

公募基金改革陆续落地， 推动行业高质量发展

2026年01月11日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

一、多项政策出台，推动公募基金行业协调发展

1.1 政策密集出台，三维度推动行业改革

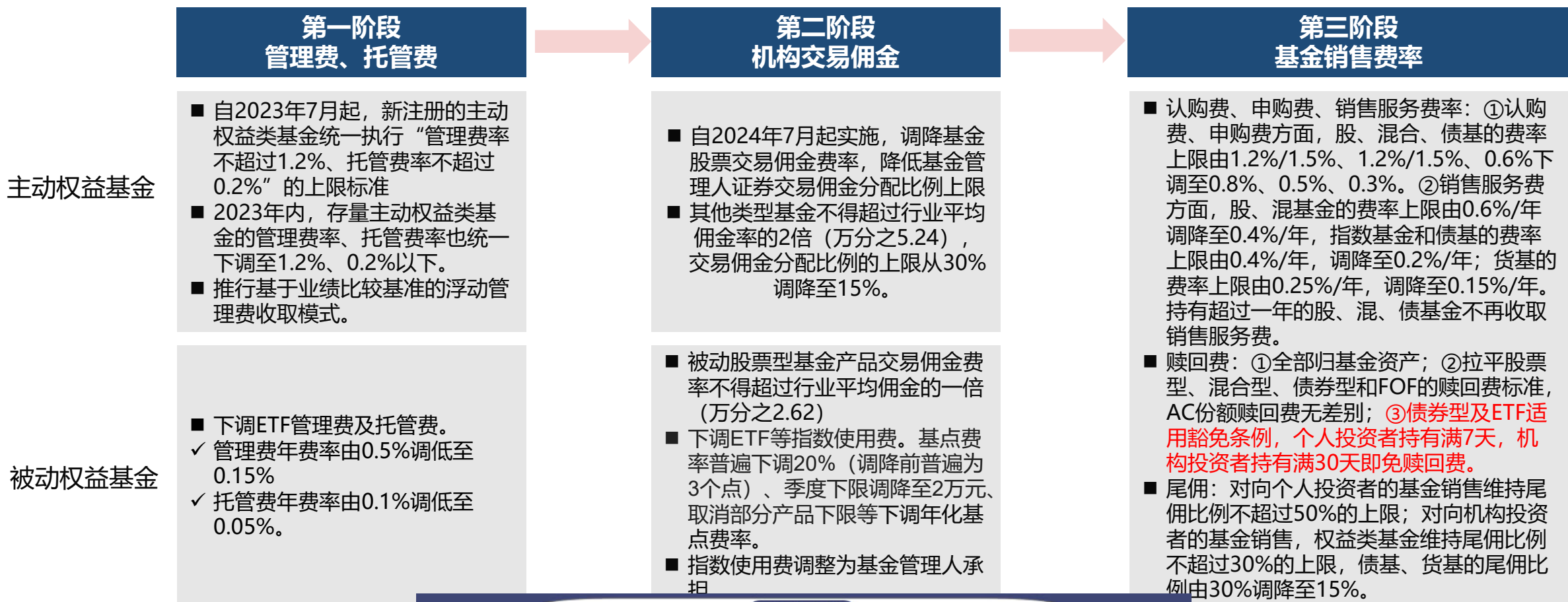
➤ 2023年7月以来，监管发布多项政策推动公募基金行业协同发展，主要包括：1) 分三阶段推动公募基金费改；2) 大力发展权益类公募基金，推动指数化投资发展；3) 优化基金运营模式，明确了业绩基准的使用规范，引导行业机构构建更加稳定的投资风格、完善行业考核评价制度。

表：2023年以来公募基金改革相关政策

时间	相关会议或政策名称	具体内容与导向
2023 年 7 月	证监会发布《公募基金行业费率改革工作方案》	正式启动行业费改，按照“管理费率、托管费率—交易费率—销售费率”的实施路径分三个阶段推进改革。第一阶段自2023年7月起，主动权益类新注册产品管理费率、托管费率分别不超过 1.2%、0.2%。
2024 年 4 月	证监会发布《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》	进一步优化基金证券交易佣金制度，降低基金投资者交易成本，自 2024 年 7 月 1 日起正式实施，内容包括调降基金股票交易佣金费率、降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限、明确基金管理人层面交易佣金信息披露内容和要求等。
2024年4月	国九条	大力发展权益类公募基金，建立交易型开放式指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展。
2024年9月24日	国新办发布会	进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基ETF等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘ETF在内的基金产品。
2024年11月19日	第三届国际金融领袖投资峰会	稳步推进公募基金行业费率等改革，大力发展权益类基金特别是指数化投资。
2025年1月	《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	目标推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局；强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量。
2025年5月	《推动公募基金高质量发展行动方案》	稳步降低基金投资者成本；大力发展各类场内外指数基金，持续丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金，研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品；优化权益类基金注册安排。
2025年10月	证监会发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》，基金业协会同步发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准操作细则（征求意见稿）》	明确了业绩基准的使用规范，引导行业机构构建更加稳定的投资风格，为投资者提供长期稳健回报，有利于进一步落实公募基金改革。
2025年11月	《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》	进一步规范基金公司绩效考核与薪酬管理行为，健全长效激励约束机制，推动基金行业实现稳健经营和可持续发展。
2025年9月及 2025年12月31日	证监会发布《公开募集证券投资基金销售费用管理暂行规定》征求意见稿及正式稿	于2026年1月1日起，调降公募基金认购费、申购费、销售服务费率水平；提高赎回费标准，鼓励投资者长期持有，对债券型和ETF设置差异化赎回费标准；调整尾佣比例，通过差异化制度安排引导权益类基金发展

