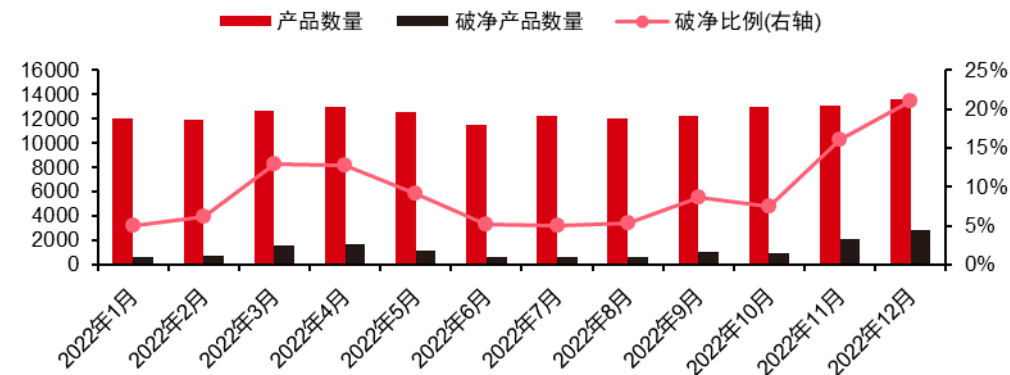
# 2022全年收益中枢约1.6%，理财产品“破净率”两度突破10%

## 理财公司非现金管理类理财产品的业绩统计（%）

		2022M12	2022Q4	2022H2	2022年
全样本	收益中枢	-0.20%	-0.32%	0.22%	1.55%
	样本数量	12503	11633	9772	6811
固定收益类	收益中枢	-0.17%	-0.30%	0.40%	2.00%
	样本数量	10528	9719	8044	5442
混合类	收益中枢	-0.44%	-0.45%	-1.12%	-2.13%
	样本数量	1783	1732	1605	1280
权益类	收益中枢	0.24%	0.80%	-0.52%	-0.47%
	样本数量	124	133	114	89
商品及金融衍生品类	收益中枢	0.48%	4.77%	-4.94%	—
	样本数量	68	49	9	0
国有行理财公司	收益中枢	-0.19%	-0.37%	-0.07%	0.56%
	样本数量	4851	4518	3820	2790
股份行理财公司	收益中枢	-0.22%	-0.33%	0.31%	1.94%
	样本数量	4226	3982	3436	2415
城商行理财公司	收益中枢	-0.18%	-0.06%	0.57%	2.50%
	样本数量	2893	2667	2168	1436
农商行理财公司	收益中枢	-0.35%	-0.50%	0.49%	2.69%
	样本数量	352	300	226	105
合资理财公司	收益中枢	-0.50%	-1.53%	-1.19%	-0.95%
	样本数量	181	166	122	65

资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1）统计基于截至12月末存续且有连续净值披露的非现金管理类理财产品；2）收益中枢为全部产品收益率的中位数。

## 理财公司非现金管理类理财产品的破净比例统计



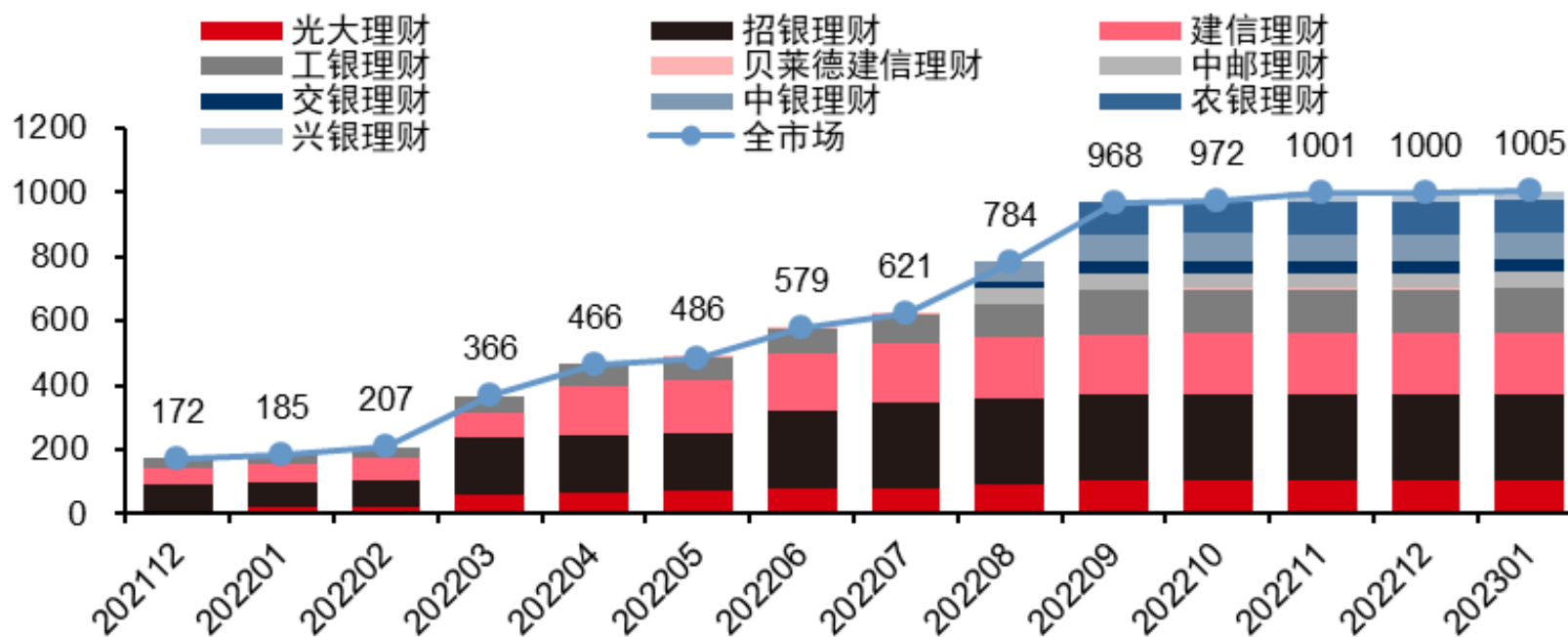
资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：统计基于当月有净值披露的非现金管理类理财产品。

- 2022年期间，受市场环境影响，理财产品业绩承压，“破净率”两度突破10%（4月、11月）。
- 全样本：全年收益中枢约1.55%。
- 投资类型：固定收益类、混合类、权益类全年收益中枢约2%、-2.13%、-0.47%。
- 机构类型：农商行>城商行>股份行>国有行>合资。

# 养老理财产品概况：数量51只，规模超千亿

- 截至2022年1月20日，10家理财公司存续的养老理财产品共51只，规模合计1005亿。
- 自2021年12月首批养老理财产品发行以来，整体规模稳步上升。

### 养老理财产品历史规模统计（亿）

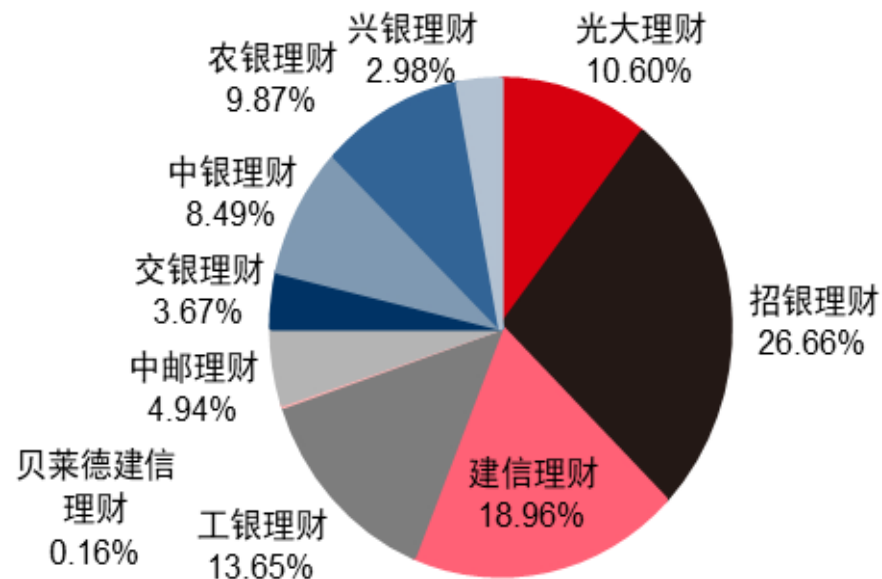


资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1) 统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异；2) 当统计截止日有规模数据披露时，以披露数据为主；若没有规模数据披露，以净值变动率推算规模数据；3) 数据截至2023/1/20。

# 养老理财市场格局：集中度较高，CR3占比超6成

- 市场集中度较高，CR3合计超6成。
- 招银理财、建信理财、工银理财的养老理财产品规模居前，分别占比27%、19%、14%。

### 养老理财产品市场格局



资料来源：普益标准，中信证券研究部；注：1) 统计基于规模数据可得理财产品，与全样本数据统计结果存在差异；2) 当统计截止日有规模数据披露时，以披露数据为主；若没有规模数据披露，以净值变动率推算规模数据；3) 数据截至2023/1/20。

# 八仙过海：三类主动策略型基金

---

- I. 主动权益：失去“话语权”后的业绩挑战
- II. 量化基金：体量万亿后的策略探索
- III. 公募债券：指数化的新增长领地

## 2.1 权益型和混合型头部基金公司

- **易方达继续领跑主动权益型和混合型基金。**主动权益型方面，前10名基金公司规模均超千亿元，其中易方达、中欧和广发基金位居前三，受四季度权益市场回暖及份额净流入影响，与三季度相比，前10名基金公司管理规模多有所上升。混合型基金方面，前10名基金公司的管理规模均超500亿元，其中易方达基金、广发基金、东证资管三家公司管理规模超1000亿元。

### 2022年主动权益型基金规模靠前的基金公司（亿元）

基金公司	基金类别	规模合计	基金数	规模变化
易方达基金	主动权益型	2676	49	98
中欧基金	主动权益型	2155	62	56
广发基金	主动权益型	1889	87	47
汇添富基金	主动权益型	1852	75	6
富国基金	主动权益型	1781	85	-30
景顺长城基金	主动权益型	1672	60	20
嘉实基金	主动权益型	1609	92	43
工银瑞信基金	主动权益型	1289	64	-1
交银施罗德基金	主动权益型	1254	34	85
华夏基金	主动权益型	1232	77	-12

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：规模变化是相对2022年三季度

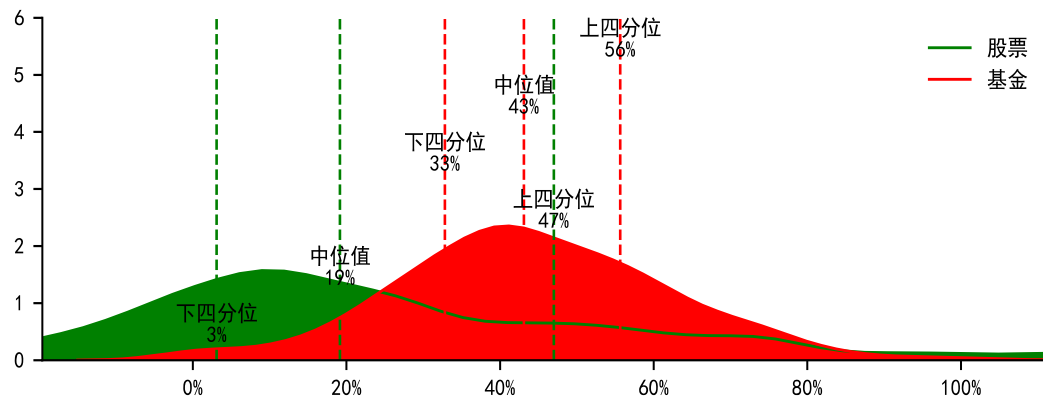
### 2022年混合型基金规模靠前的基金公司（亿元）

基金公司	基金类别	规模合计	基金数	规模变化
易方达基金	混合型	1433	75	-177
广发基金	混合型	1313	65	-149
东证资管	混合型	1028	47	-43
南方基金	混合型	959	69	-67
华夏基金	混合型	726	47	-63
中欧基金	混合型	720	34	-51
招商基金	混合型	656	55	-115
安信基金	混合型	651	32	-112
兴证全球基金	混合型	603	8	2
富国基金	混合型	569	40	-16