1.2 三阶段推动公募基金费率改革工作

- 2023年7月，中国证监会启动了公募基金行业费率改革工作，印发了《公募基金行业费率改革工作方案》，计划在两年内分三个阶段采取15项举措，全面优化公募基金费率模式，即以“管理费—交易费—销售费”的路径推进改革。截至2025年12月31日，三阶段降费均已落地，合计每年降费500亿。



1.2.1公募基金销售费用管理规定旧准则、征求意见稿、正式稿对比

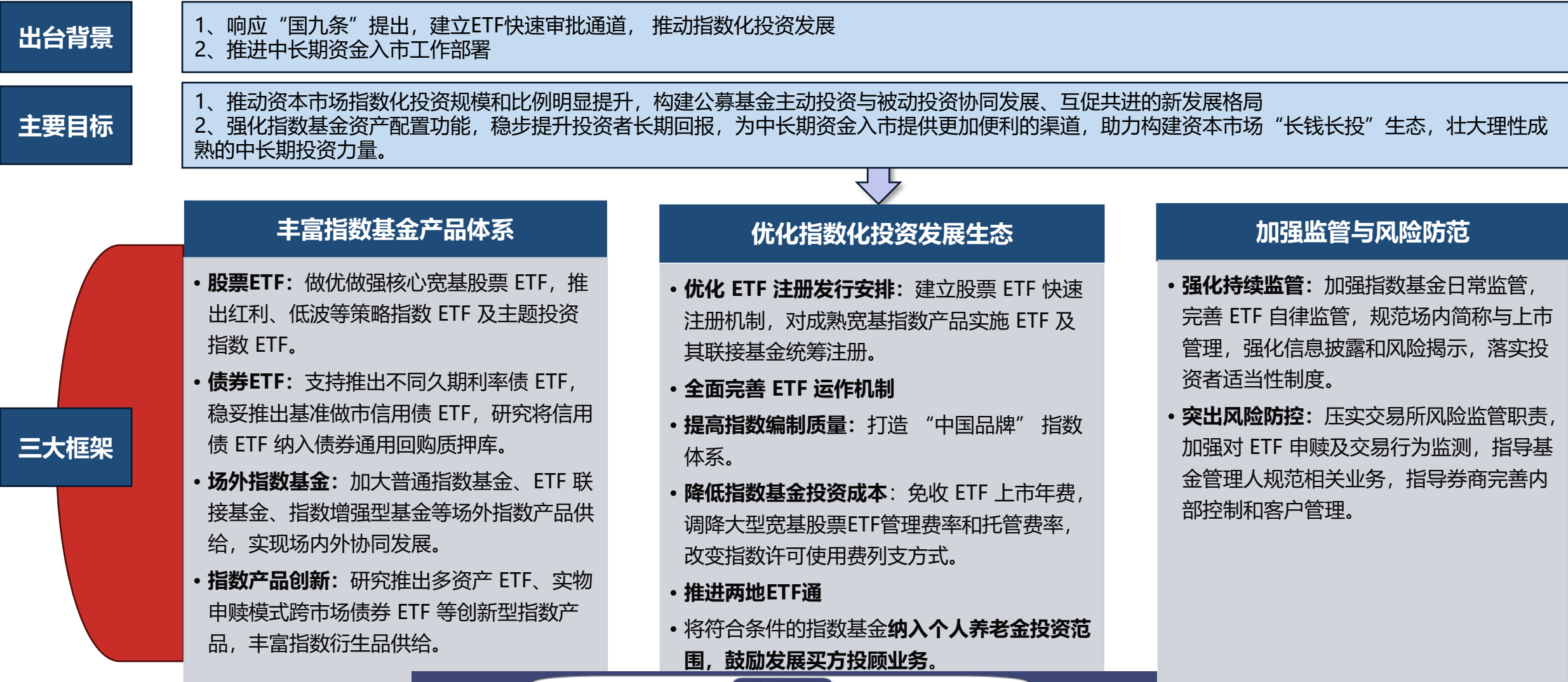
	《开放式证券投资基金销售费用管理规定》	《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》	
	旧规定	征求意见稿	正式稿
认购费、申购费上限	股票型1.2%、1.5%；混合型1.2%、1.5%；债券型0.6%、0.8%	股票型0.8%；混合型0.5%；债券型0.3%	与征求意见稿一致
销售服务费	股票型、混合型0.6%/年；ETF、债券型0.4%/年；货币基金0.25%/年	股票型、混合型0.4%/年；ETF、债券型0.2%/年；货币基金0.15%/年 持有超过一年的股、混、债基金不再收取销售服务费。	对货币基金增设例外，持有一年以上的份额可继续收费
赎回费	持有期<7天 1.5%；7天<持有期<30天 0.75%；30天<持有期 0.5%	持有期<7天 1.5%；7天<持有期<30天 1%；30天<持有期<180天 0.5%	对债券型和场外ETF做差异化豁免，个人投资者持有满7日即可免收，机构投资者需持有满30日
客户维护费	个人投资者尾佣比例不超过50%；机构投资者尾佣比例30%	个人投资者维持不超过50%；机构投资者权益类维持30%，债基、货基下调至15%	与征求意见稿一致

1.2.2 基金销售费改革对各类型产品影响总结

基金类型	前端销售费用调降	赎回费调降	尾佣比例调整
股票、混合基金	费率降幅较其他产品更小，代销机构更倾向于销售股票型产品； 超过一年的股、混、债基金不再收取销售服务费，鼓励长期持有持有	A/C份额赎回费拉平	尾佣比例维持不变，鼓励基金销售机构大力发展权益类基金
债券基金	费率降费较其他产品更大，代销机构更倾向于销售股票型基金或银行理财	征求意见稿中适用于更高的惩罚性赎回费，正式稿中对债券型基金及ETF做差异化豁免安排。个人投资者持有满7日即可免收，机构投资者需持有满30日。 此前征求意见稿对于债券型收取惩罚性赎回费对短债基金有较大负面影响，调整后债券型基金配置性价比与降费前基本一致。	对于机构投资者销售的尾佣由30%下降至15%，降低代销机构积极性
货币基金	销售服务费下降，直接反映在货币基金收益上，货基收益率会有小提升。 持有超过1年仍继续收取销售服务费。	短期债基赎回费增加，投资性价比下降，货币性价比提升	对于机构投资者销售的尾佣由30%下降至15%，降低代销机构积极性

1.3 《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》定调指数化发展

➤ 2025年1月，证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，从三大框架定调指数化发展。



1.3 《推动公募基金高质量发展行动方案》落实新“国九条”要求

- 2025年5月7日，证监会印发《推动公募基金高质量发展行动方案》，聚焦投资者回报与行业长期发展，落实新“国九条”要求，提出25条举措。主要包括：1) 优化主动管理权益类基金收费模式；2) 强化基金公司与投资者的利益绑定；3) 提升行业服务投资者的能力；4) 提高公募基金权益投资的规模和稳定性；5) 一体推进强监管防风险促高质量发展。
- **推行基于业绩比较基准的浮动管理费收取模式，强化公募基金与投资人的利益联结。** 对主动管理权益类基金，推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式，对于符合一定持有期要求的投资者，根据其持有期间产品业绩表现适用差异化的管理费率。业绩明显低于比较基准的，须少收管理费。截至2026年1月3日，市场共有189只浮动费率基金（只含主代码），超半数股票、混合型产品。推行基于业绩比较基准的浮动管理费产品有望进一步平衡公募基金与投资人的利益。
- **优化考核机制，有利于改变“重规模轻回报”的现状。** 方案提出全面建立以基金投资收益为核心的行业考核评价体系，将业绩比较基准对比、基金利润率等直接关乎投资者利益的指标引入考核体系，相应降低产品管理规模排名、基金公司收入利润等指标的考核权重。提高基金公司高管、基金经理跟投本公司管理产品的比例和锁定期要求。督促基金公司建立健全与基金投资收益挂钩的薪酬管理制度，对产品中长期业绩差的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降。
- **提高公募基金权益投资的规模和稳定性，推动权益类基金产品创新。** 方案通过简化基金注册安排，鼓励推出更多场内外指数基金和中低波动含权型产品，促进权益类基金创新发展。我们认为鼓励基金公司加大产品创新力度，有助于提升权益基金占比，为市场持续带来活水，增强市场的活跃度与稳定性；有助于丰富基金公司产品库，满足投资者多元化的投资需求。
- **提升行业服务投资者的能力。** 抓紧出台公募基金投资顾问管理规定，促进基金投顾业务规范发展，为投资者提供适配其特点和需求的组合投资服务。加快推出机构投资者直销服务平台，便利各类机构投资者参与基金投资。

1.4 两大政策相辅相成，推动指数化投资发展

➤ 2025年5月发布的《推动公募基金高质量发展行动方案》中关于指数化投资的表述是2025年1月发布的《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》的延申与细化。

指数化发展三大框架	《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	《推动公募基金高质量发展行动方案》	现有成果
丰富指数基金产品体系	✓ 股票ETF	✓ 丰富符合国家战略和发展导向的主题投资股票指数基金	
	✓ 债券ETF		
	✓ 场外指数基金	✓ 大力发展各类场内外指数基金	
	✓ 指数产品创新	✓ 研究创设专门参与互换便利操作的场外宽基指数基金试点产品	
优化指数化投资发展生态	✓ 优化 ETF 注册发行安排	✓ 实施ETF快速注册机制，自受理之日起5个工作日内完成	◆ 已有超80只基金降低管理费率，管理费率由0.5%下调至0.15%，托管费率由0.1%下调至0.05%
		✓ 场外成熟宽基股票指数基金，自受理之日起10个工作日内完成	
	✓ 全面完善 ETF 运作机制	✓ 适时下调大规模指数基金的管理费率与托管费率	◆ 近700只指数基金的指数使用费已调整为基金管理人承担
		✓ 推动降低基金登记结算、指数授权使用、信息披露、审计及法律服务等相关固定费用。	
	✓ 降低指数基金投资成本		
	✓ 推进两地ETF通		
	✓ 将符合条件的指数基金纳入个人养老金投资范围，鼓励发展买方投顾业务		
加强监管与风险防范	✓ 强化持续监管		
	✓ 突出风险防控		