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：规模变化是相对2022年三季度

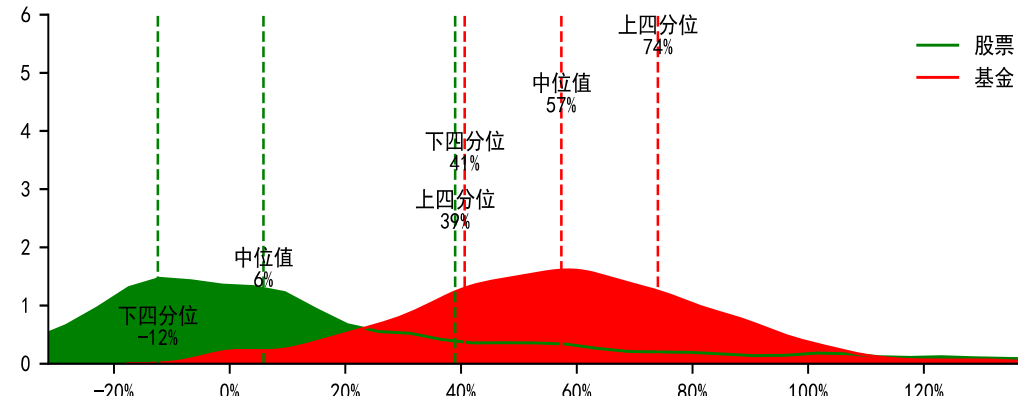
# 2022年，股票及偏股基金的整体业绩分布受到挑战

## 2019年中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布



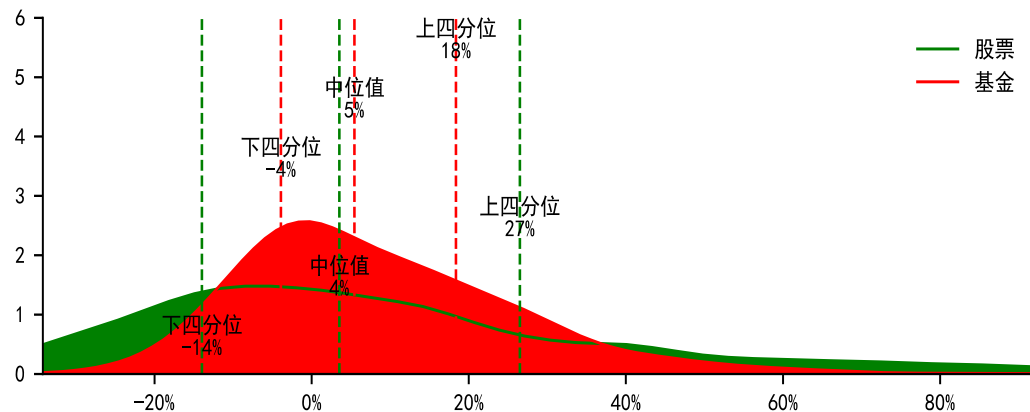
资料来源：Wind，中信证券研究部；  
注：主动股基包括普通股票型基金、偏股混合型基金。

## 2020年中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布



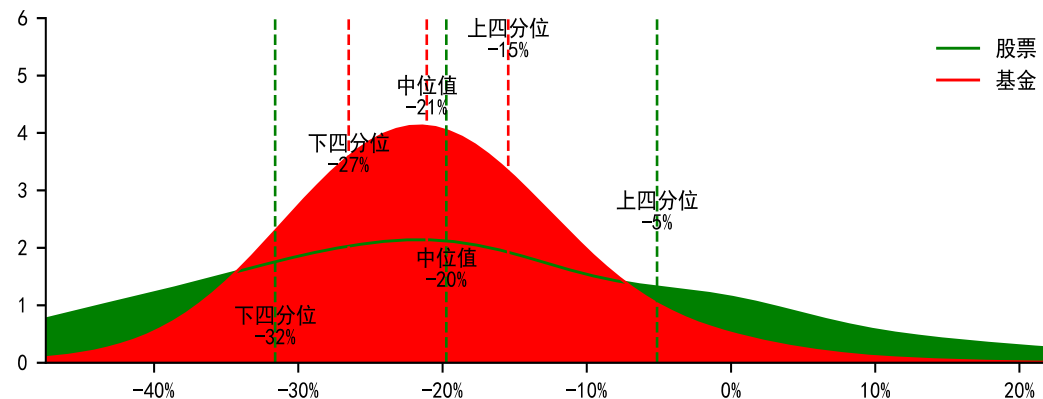
资料来源：Wind，中信证券研究部；  
注：主动股基包括普通股票型基金、偏股混合型基金。

## 2021年中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布



资料来源：Wind，中信证券研究部；  
注：主动股基包括普通股票型基金、偏股混合型基金。

## 2022年中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布

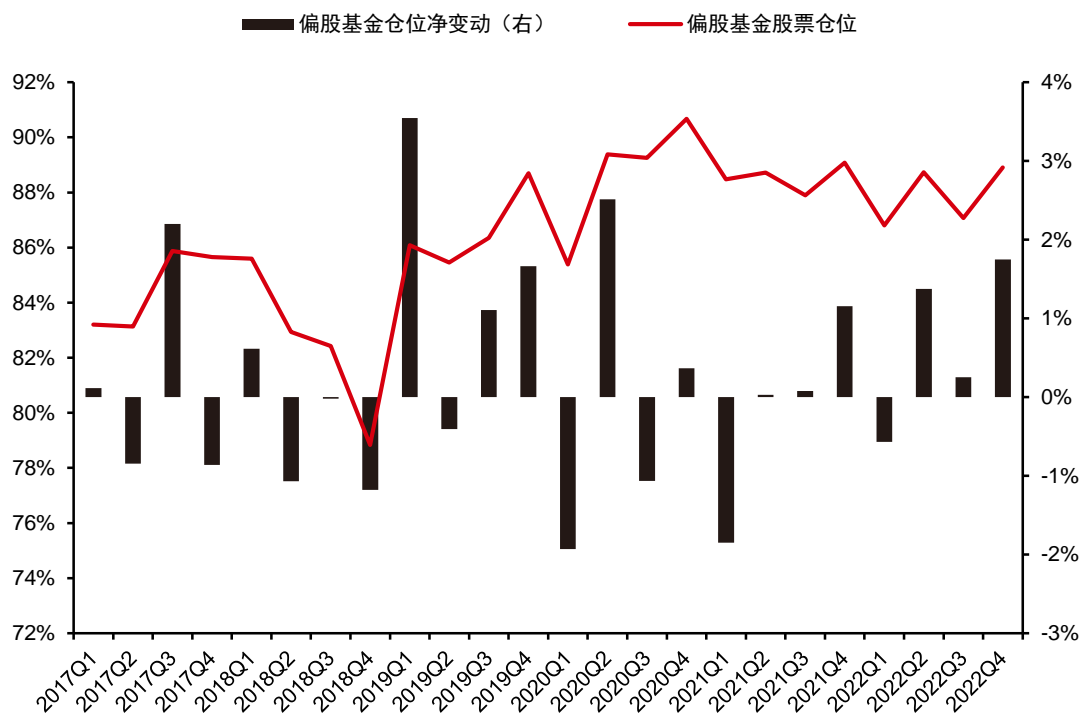


资料来源：Wind，中信证券研究部；  
注：主动股基包括普通股票型基金、偏股混合型基金。

# 公募基金存量资金中现金头寸边际可流动比例有限

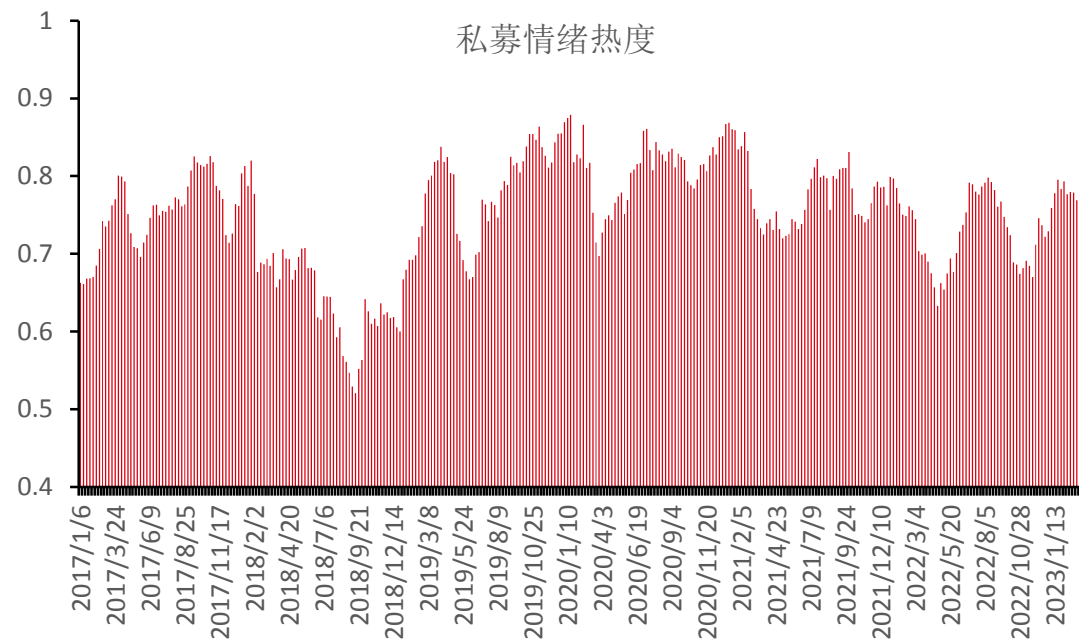
- 公募基金：偏权益且仓位变动灵活度较高的偏股型基金近三年仓位在85%-91%区间内变动，2022Q4整体仓位88.91%。
- 私募基金：活跃私募证券投资机构近三年的股票情绪热度在0.63-0.83区间变动，2023年3月底热度水平在0.78左右，可变空间只有5%左右。

偏股基金仓位及基金仓位净变动



资料来源：wind，中信证券研究部

私募证券投资机构中活跃私募风险偏好水平

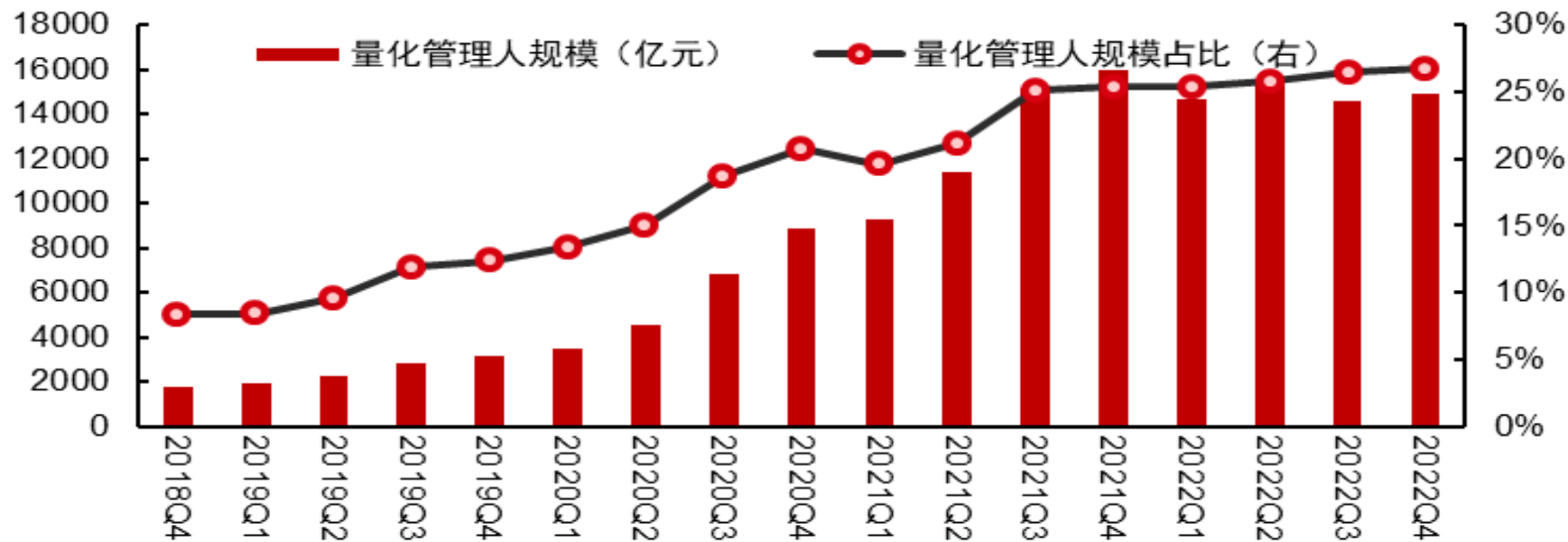


资料来源：朝阳永续，中信证券研究部

## 2.2 量化私募：产品规模突破万亿，管理人结构分化

- 量化私募延续“总量增长、结构分化、策略迭代”的发展特征。2019年规模从约1500亿元增至2820亿元（+88%），2020年增长至8850亿元（+204%），2021年上半年突破1万亿元。
- 截止2022年末量化私募管理人整体资产规模约为1.50万亿元；行业占比约26%。

2018Q4以来私募管理人管理规模持续扩张（估算）



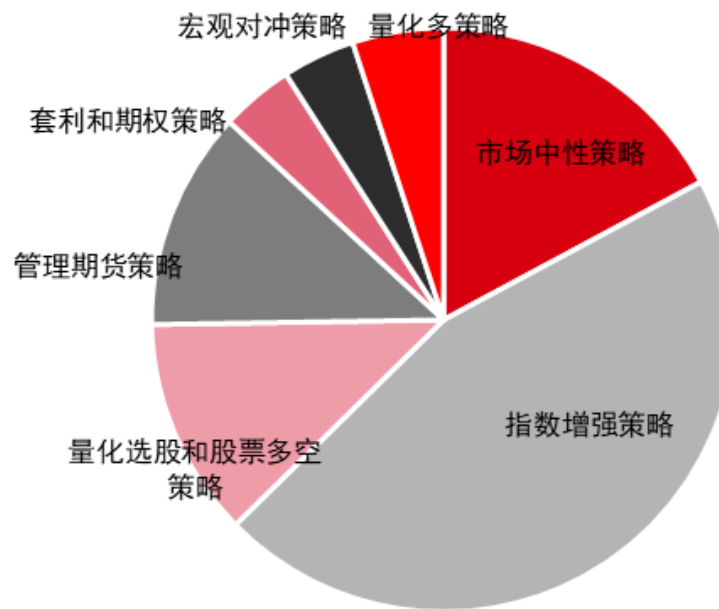
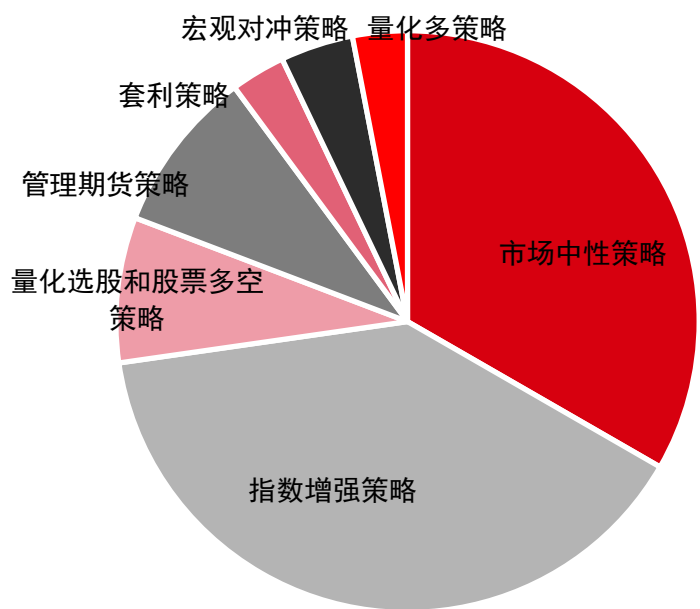
资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部估算；

注：估算数据参见《私募证券基金行业2022年回顾与展望—业绩和规模下行明显，价值彰显有望反弹》（2023.2.9）。

# 量化私募策略：走向多元化

- 策略类型来看，股票量化类仍为主体，策略类型从中性策略向指数增强、量化选股、股票多空等策略方向发展。
- 在期货市场持仓量和成交量不断增长的背景下，CTA策略也获得快速发展。
- 期权品种扩容，绝对收益策略类型逐渐丰富。

按量化策略类型划分的规模分布（2021年和2022年对比）

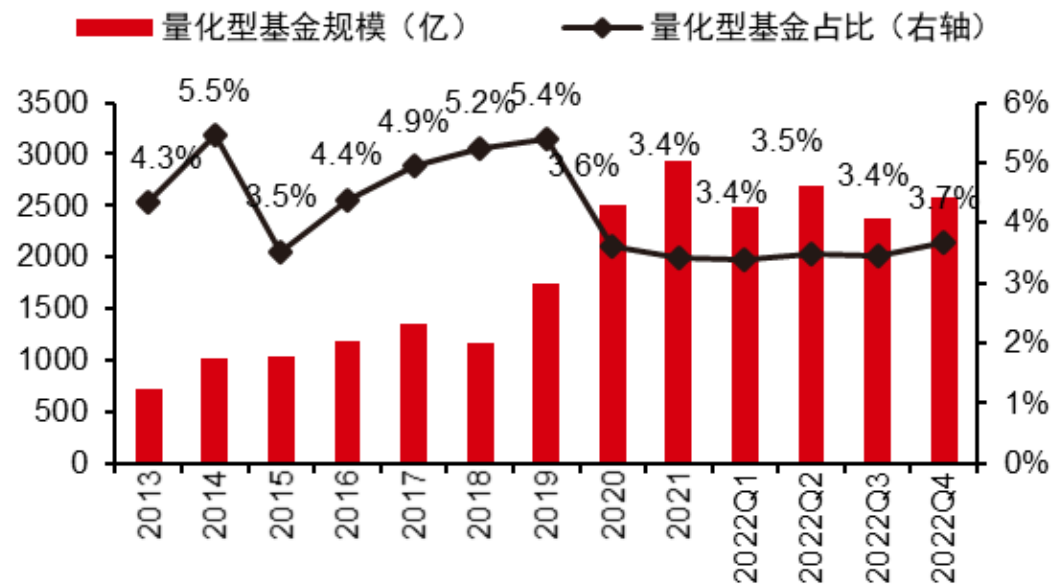
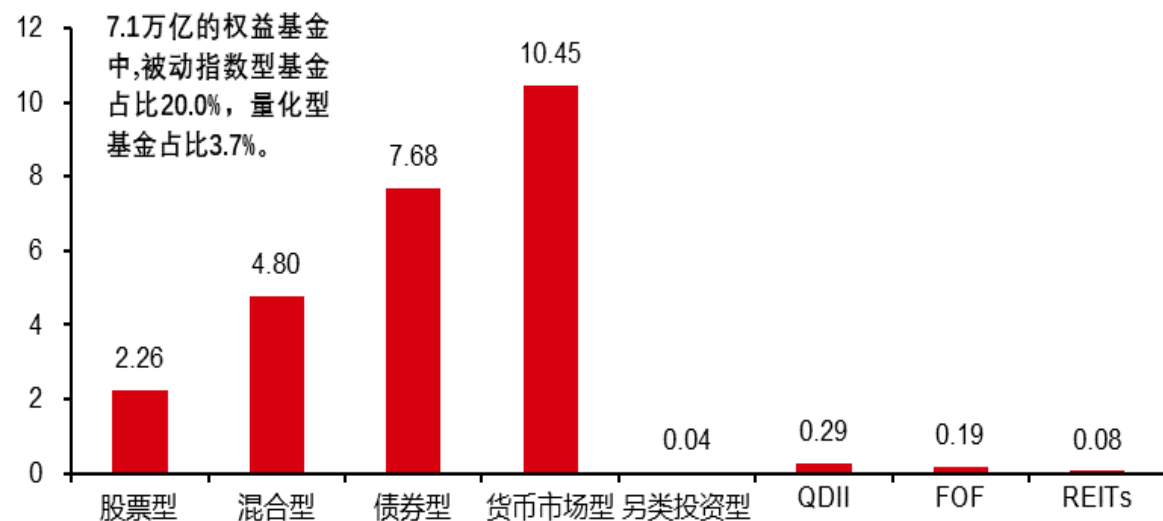


资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部估算

# 公募量化：在权益公募基金中规模占比仅约3.4%

- 权益公募基金（股票型和混合型合计）规模约7.1万亿，环比上升1.8%；在全部公募基金中的占比约27.0%。
- 量化类公募基金在权益公募基金中的占比约3.7%；相比于2021年末和2022年前三季度，占比有显著上升。

### 公募基金规模分布（单位：万亿元）

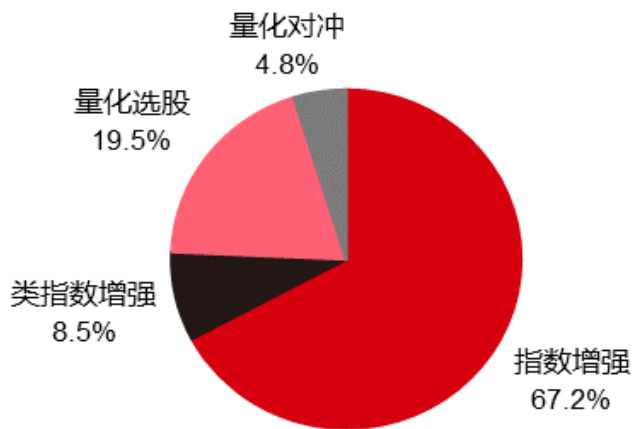


资料来源：Wind，中信证券研究部；注：1) 其中权益类基金包含股票型基金与混合型基金；2) 数据截至2022Q4。

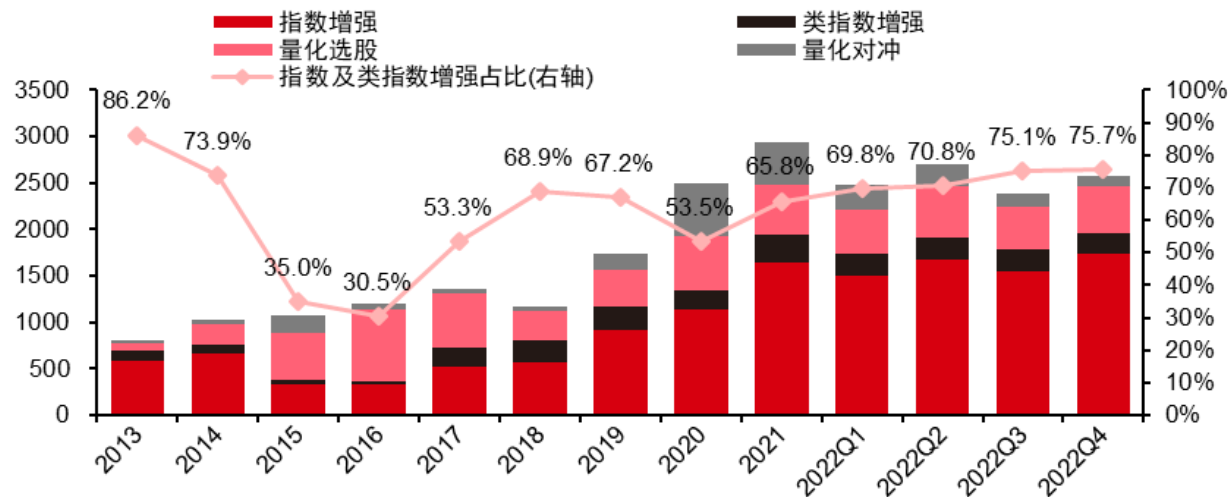
# 公募量化：指数增强和类增强产品规模占比超过3/4

- **2022Q4期间，量化型基金规模略有回升：**
  - 量化型基金规模从2381亿元回升至2583亿元，市场热度并未因收益下滑而缩减；分策略来看，指数增强产品扩张超190亿，量化对冲产品规模连续五个季度下降。
- **结构上看，指数增强和类增强产品占比超过75%：**
  - 公募量化基金内部，指数增强基金占比67.2%、量化选股基金占比19.5%、类指数增强基金占比8.5%；量化对冲基金占比仅为4.8%。

公募量化基金的策略类型分布



公募量化基金的管理规模与策略类型分布（单位：亿）



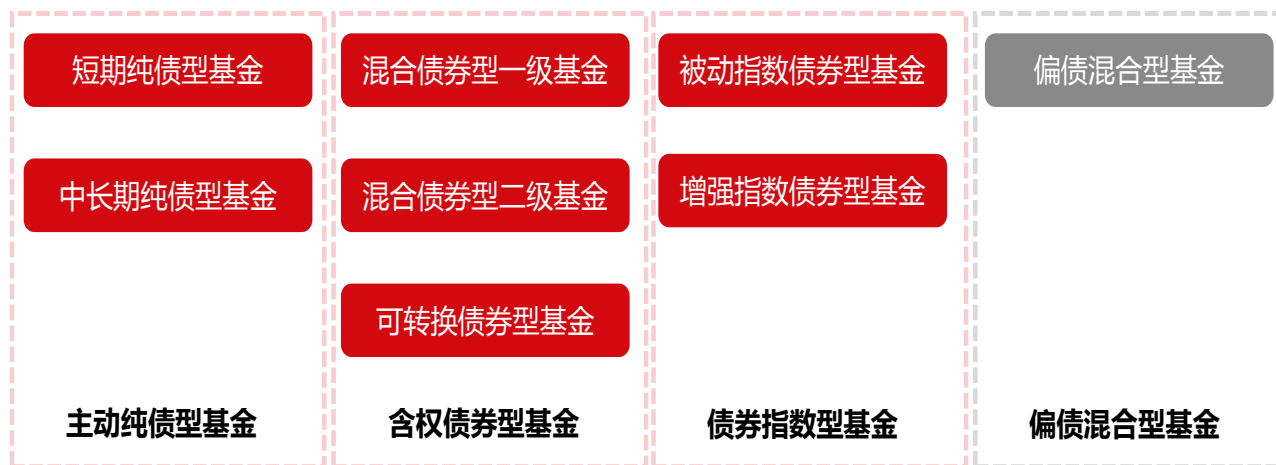
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：（1）数据截至2022Q4；（2）类指数增强型策略的筛选标准包括：最近3年该基金和特定股票指数之间的年化跟踪误差均小于10%；最近4个季度披露的股票仓位均须在85%以上。