1.5 业绩比较基准指引征求意见，进一步落实公募基金改革

- 2025年10月31日，证监会发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》，基金业协会同步发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准操作细则（征求意见稿）》。指引和细则的发布将引导行业机构构建更加稳定的投资风格，为投资者提供长期稳健回报，有利于进一步落实公募基金改革。
- **1) 征求意见明确了业绩基准的使用规范。**业绩比较基准应充分体现产品定位和投资风格，基准一经选定不得随意变化，不得因基金经理变化、市场热点变动等原因而变更基准。对于类似原业绩基准无法持续运作、调整要素能更好反映基金投资目标等的情况，可与托管人协商；对于其他类似修改有投资目标、范围，导致风格偏移等对持有人利益产生重大实质性影响的，需召开持有人大会。
- **2) 绩效薪酬要与业绩是否跑赢基准挂钩。**管理人建立以基金投资收益为核心的考核与薪酬体系，当主动权益基金长期业绩显著跑输基准时，相关基金经理的绩效薪酬应大幅下调。
- **3) 研究建立基金行业业绩比较基准要素库，基准库未来将构成鼓励、引导行业机构规范选取表征权益资产的基准要素。**业绩比较基准要素库将分为一类库与二类库，监管鼓励基金公司从一类基准要素库中选择成熟指数作为基准，在充分论证基础上，基金公司可以选择二类基准要素库指数与库外指数。
- **4) 设置一年过渡期。**过渡期内，管理人可以对存量产品进行基准调整，使基准更加符合基金合同约定和基金实际风格，确保不对市场稳定造成影响。

1.5 业绩比较基准指引征求意见，进一步落实公募基金改革

表：公募基金业绩比较基准要素一类库

基准类型	市场类型	指数简称	指数全称	指数代码	基准类型	市场类型	指数简称	指数全称	指数代码
宽基指数	境内跨市场	中证全指	中证全指指数	000985	行业主题类	行业类	全指材料	中证全指原材料指数	000987
		中证A50	中证A50指数	930050			全指工业	中证全指工业指数	000988
		中证A100	中证A100指数	000903			全指可选	中证全指可选消费指数	000989
		中证A500	中证A500指数	000510			全指消费	中证全指主要消费指数	000990
		沪深300	沪深300指数	000300			全指医药	中证全指医药卫生指数	000991
		中证500	中证小盘500指数	000905			全指信息	中证全指信息技术指数	000993
		中证800	中证800指数	000906			全指金融	中证全指金融指数	932075
		中证1000	中证1000指数	000852		主题类	新兴成指	中国战略新兴产业成份指数	000171
		国证1000	国证1000指数	399311			中证TMT	中证TMT产业主题指数	000998
		科创创业50	中证科创创业50指数	931643			-	恒生科技指数	HSTECH
	境内单市场及特定板块	上证指数	上证综合指数	000001			科技100	中证科技100指数	931187
		上证50	上证50指数	000016			港股通科技	中证港股通科技指数	931573
		深证综指	深证综合指数	399106			CS人工智	中证人工智能主题指数	930713
		深成指	深圳成份指数	399001			互联网	中证互联网指数	H30535
		北证50	北证50成份指数	899050			数字经济	中证数字经济主题指数	931582
		科创综指	上证科创板综合指数	000680			芯片产业	中证芯片产业指数	H30007
		科创50	上证科创板50成份指数	000688			内地消费	中证内地消费主题指数	000942
		创业板综	创业板综合指数	399102			-	恒生消费指数	HSCGSI
		创业板指	创业板指数	399006			消费服务	中证消费服务领先指数	000806
		-	恒生指数	HSI			港股通消费	中证港股通消费主题指数	931454
	中国香港	港股综合	中证港股通综合指数	930930			-	恒生医疗保健指数	HSHCI
		-	恒生综合指数	HSCI			港股通医药C	中证港股通医药卫生综合指数	930965
策略指数	成长	300成长	沪深300成长指数	000918			800医卫	中证医药卫生指数	000933
		500成长	中证500成长指数	H30351			智能制造	中证智能制造主题指数	930850
		800成长	中证800成长指数	H30355			中证军工	中证军工指数	399967
		1000成长	中证1000成长指数	932393			中证高装	中证高端装备制造指数	930599
		国证成长	国证1000成长指数	399370			CS新能源车	中证新能源汽车指数	399976
		国证成长	国证1000成长指数	399370			中证新能	中证新能源指数	399808
	价值	300价值	沪深300价值指数	000919			内地低碳	中证内地低碳经济主题指数	000977
		500价值	中证500价值指数	H30352			中证国企	中证国有企业综合指数	000955
		800价值	中证800价值指数	H30356			中证民企	中证民营企业综合指数	000938
		1000价值	中证1000价值指数	932392			中证央企	中证中央企业综合指数	000926
		国证价值	国证1000价值指数	399371			内地资源	中证内地资源主题指数	000944
		国证价值	国证1000价值指数	399371			中证新材料	中证新材料主题指数	H30597
	红利	中证红利	中证红利指数	000922					
		港股通高股息	中证港股通高股息投资指数	930914					
	ESG	300 ESG	沪深300 ESG 指数	930914					
		300 ESG	沪深300 ESG 指数	930914					