资料来源：Wind，中信证券研究部；注：类指数增强型策略的筛选标准包括：最近3年该基金和特定股票指数之间的年化跟踪误差均小于10%；最近4个季度披露的股票仓位均须在85%以上。2）数据截至2022Q4。

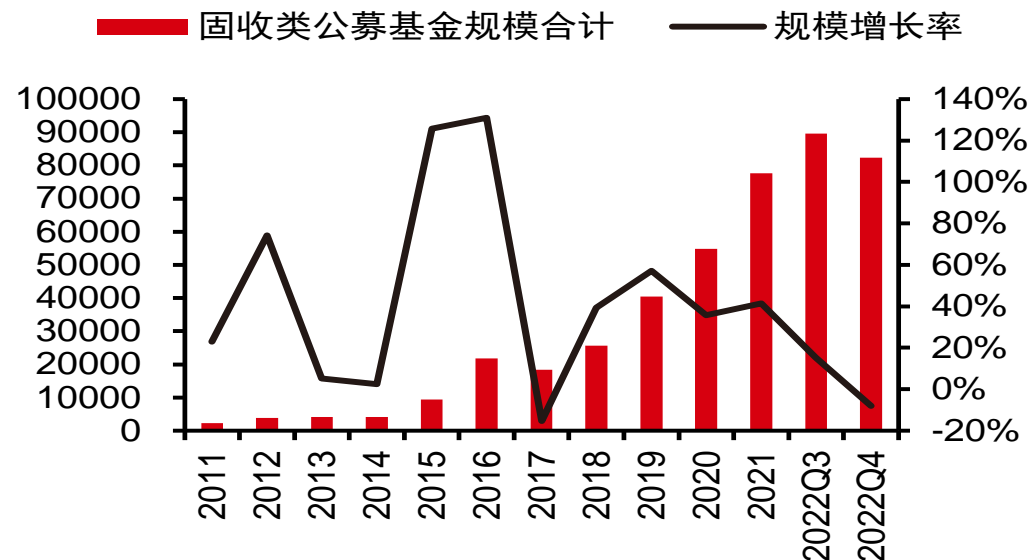
## 2.3 公募债券及偏债类基金最新规模为8.23万亿元

- 公募固收类基金最新规模为8.23万亿元，相较三季度末稍有回落。
- 截至2022年末，国内公募固收类基金管理规模与管理份额分别为8.23万亿元和7.63万亿份，相较三季度末稍有回落。管理规模较三季度末减少7187亿元，环比下降8.03%；管理份额减少3824亿份，环比下降5.92%
- 若与2021年末比较，管理规模增加4700亿元，同比增幅6.05%；管理份额增加6319亿份，同比增幅8.98%。

固收类公募基金图谱



历年固收类基金规模及其增长率（单位：亿元，%）



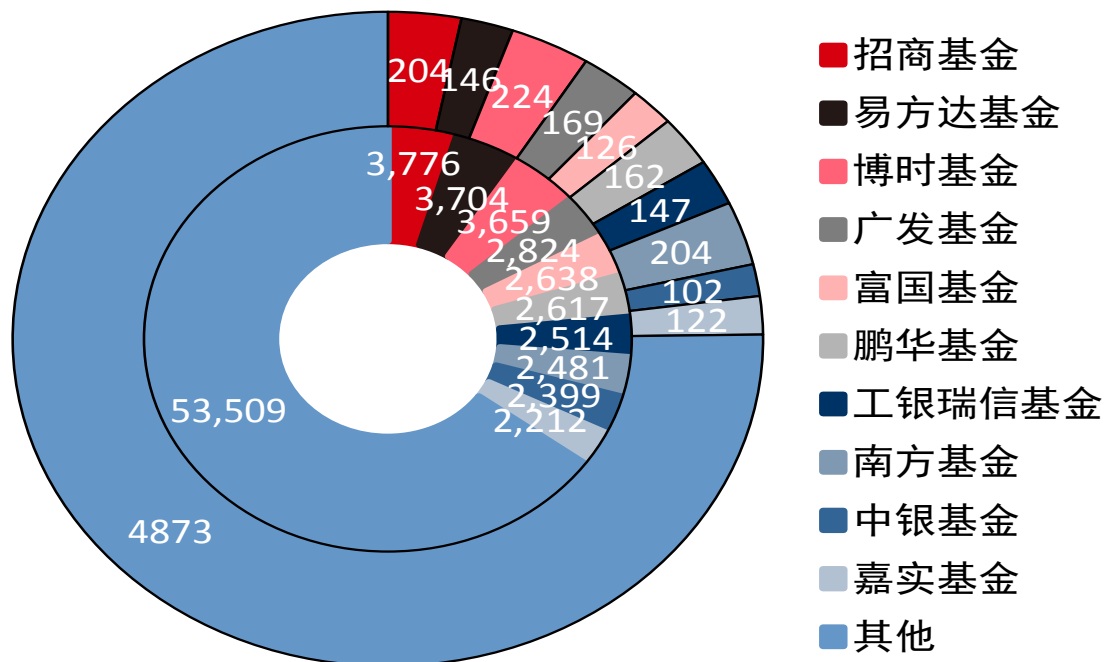
资料来源：Wind，中信证券研究部。

资料来源：Wind，中信证券研究部

# 竞争格局：固收头部基金公司管理规模份额占比整体稳定

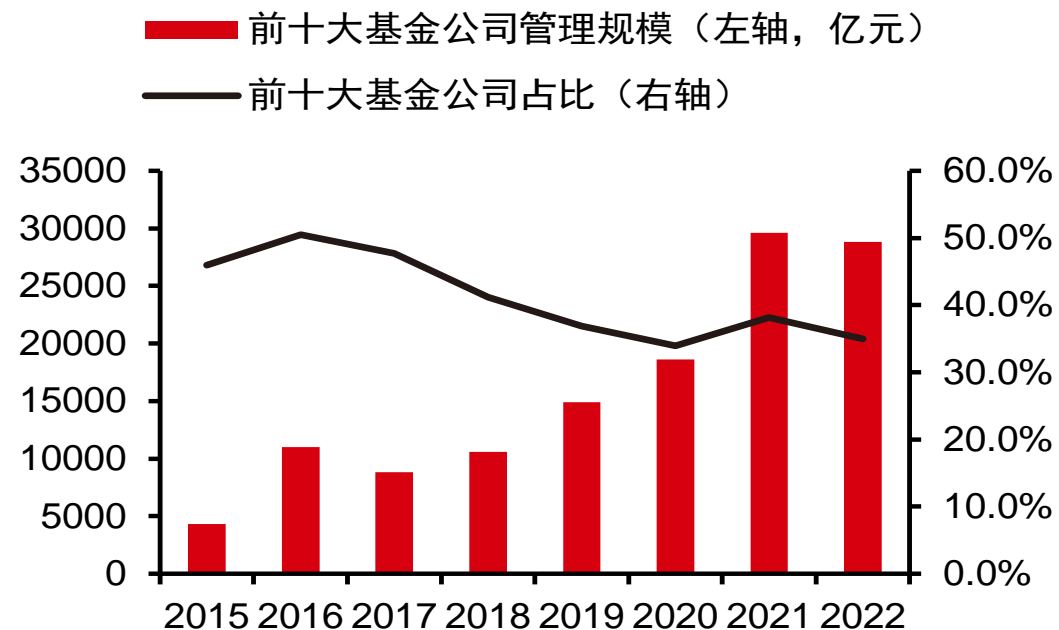
- 固收类基金头部基金公司管理规模合计占比为35%。
- 自2020年以来，固收类基金头部10家基金公司管理规模市场集中度相对稳定，规模占比维持在35%左右。2022年末为35.01%，较三季度末稍有下降。固收类基金管理规模超千亿的基金公司数量由29家下降至27家。易方达基金、博时基金与招商基金管理规模依旧保持前三。

2022年四季度基金公司固收类基金数量与规模（只，亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

历年前十大基金公司固收类基金规模占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

# 中长期纯债和混合债券头部基金公司

- 博时基金、招商基金和中银基金在中长期纯债型基金中居前，易方达基金持续领跑混合债券型基金。中长期纯债型基金方面，管理规模前十的公司规模均超千亿元，其中博时基金、招商基金和中银基金持续位居前三。混合债券型基金方面，管理规模居首的易方达基金规模缩至1970亿元，连续三个季度规模大幅缩水，但领先优势依然巨大。

### 2022年中长期纯债基金规模靠前的基金公司（亿元）

基金公司	基金类别	规模合计	基金数	规模变化
博时基金	中长期纯债型	2386	99	-479
招商基金	中长期纯债型	2002	46	8
中银基金	中长期纯债型	1874	36	45
永赢基金	中长期纯债型	1499	49	-122
工银瑞信基金	中长期纯债型	1483	27	-42
富国基金	中长期纯债型	1400	30	-275
鹏华基金	中长期纯债型	1312	43	-271
嘉实基金	中长期纯债型	1297	35	190
南方基金	中长期纯债型	1217	54	28
广发基金	中长期纯债型	1175	41	-55

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：规模变化是相对2022年三季度

### 2022年混合债券型基金规模靠前的基金公司（亿元）

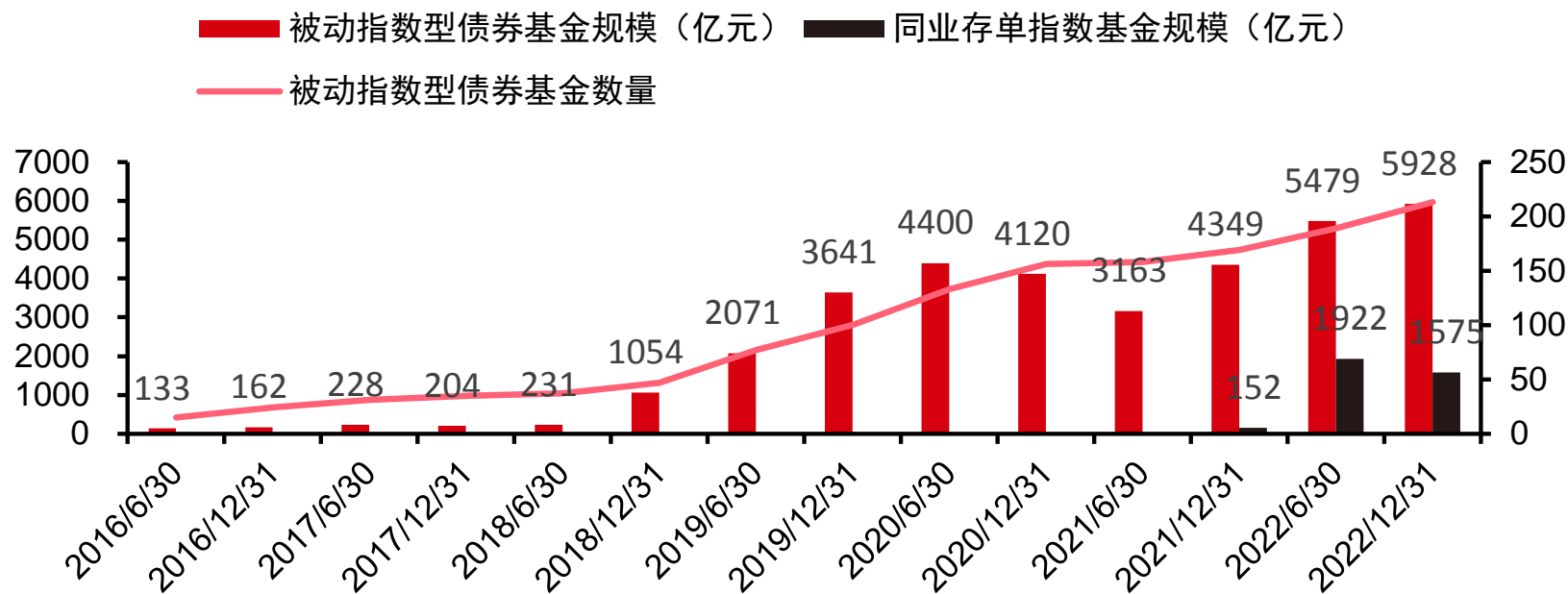
基金公司	基金类别	规模合计	基金数	规模变化
易方达基金	混合债券型	1970	13	-462
招商基金	混合债券型	999	22	-186
天弘基金	混合债券型	864	19	-123
富国基金	混合债券型	795	19	-165
广发基金	混合债券型	703	23	-56
景顺长城基金	混合债券型	630	15	-111
鹏华基金	混合债券型	595	27	-174
工银瑞信基金	混合债券型	526	19	-85
汇添富基金	混合债券型	480	20	2
华夏基金	混合债券型	335	22	-53

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：规模变化是相对2022年三季度

## 债券指数基金：不容忽视的配置工具

- 债券指数基金自2018年以来发展迅速，截至2022年末基金数量由2017年末的35只增加至213只，基金规模亦增长至5928亿元。整体而言，债券指数基金已成为固收基金市场的重要组成部分。其中2021年末诞生的新产品类型——同业存单指数基金在过去一年受到市场热捧，截至2022年末全市场共有45只产品，总规模约1575亿元。

### 债券指数基金规模、数量再创新高



# 债券指数基金：不容忽视的配置工具

## 利率债产品谱系日臻完善，综合指数布局有待提速

一级分类	二级分类	指数期限	产品数量	
利率债	地方政府债	0-4 年	1	
		10 年	1	
		5 年	2	
		综合	1	
	国开债	0-2 年	2	
		0-3 年	3	
		1-3 年	28	
		1-5 年	12	
		3-5 年	11	
		5-10 年	2	
		5 年	1	
		7-10 年	5	
		国债	3-5 年	1
			5 年	1
	5-10 年		1	
	10 年		2	
	进出口行债	1-5 年	2	
		0-5 年	1	
		1-3 年	12	
		1-5 年	2	
		3-5 年	3	
		5-10 年	1	
	农发债	综合	1	
		1-3 年	20	
		1-5 年	17	
		3-5 年	9	
7-10 年		1		
政金债	1 年以上	1		
	1-3 年	1		
	综合	1		

一级分类	二级分类	指数期限	产品数量
信用债	城投债	0-5 年	1
		综合	1
		短融	3
	信用债（综合）	0-3 年	1
		1-3 年	2
		综合	5
		1-3 年	2
	央企	0-4 年	1
		0-5 年	1
		综合	1
同业存单	同业存单	-	47
可转债	-	综合	2
综合	-	-	2

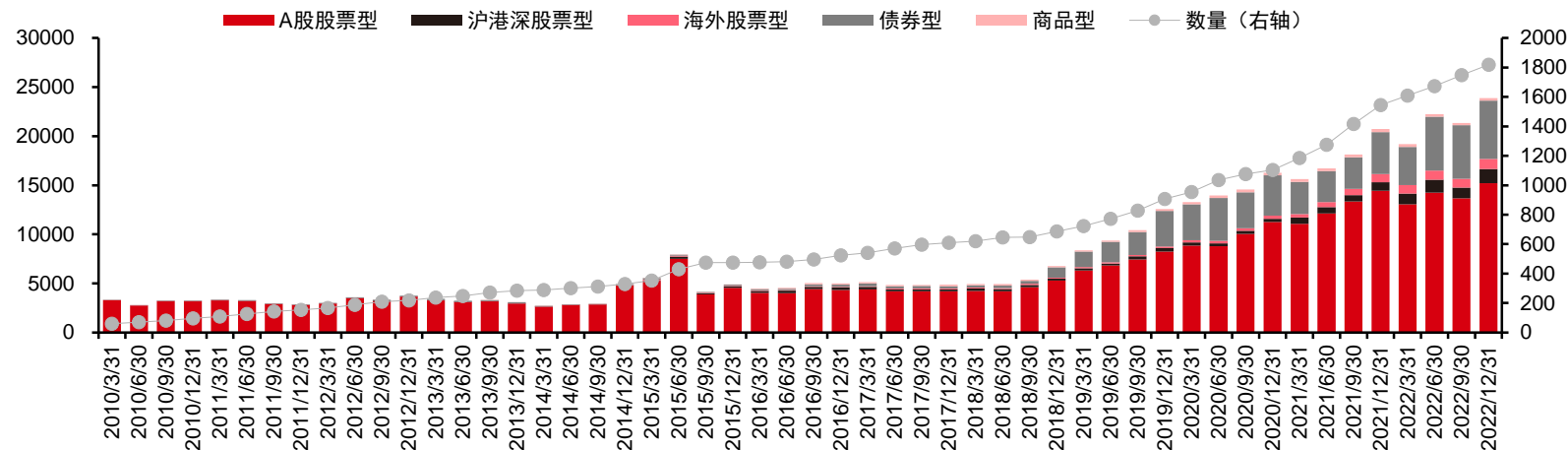
## 资产“性格”：三类特定类别公募工具

---

- I. 指数基金：资产基准的可投资化呈现
- II. QDII基金：出海多资产配置的桥梁
- III. FOF：家庭财富管理的必要工具

## 3.1 指数基金：资产基准的可投资化呈现

### 全市场不同资产类型的指数基金规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部，规模单位为亿元

### 2022年末全市场各大类资产公募基金中指数基金的数量和规模

资产类别	指数基金数量	指数基金规模（亿元）	指数基金数量变化	指数基金规模变化（亿元）	规模变化比例
A股股票型	1332	15223.77	182	777.63	5.38%
沪港深股票型	183	1425.79	40	566.68	65.96%
海外股票型	58	1040.70	13	200.51	23.86%
债券型	211	5941.15	35	1665.57	38.96%
商品型	35	236.26	5	-71.14	-23.14%
<b>合计（非货币）</b>	<b>1819</b>	<b>23867.67</b>	<b>275</b>	<b>3139.25</b>	<b>15.14%</b>

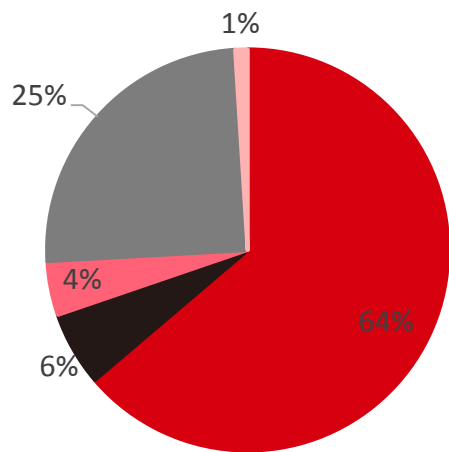
资料来源：Wind，中信证券研究部，规模单位为亿元 注：规模变化数据相比于2021年末，基金规模计算剔除ETF联接基金

# 2022年指数基金规模逆市增长至2.39万亿元

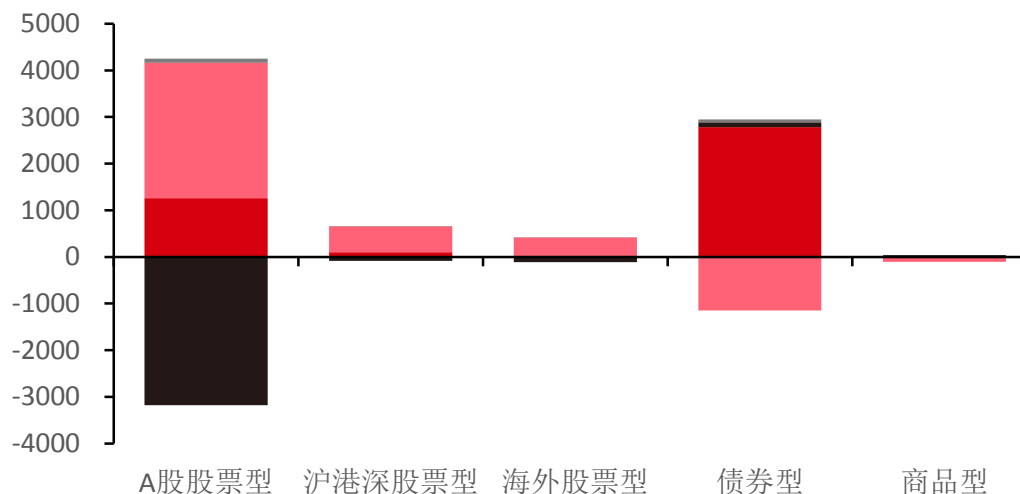
- **2022年全类别指数基金规模增加3139亿元至2.39万亿元**
  - 截至2022年末，全市场111家机构管理1819只不同资产类别的指数基金，资产管理规模合计2.39万亿元（不计ETF联接基金）。
- **2022年A股股票型指数基金规模小幅增长，新产品成立和净申购分别贡献1262亿元和2900亿元的规模增量。**
- **沪港深股票型和海外股票型指数基金规模增幅较大，2022年二者规模分别增长了66%和24%。**
- **债券型指数基金规模增加1666亿元至5941亿元，新产品成立贡献2783亿元规模增量。**

2022年各类型指数基金存量规模分布与增量规模贡献

■ A股股票型 ■ 沪港深股票型 ■ 海外股票型 ■ 债券型 ■ 商品型



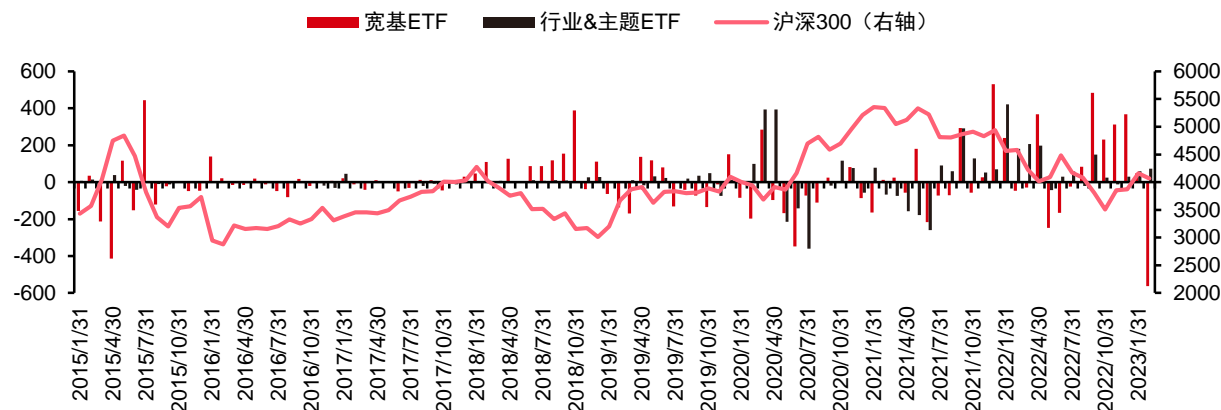
■ 新成立 ■ 净值变化 ■ 申赎 ■ 分红



# 国内ETF达到767只，管理规模1.64万亿元

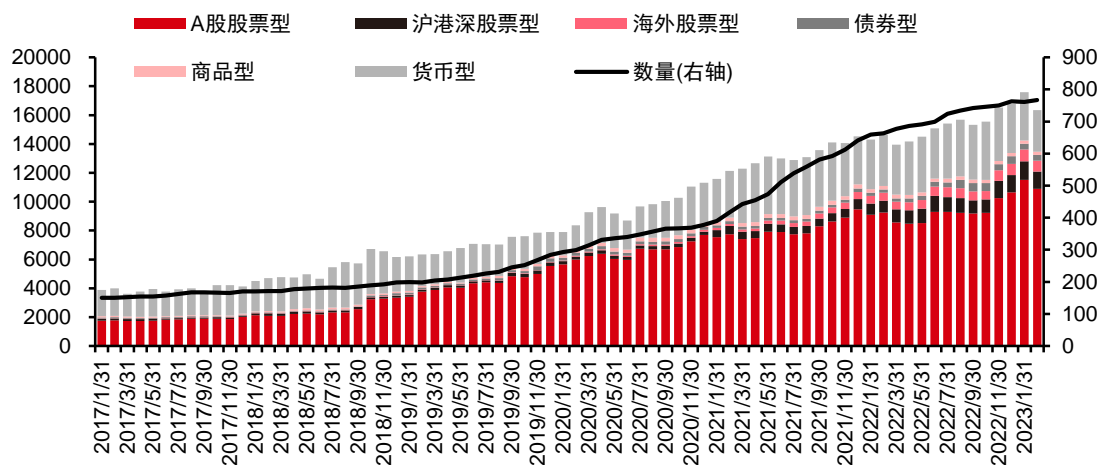
- 截至2023年2月28日，沪深两市已上市交易的ETF基金767只，资产管理规模合计16366亿元。
- A股ETF中，宽基ETF规模达到5444亿元，行业&主题ETF规模达到5139亿元。
- 剔除首发，2015年以来宽基ETF净申购960亿元，主题&行业ETF净申购1758亿元。
- 宽基ETF月度净申购与沪深300相关系数为-0.09，行业&主题ETF月度净申购与沪深300相关系数为-0.03。