1.5 业绩比较基准指引征求意见，进一步落实公募基金改革



表：公募基金业绩比较基准要素二类库

基准类型	市场类型	指数全称	指数代码	基准类型	市场类型	指数全称	指数代码
宽基指数	境内跨市场	中证中小盘700指数	000907	行业主题指数	行业主题类	中证中游制造产业指数	000962
		中证2000指数	932000			申万国军工指数	801740
		国证2000指数	399303			中证工业4.0指数	399803
	境内单市场及特定板块	上证A股指数	000002			中证新能源产业指数	930771
		上证180指数	000010			中证环保产业指数	000827
		深证100指数	399330			沪深300碳中和指数	931859
		恒生中国企业指数	HSCEI			中证内地新能源主题指数	000941
	中国香港	中证香港100指数	H11100			中证智能汽车主题指数	930721
		恒生港股通指数	HSHKI			中证智能电动汽车指数	H11052
		中证新兴产业指数	000964			中信港股通汽车指数	CIHK5013
行业主题指数	行业主题类	中证全指半导体产品与设备指数	H30184			中信汽车指数	CI005013
		中证港股通TMT主题指数	931026			中证国有企业改革指数	399974
		中证沪港深数字经济主题指数	931583			中证香港内地国有企业指数	H11153
		中证移动互联网指数	399970			中证地方国有企业综合指数	000953
		中证信息技术指数	000935			沪深300金融地产指数	000914
		中证全指软件指数	H30202			中证800金融指数	H30086
		中证沪港深互联网指数	930625			中证金融地产指数	000934
		中证沪港深互联互通TMT指数	H30552			中证港股通内地金融指数	H11146
		中证科技传媒通信150指数	H30318			中证大农业指数	399814
		中证主要消费指数	000932			申万农林牧渔指数	801010
		中证港股通大消费主题指数	931027			中证长三角领先指数	931381
		中证可选消费指数	000931			中证粤港澳大湾区发展主题指数	931000
		申银万国消费品指数	801260			中证新型基础设施建设主题指数	H30143
		中证服务业指数	H30074			中证珠三角沿海区域发展主题指数	930882
		中证食品饮料指数	930653			中证养老产业指数	399812
		中信消费风格指数	CI005919			中证文体指数	930616
		申万医药生物行业指数	801150			中证上游资源产业指数	000961
		中证健康产业指数	H30344			中证全指能源指数	000986
		中证医疗指数	399989	策略指数	成长	中证800相对成长指数	H30357
		中证医药100指数	000978		价值	中信成长风格指数	CI005920
		中证沪港深创新药产业指数	931409		红利	华证价值优选50指数	995067
		申银万国制造业指数	801250			中证高股息精选指数	930838
		中证高端制造主题指数	930820			恒生高股息率指数	HSHDYI
		中证装备产业指数	H11054			中证国有企业红利指数	000824
		上证高端装备制造60指数	000097			上证红利指数	000015
		中证先进制造100指数				00 ESG基准指数	931650

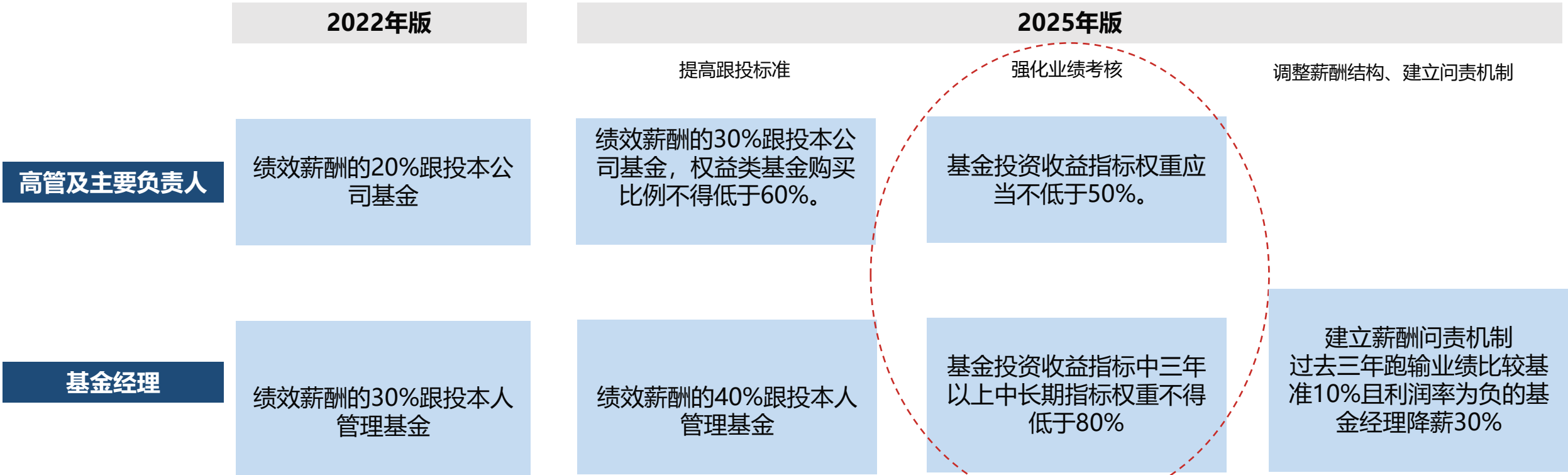
1.5 业绩比较基准指引征求意见，进一步落实公募基金改革

- 为落实《推动公募基金高质量发展行动方案》工作部署，强化业绩比较基准约束，保护投资者合法权益，据中国基金报记者了解，近期，多家基金公司已经接到通知，启动存量产品业绩比较基准修订计划摸排统计工作，相关方案需要在2025年12月15日提交。
- 需调整的具体原因包括现有基准的A股仓位与实际仓位不匹配；现有基准的港股仓位与实际仓位不匹配；现有基准未包括实际配置的资产类别；现有基准的风格与实际投资风格不匹配；现有基准与基金主题不匹配；灵活配置基金采用的绝对收益基准与实际投资策略不匹配；现有基准的久期与实际投资久期不匹配；单市场指数不能反映实际投资情况等情形。
- 若变更基准后，基准覆盖率下降超过20个百分点，或者近两年超额收益率提高超过10个百分点以及拟调整后基准存在降低标准嫌疑、触及产品实质性改造等情况，均要写明原因。