## A股宽基、行业&主题ETF月度净申赎金额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ETF月度数量和资产管理规模



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：规模单位为亿元；数据截至2023-02-28

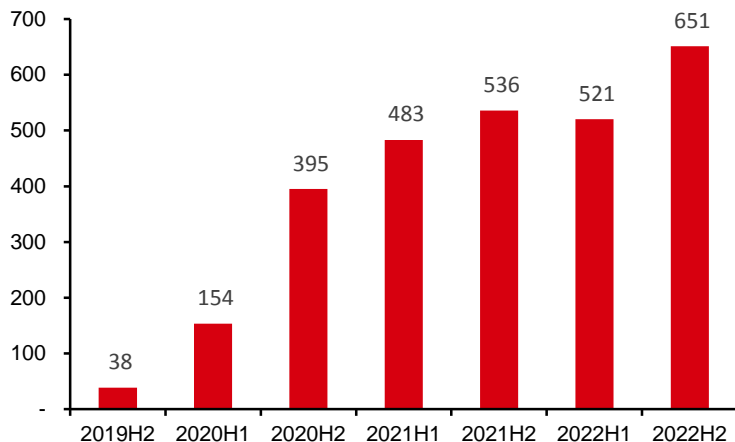
## 2023年2月ETF数目与资产管理规模变化统计数据

板块类别	数量	资产管理规模 (亿元)	近一月日均成交额 (亿元)	规模占比
<b>A股股票型</b>	582	10895.61	426.63	66.70%
宽基	159	5443.67	238.21	33.32%
行业&主题	384	5139.27	180.02	31.46%
策略	30	260.65	6.67	1.60%
风格	9	52.03	1.73	0.32%
<b>沪港深股票型</b>	100	1189.97	138.68	7.28%
海外股票型	22	757.89	54.81	4.64%
债券型	17	402.64	124.01	2.46%
商品型	19	207.65	14.15	1.27%
<b>非货币ETF合计</b>	740	13453.76	758.27	82.36%
货币型	27	2882.33	309.05	17.64%
<b>全部ETF总计</b>	767	16336.10	1067.32	100.00%

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：数据截至2023-02-28

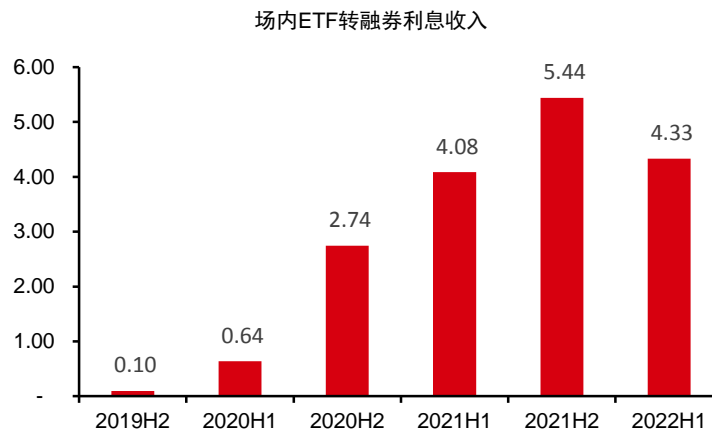
# ETF转融券业务屡创新高，ETF两融交易稳步发展

## 场内ETF转融券出借市值（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 场内ETF转融券出借利息收入（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 转融券规模排名前10ETF（2022年末）

证券简称	转融券业务市值	基金管理规模（亿元）	转融券市值占基金管理规模比例
南方中证500ETF	77.95	603.45	12.92%
华夏上证科创板50ETF	52.22	508.27	10.27%
易方达创业板ETF	42.04	206.02	20.41%
华泰柏瑞沪深300ETF	24.89	775.03	3.21%
易方达上证科创板50ETF	24.08	169.11	14.24%
南方中证1000ETF	24.00	106.09	22.62%
华夏国证半导体芯片ETF	16.53	204.01	8.10%
华宝中证医疗ETF	14.13	174.19	8.11%
国泰CES半导体芯片ETF	13.78	130.09	10.59%
国联安中证全指半导体ETF	12.07	145.30	8.31%

资料来源：Wind，中信证券研究部

## A股2022年12月ETF融资余额排名前10（单位：亿元）

代码	名称	日均融资买入额	日均融资偿还额	融资余额	融资买入交易占比
518880.SH	黄金ETF	0.6	0.7	158.1	7.71%
159934.SZ	黄金ETF	0.6	0.9	156.9	36.81%
159920.SZ	恒生ETF	0.5	0.6	126.4	6.52%
510900.SH	H股ETF	0.2	0.4	112.1	4.45%
159937.SZ	黄金ETF基金	0.2	0.5	80.2	11.35%
510300.SH	沪深300ETF	1.7	1.8	69.5	6.16%
510050.SH	上证50ETF	1.0	1.1	54.1	5.47%
513050.SH	中概互联网ETF	0.7	0.8	36.2	5.41%
511360.SH	短融ETF	6.1	6.1	23.2	5.78%
588000.SH	科创50ETF	3.1	2.9	22.9	17.20%

资料来源：Wind，中信证券研究部

## A股2022年12月融券余额排名前10（单位：亿元）

代码	名称	日均融券卖出额	日均融券偿还额	融券余额	融券卖出交易占比
510500.SH	中证500ETF	1.48	2.26	105.44	8.99%
512100.SH	中证1000ETF	0.79	0.60	29.48	5.42%
159633.SZ	中证1000指数ETF	0.24	0.27	7.27	1.97%
159845.SZ	中证1000ETF	0.13	0.09	4.81	0.89%
159922.SZ	中证500ETF	0.01	0.05	4.26	0.18%
510300.SH	沪深300ETF	0.71	0.69	4.20	2.60%
512500.SH	500ETF基金	0.05	0.06	3.49	3.92%
510510.SH	中证500ETF基金	0.00	0.05	1.91	0.65%
159629.SZ	1000ETF	0.06	0.03	1.41	0.37%
510050.SH	上证50ETF	0.22	0.21	1.34	1.20%

资料来源：Wind，中信证券研究部

# 前十大公司保有全市场七成股票指基规模

## 股票型指数基金管理人集中度变化情况

前N大管理人	2022年2季度管理规模 (亿元)	2022年2季度管理规模 (亿元)	2022年1季度管理规模 (亿元)	2022年1季度管理规模 (亿元)	规模占比变化
前3名	5605.92	33.97%	5125.41	34.12%	-0.16%
前5名	7784.77	47.17%	7103.59	47.29%	-0.13%
<b>前10名</b>	<b>11820.65</b>	<b>71.62%</b>	<b>10699.14</b>	<b>71.23%</b>	<b>0.39%</b>
前20名	14986.81	90.80%	13605.99	90.59%	0.22%
全部管理人	16504.70	100.00%	15019.76	100.00%	

资料来源：Wind，中信证券研究部注：上表针对股票型指数基金进行统计（含增强指数型）。

## 股票型指数基金管理规模前10名的基金公司统计（剔除货币ETF）

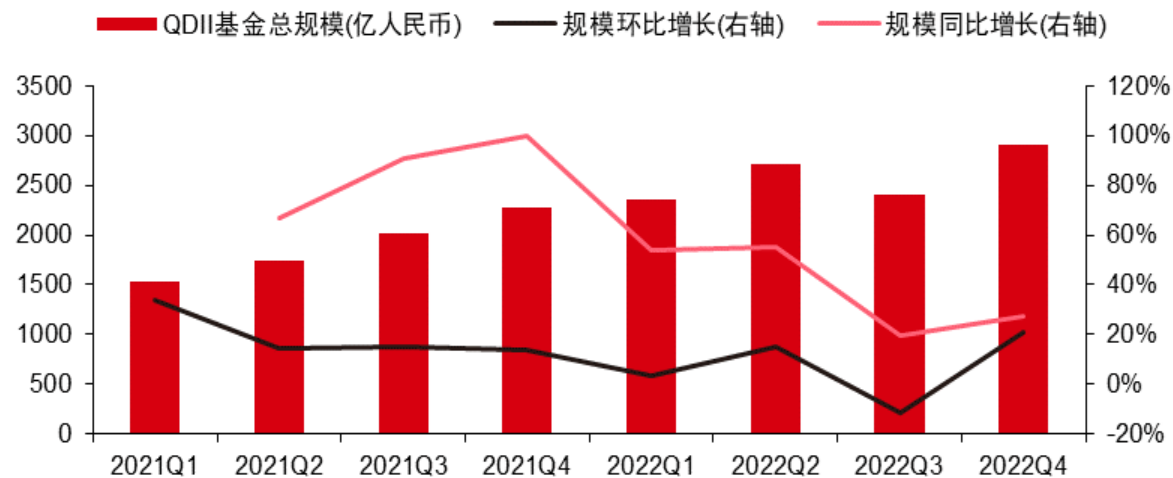
管理人	A股股票型	沪港深股票型	海外股票型	资产管理规模(亿元)	数量	上期规模(亿元)	规模变化(亿元)	本期排名	上期排名
华夏基金	1979.37	611.29	10.08	2600.75	102	2357.50	243.25	1	1
易方达基金	1267.24	153.36	421.17	1841.77	91	1708.58	133.19	2	2
国泰基金	1099.82	5.42	58.18	1163.41	80	1059.33	104.08	3	3
招商基金	1140.57	4.21		1144.79	51	1035.75	109.04	4	4
华泰柏瑞基金	914.50	119.56		1034.06	39	942.43	91.63	5	5
南方基金	885.60	23.96	1.85	911.41	61	820.51	90.90	6	6
天弘基金	757.78	64.16	1.95	823.89	62	745.05	78.84	7	7
富国基金	786.11	22.07		808.18	64	702.37	105.81	8	8
广发基金	600.51	13.64	149.06	763.21	66	656.47	106.74	9	10
汇添富基金	709.64	19.55		729.20	62	671.15	58.05	10	9
前10合计	10141.13	1037.24	642.29	11820.65	678				
全部合计	14257.64	1306.06	940.99	16504.70	1448	15019.76	1484.94		

资料来源：Wind，中信证券研究注：上期指2022年1季度；变化数据相比于上季度末；上表针对股票型指数基金进行统计（含增强指数型）。

## 3.2 QDII基金：出海多资产配置的桥梁

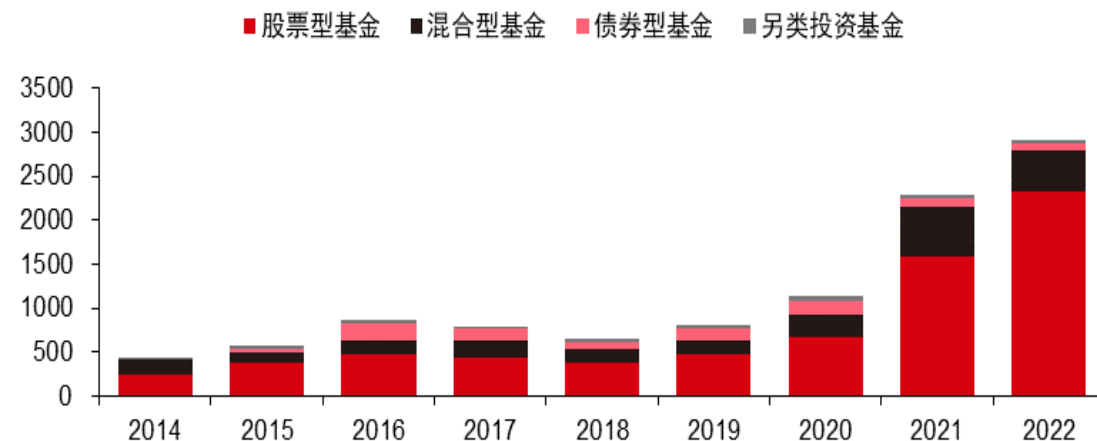
- 2022年四季度末QDII基金的总规模为2907亿元，同比增长27.38%，环比增长21.11%。合并各类份额后，QDII基金总数量为222只。
- 2022年四季度末的股票型基金规模为2318.38亿元，混合型基金规模466.76亿元，债券型基金规模89.57亿元，另类投资基金总规模31.85亿元。在股票型基金中，被动指数型基金占比最高，规模2086.38亿元，占总规模的72%。在混合型基金中，偏股混合型基金占比最高，规模420.24亿元，其次是灵活配置型基金，规模40.17亿元。

### QDII基金总规模的季度历史变化



资料来源：wind，中信证券研究部

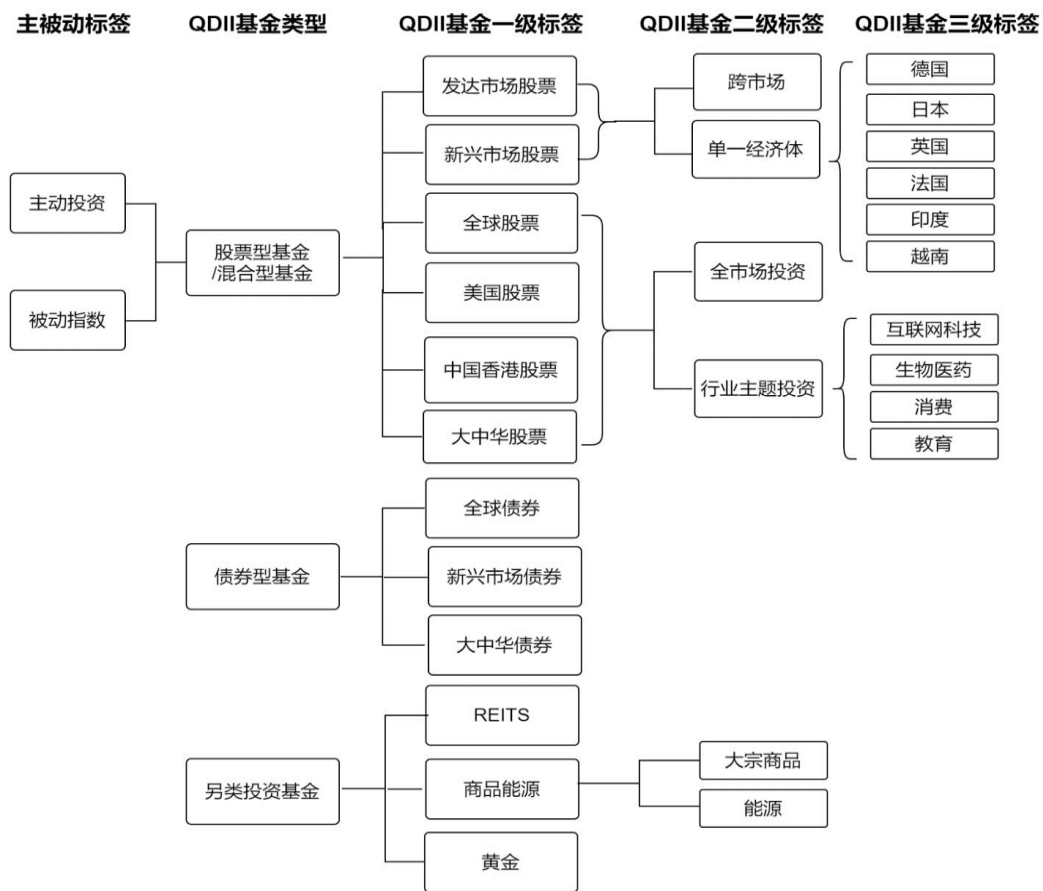
### QDII基金各投资类型的年度历史规模占比变化



资料来源：wind，中信证券研究部

# QDII基金分类标签体系

QDII基金标签体系一览表



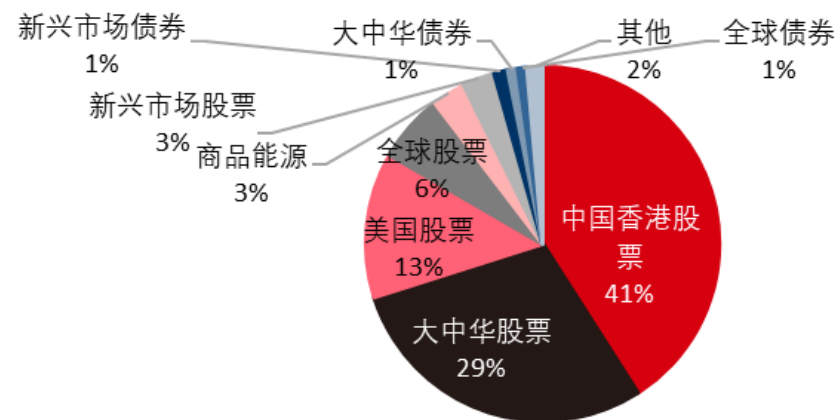
资料来源：中信证券研究部

QDII基金以被动投资方式为主

基金类型	基金规模(亿)	细分类型	细分类型基金规模(亿)
股票型基金	2318.38	被动指数型	2093.52
		主动股票型	224.86
混合型基金	466.76	偏股混合型	425.77
		灵活配置型	40.99
债券型基金	89.57	普通债券型	89.57
		REITs	6.37
另类投资型基金	31.85	宏观策略	20.04
		其他另类投资	5.43

资料来源：Wind，中信证券研究部

一级标签下各类QDII基金规模占比

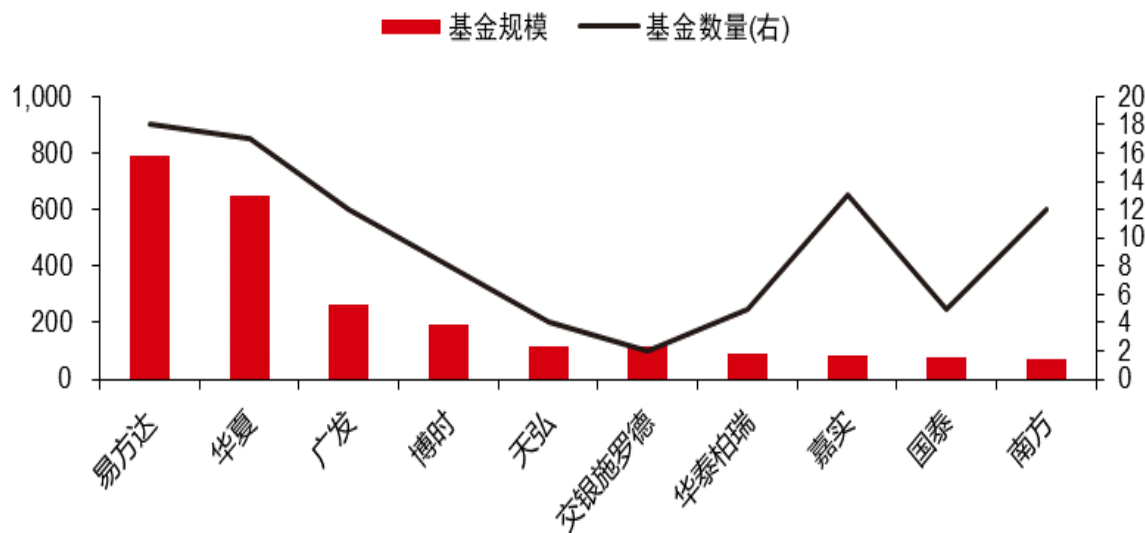


资料来源：Wind，中信证券研究部

# QDII头部效应显著

- 市场上共有38家QDII基金管理人，QDII基金的基金管理人分布呈现明显的头部效应，前五家基金管理人的管理规模占全部QDII基金规模的69.34%，前十家基金管理人的管理规模达84.20%。以易方达基金、华夏基金、广发基金公司为主的基金管理人在市场中占据主要份额。

规模前十名基金管理人的基金管理规模与数目



QDII基金头部管理人在各投资类型下的代表产品

	股票型基金	混合型基金	债券型基金	另类投资基金
易方达基金	中证海外互联ETF, 恒生H股ETF、易方达亚洲精选	易方达优质精选		
华夏基金	恒生互联网科技业ETF、恒生科技ETF、恒生ETF			
广发基金	纳斯达克100ETF, 中证海外中国互联网30ETF	广发全球科技三个月定开A人民币		
博时基金	标普500ETF, 恒生医疗保健ETF		博时亚洲票息人民币	
汇添富基金			汇添富精选美元债A人民币	
上投摩根基金		上投摩根亚太优势		上投摩根富时REITs人民币

资料来源: wind, 中信证券研究部

# QDII基金标签：“中国香港股票”基金规模增长显著

- 权益类基金：整体规模整体出现了较大的增长，其中“中国香港股票”一级标签基金的规模增长较多，其次是“大中华股票”和“美国股票”。
- 债券类基金：“大中华债券”规模有明显增长，主要原因是汇添富精选美元债A（004419.OF）基金规模在四季度快速上涨。另类投资基金的季度规模变化较小。

### 2022Q4QDII基金一级分类规模与数量变化

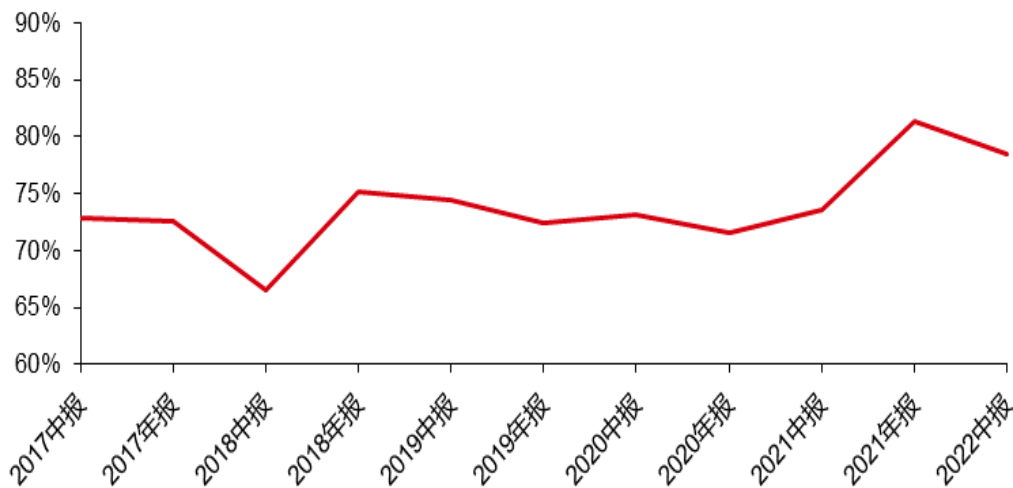
一级标签	本季基金规模(亿元)	本季基金数量	上一季度基金规模(亿元)	上一季度基金数量	规模占比	规模变化(亿元)	规模变化比例
中国香港股票	1185.44	48	926.35	46	40.94%	259.09	27.97%
大中华股票	844.53	24	724.50	24	29.17%	120.03	16.57%
美国股票	383.46	24	316.94	21	13.24%	66.52	20.99%
全球股票	180.42	26	177.32	26	6.23%	3.10	1.75%
商品能源	88.49	12	85.60	12	3.06%	2.88	3.37%
新兴市场股票	85.03	8	66.24	7	2.94%	18.79	28.36%
新兴市场债券	36.41	9	29.49	9	1.26%	6.92	23.46%
大中华债券	26.33	4	3.84	4	0.91%	22.49	585.14%
全球债券	24.45	10	21.73	10	0.84%	2.71	12.49%
发达市场股票	10.35	10	10.69	10	0.36%	-0.34	-3.15%
REITS	7.57	6	7.81	6	0.26%	-0.25	-3.15%
黄金	6.40	4	6.07	4	0.22%	0.34	5.55%