基金类型	填报内容
主动权益型基金	投资范围/策略的描述、基金三季度末规模、近两年/三年的平均仓位、需调整的原因类型、具体原因、现有基准覆盖率、现有基准近两年超额收益率、现有基准相关系数、现有基准行业偏离度、拟调整后的基准、拟调整后基准覆盖率、拟调整后基准近两年超额收益率等多个指标。
主动债券型基金	现有基准过去两年组合久期、现有基准信用债投资比例、现有基准利率债投资比例、现有基准可转债、可交债投资比例、现有基准近两年超额收益率等。

1.6 基金绩效管理办法下发，引导基金员工激励与长期业绩挂钩

- 2025年11月，《基金管理公司绩效考核管理指引（征求意见稿）》下发，旨在进一步规范基金公司绩效考核与薪酬管理行为，健全长效激励约束机制，推动基金行业实现稳健经营和可持续发展。
- 指引从薪酬结构、绩效考核、支付机制、问责制度等多个维度作出系统性规定，通过一系列量化指标和刚性约束，引导基金管理公司将员工激励与基金长期业绩深度绑定，进一步促进行业健康发展。



二、公募基金方兴未艾，被动投资将成趋势

2.1 发展现状：主动权益产品增长放缓，被动产品规模快速增长

➤ 中国公募市场在过去15年得到了高速发展，资产规模从2010年末的2.5万亿元扩大12倍至2024年末的32.3万亿元。经历了三轮发展周期：

✓ ①货币基金快速发展期

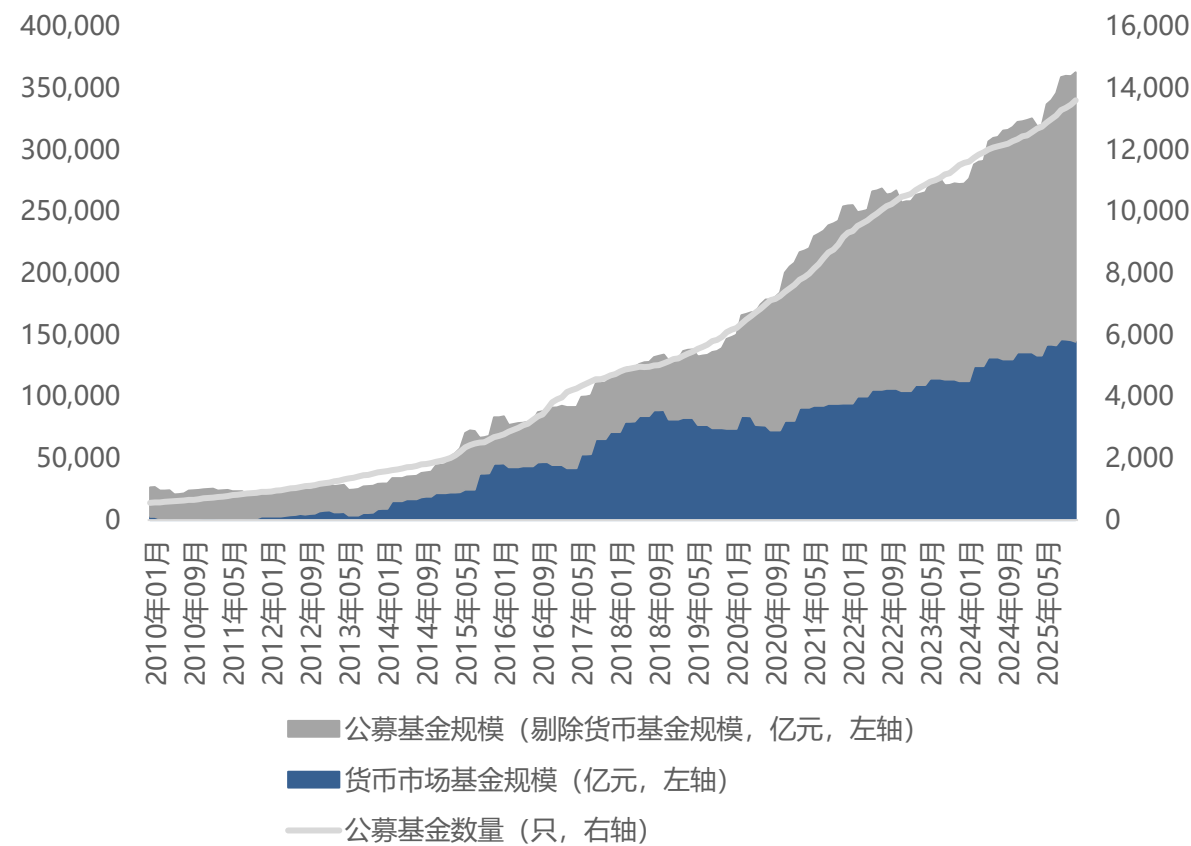
- 货币基金进入大众视野。2013年互联网金融兴起，余额宝推出；2015年股市大跌后的投资者避险情绪，推动了货币基金的扩张。
- 货币基金规模迎来了又一次的快速扩张。2017-2018年，MPA监管趋严下资金面紧张而带来的短端收益率上升，带动货币基金收益率不断走高；同时货币基金具有免税优势，获得大量银行委外投资。
- 货币基金规模进入平稳化阶段。为了防范货币基金因规模膨胀暗藏的流动性风险，证监会在2017年8月公布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，通过流动性和风险准备金的要求来约束摊余成本法核算的货基规模，限制货币基金规模无序扩张。同时2018年6月，证监会发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，对货币基金互联网“T+0赎回提现”实施限额管理。

✓ ②非货公募基金快速扩张

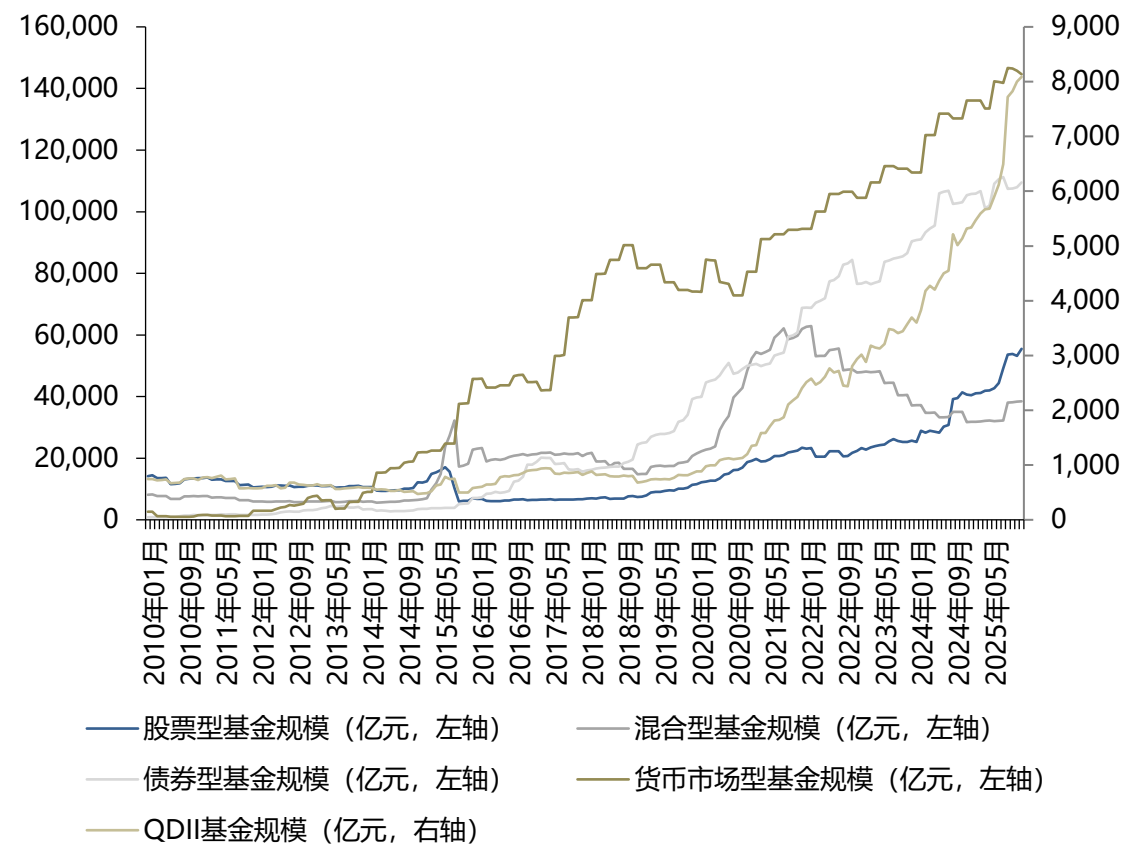
- 从2019年开始，公募基金规模的快速上升主要来源于非货币基金规模的增长。2019年开始资本市场改革政策不断落地，如并购重组有所松绑，两融机制提升、创业板注册制、再融资新规、公募产品注册提速等，使权益市场吸引力大大增加。
- 同时，2019-2021年资本市场出现结构性行情，股市收益分化明显，对投资者投资能力的要求提高，主动股混型基金相对股市赚钱效应更明显，基金极端回撤风险控制较好，这让越来越多的投资者逐渐意识到“炒股不如买基金”，选择将资金交给专业的投资机构，另外在互联网代销平台的助推下，公募基金市场规模快速扩张。