资料来源：wind，中信证券研究部

# QDII以个人投资者为主

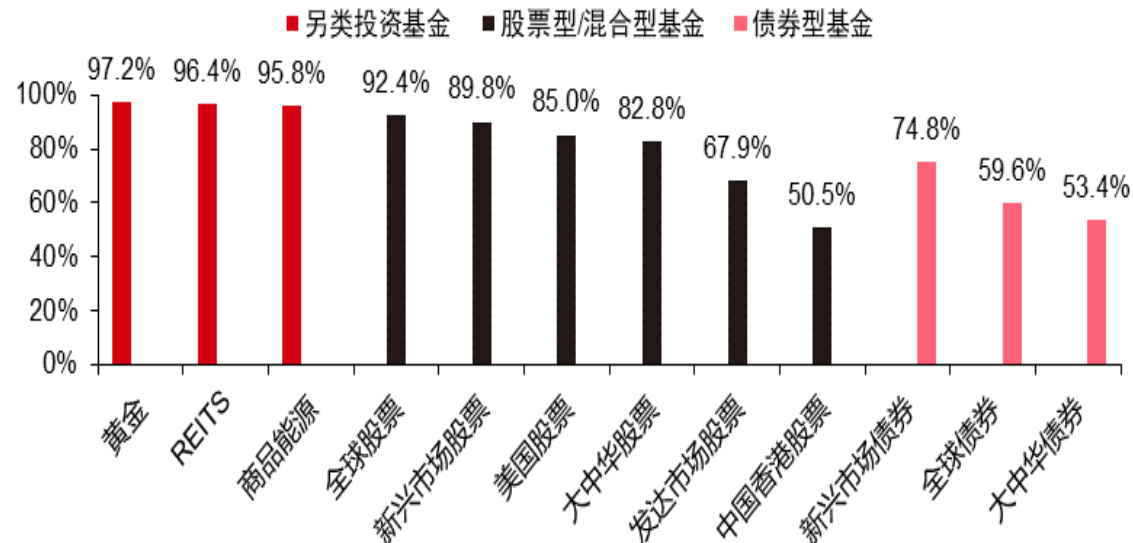
- 总量：以个人投资者为主，个人投资者比重历史均值在75%左右。
- 结构：另类投资个人持有比重最高，其次是权益类，固收类个人持有比重最低。

### QDII基金个人投资者平均持有比例



资料来源：Wind，中信证券研究部，基金规模数据截止至2022/6/30

### 各一级标签下个人投资者的规模加权平均持有比例

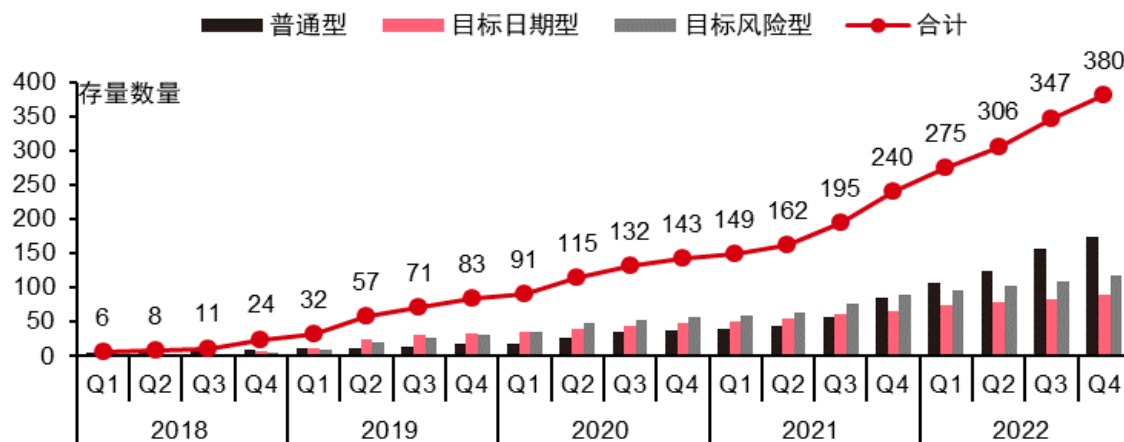


资料来源：Wind，中信证券研究部，基金规模数据截止至2022/6/30

### 3.3 FOF：家庭财富管理的必要工具

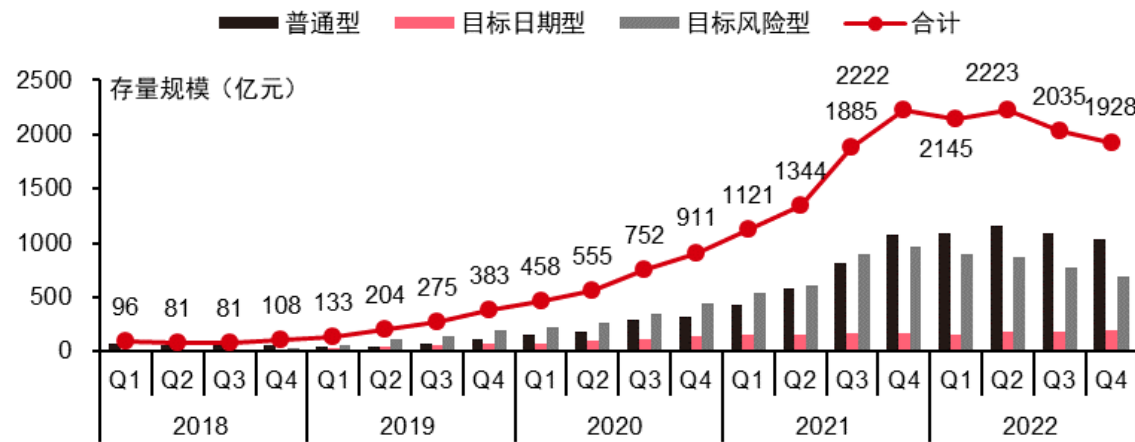
- 对比2021年末，公募FOF规模从2021年末的2222亿略有下降；降幅主要源自偏债混合型FOF（降幅约120亿）。偏股混合型FOF略有下降（降幅约10亿），目标日期型FOF规律略有增长（增幅约20亿）。
- 延续近年来的向好趋势，公募FOF市场加速扩容。截至2022年4季度末，市场上已有公募FOF产品380只，管理规模为1927.59亿元；相比上季度新增33只，规模降低107.60亿元。

#### 公募FOF存量数量逐年上升



资料来源：Wind，中信证券研究部，基金规模数据截止至2022/12/31

#### 公募FOF存量规模略有下降



资料来源：Wind，中信证券研究部，基金规模数据截止至2022/12/31

# 公募FOF的存量市场格局呈现较强的头部特征

- 2022Q4规模前五的基金管理人合计市场份额为42.90%，相比上季度的43.85%有所降低；
- 规模前十的基金管理人合计市场份额达到66.78%，相比上季度的67.10%小幅下降；
- 市场份额的数据表明，存量市场主要集中在头部管理人。

### TOP10公募FOF管理人市场份额情况

FOF类型	合计			普通型			目标日期型			目标风险型		
	数量	规模 (亿元)	占比	数量	规模 (亿元)	占比	数量	规模 (亿元)	占比	数量	规模 (亿元)	占比
合计	380	1927.59	100.00%	173	1039.86	100.00%	89	197.13	100.00%	118	690.61	100.00%
兴证全球基金	9	233.75	12.13%	4	139.44	13.41%	7	40.01	20.30%	1	124.54	18.03%
交银施罗德基金	7	231.67	12.02%	11	101.34	9.75%	4	17.13	8.69%	5	94.31	13.66%
易方达基金	18	131.33	6.81%	5	97.53	9.38%	3	14.49	7.35%	5	54.90	7.95%
汇添富基金	16	118.31	6.14%	6	81.52	7.84%	5	13.76	6.98%	4	43.28	6.27%
广发基金	14	111.83	5.80%	5	63.08	6.07%	3	13.69	6.95%	2	36.94	5.35%
南方基金	18	107.59	5.58%	7	61.90	5.95%	6	11.82	5.99%	4	33.46	4.84%
民生加银基金	8	97.85	5.08%	9	59.36	5.71%	4	11.31	5.74%	2	32.69	4.73%
华夏基金	20	93.22	4.84%	9	50.56	4.86%	4	9.61	4.87%	2	32.41	4.69%
中欧基金	13	88.18	4.57%	8	48.93	4.71%	1	9.60	4.87%	5	31.31	4.53%
平安基金	14	73.54	3.82%	6	39.68	3.82%	5	7.55	3.83%	5	25.31	3.67%

资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/12/31

# FOF以偏债混合型为主，普通型FOF占比最高

- 剔除目标日期型FOF，公募FOF的投资类型以偏债混合型为主，规模为1021.88亿元，占比达53.01%。
  - 目标风险型FOF的投资类型主要为偏债混合型，
  - 普通型FOF中，以偏股混合型和偏债混合型为主，
  - 目标日期型FOF整体规模小于普通型和目标风险型，合计规模占全部FOF基金的10.23%。

分投资类型的FOF数量和规模情况

FOF类型	合计			普通型			目标日期型			目标风险型		
	数量	规模 (亿元)	规模 占比	数量	规模 (亿元)	规模 占比	数量	规模 (亿元)	规模 占比	数量	规模 (亿元)	规模 占比
偏债混合型FOF	148	1021.88	53.01%	75	423.99	40.77%				73	597.89	86.57%
偏股混合型FOF	83	502.12	26.05%	72	483.60	46.51%				11	18.53	2.68%
平衡混合型FOF	41	150.28	7.80%	7	76.09	7.32%				34	74.19	10.74%
债券型FOF	11	41.18	2.14%	11	41.18	3.96%						
股票型FOF	8	15.00	0.78%	8	15.00	1.44%						
合计	380	1927.59	100.00%	173	1039.86	53.95%	89	197.13	10.23%	118	690.61	35.83%

资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/12/31

# 目标日期FOF：路漫漫

- 细分目标日期和持有期来看，在目标日期型FOF中，目标日期为2035的规模最高，其次是目标日期为2040的FOF。目标日期型FOF的持有期主要为三年。

### 不同目标日期和持有期的目标日期型FOF数量和规模情况

持有期	合计			一年			三年			五年			
	目标日期	数量	规模 (亿元)	规模占比	数量	规模 (亿元)	规模占比	数量	规模 (亿元)	规模占比	数量	规模 (亿元)	规模占比
	2035	18	59.74	30.30%				18	59.74	39.43%			
	2040	25	44.86	22.76%				22	34.22	22.58%	3	10.65	31.70%
	2045	15	33.79	17.14%				7	29.13	19.23%	8	4.66	13.87%
	2030	9	19.77	10.03%	3	5.03	41.81%	6	14.73	9.72%			
	2050	10	16.40	8.32%							10	16.40	48.84%
	2025	4	7.00	3.55%	4	7.00	58.19%						
	2043	1	6.26	3.18%				1	6.26	4.13%			
	2033	1	5.23	2.65%				1	5.23	3.45%			
	2038	1	2.20	1.12%				1	2.20	1.45%			
	2055	4	1.78	0.90%							4	1.78	5.29%
	2060	1	0.10	0.05%							1	0.10	0.30%
	合计	89	197.13	100.00%	7	12.04	6.11%	56	151.51	76.86%	26	33.58	17.03%

资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/12/31

# 以个人投资者为主，目标日期型FOF的机构投资者占比稍高

- 公募FOF的季度报告中未公布持有人结构数据，从2022年公募基金中报数据来看，按基金规模加权计算，公募FOF的投资者结构中，个人投资者仍占主要，比重达94.62%；机构投资者占比仅为5.38%。
- 截至2022年中报，细分FOF类型来看，机构投资者更偏好目标日期型FOF，其机构投资者占比达18.30%；远超普通型FOF和目标风险型FOF的4.74%和3.63%。从细分投资类型来看，机构投资者更偏好债券型FOF，持仓占比为11.56%。

公募FOF的投资者主要为个人，目标日期型FOF的机构投资者占比稍高

投资者结构 报告期	合计		普通型		目标日期型		目标风险型	
	个人	机构	个人	机构	个人	机构	个人	机构
2017-12	92.57%	7.43%	92.57%	7.43%				
2018-06	97.14%	2.86%	98.28%	1.72%			93.33%	6.67%
2018-12	92.84%	7.16%	97.06%	2.94%	75.25%	24.75%	89.53%	10.47%
2019-06	92.65%	7.35%	97.49%	2.51%	80.89%	19.11%	96.31%	3.69%
2019-12	93.53%	6.47%	99.30%	0.70%	81.70%	18.30%	96.30%	3.70%
2020-06	93.46%	6.54%	95.58%	4.42%	83.76%	16.24%	96.21%	3.79%
2020-12	90.14%	9.86%	87.98%	12.02%	83.85%	16.15%	94.22%	5.78%
2021-06	93.22%	6.78%	92.40%	7.60%	84.69%	15.31%	96.13%	3.87%
2021-12	94.63%	5.37%	93.96%	6.04%	86.07%	13.93%	96.80%	3.20%
2022-06	94.62%	5.38%	95.26%	4.74%	81.70%	18.30%	96.37%	3.63%



# 感谢您的信任与支持！

THANK YOU

赵文荣（量化与配置首席分析师）

执业证书编号：S1010512070002

唐栋国（金融产品首席分析师）

执业证书编号：S1010520100002

刘方（组合配置首席分析师）

执业证书编号：S1010513080004

王兆宇（量化策略首席分析师）

执业证书编号：S1010514080008

刘笑天（组合配置分析师）

执业证书编号：S1010521070002

史周（量化策略分析师）

执业证书编号：S1010522100003

# 免责声明

证券研究报告 2023年4月7日

## 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

# 免责声明

## 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）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中所持任何观点的背书。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。

**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：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。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。