2.1 发展现状：主动权益产品增长放缓，被动产品规模快速增长

图：2010-2025年公募基金市场基金数量及规模



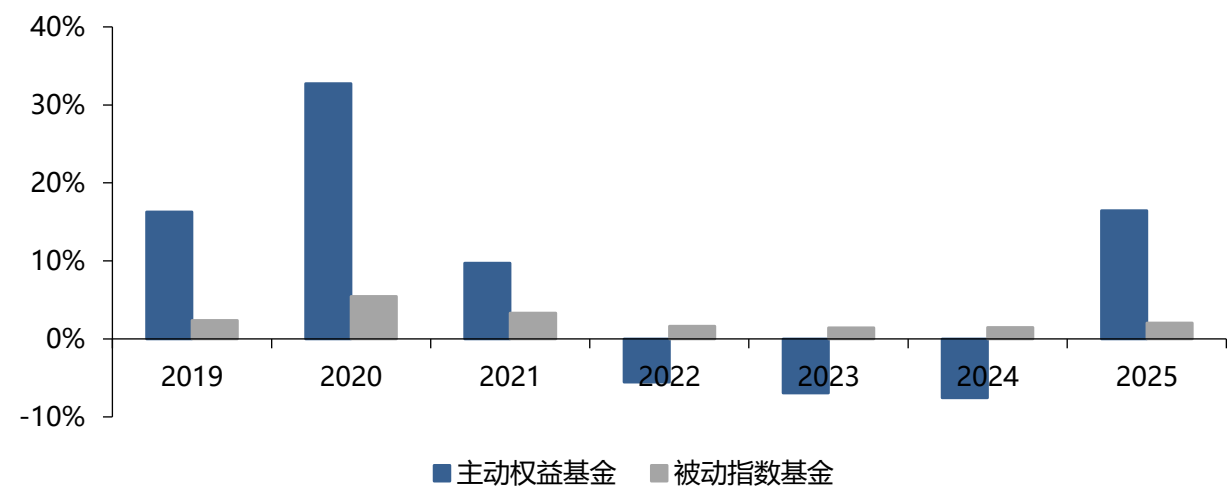
图：2010-2025年各类型公募基金规模（亿元）



2.1 发展现状：主动权益产品增长放缓，被动产品规模快速增长

- ✓ ③以ETF为代表的被动指数投资兴起
- **被动投资的兴起一方面源于政策的有力引导和支持。**2024年4月发布的新“国九条”提出，大力发展权益类公募基金，建立交易型开放式指数基金快速审批通道，推动指数化投资发展。2024年9月24日，证监会主席在国新办发布会上表示，将进一步优化权益类基金产品注册，大力推动宽基ETF等指数化产品创新，适时推出更多包括创业板、科创板等中小盘ETF在内的基金产品。2025年以来发布的《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》、《推动公募基金高质量发展行动方案》进一步细化及深化了被动投资的发展框架。
 - **另一方面是由于受市场波动等影响，2022-2024年主动权益类基金“赚钱效应”较差，很难跑出相对收益，而被动指数型基金基本跑赢业绩基准。**随着被动指数基金产品种类日益丰富、中长期资金持续入市、投资者对指数基金认识的加深，指数产品规模有望持续扩大，被动投资时代已来临。

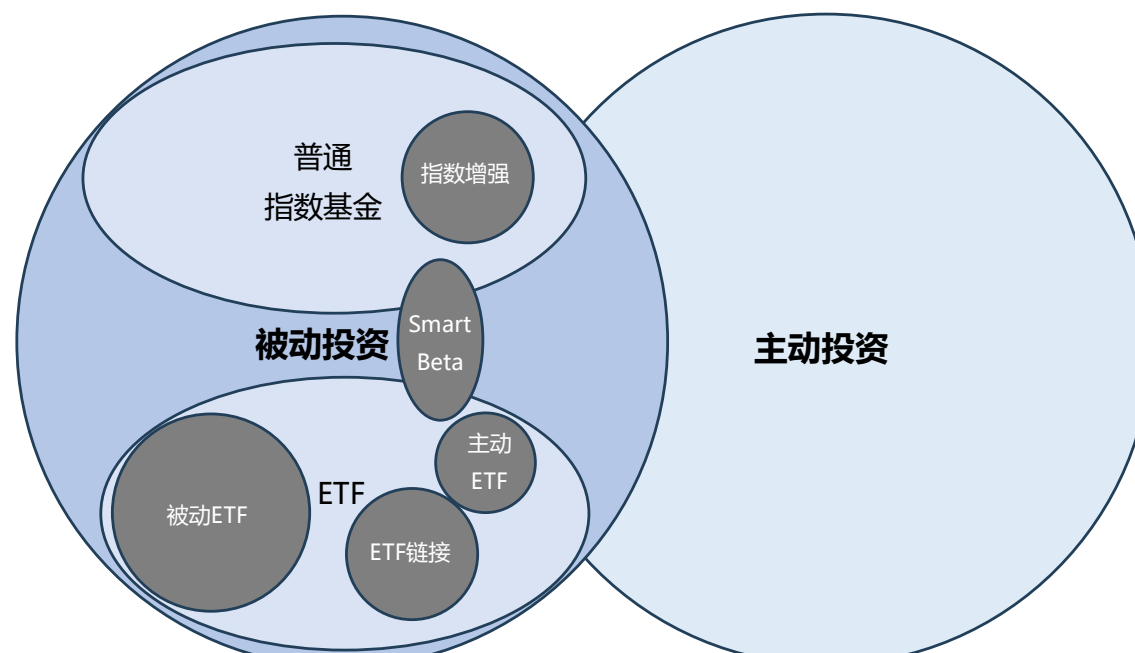
图：2019年以来主动权益基金与被动指数基金超额收益



2.1 发展现状：主动权益产品增长放缓，被动产品规模快速增长

- **被动投资**主要指通过投资特定指数成分股以复刻指数表现，主要有两大投资工具：**普通指数基金**和**ETF**。两者的主要区别在于，ETF能同时在一级市场申赎和二级市场交易，而普通指数基金则一般仅限于申赎。相应的，这两类工具衍生出的指数增强基金和ETF链接基金也可属于被动投资。
- ETF与被动投资并不能完全等同，ETF也可以划分为主动ETF与被动ETF，只是主动ETF占比非常小
- 部分投资策略也属于被动投资的范畴，如Smart Beta策略，Smart Beta主要是通过投资特定因子来实现收益，这种策略更多的通过ETF作为载体，也有少部分通过普通指数基金作为载体。此外，部分投资者自行配置指数成分股进行投资在一定意义上也在被动投资的范畴。

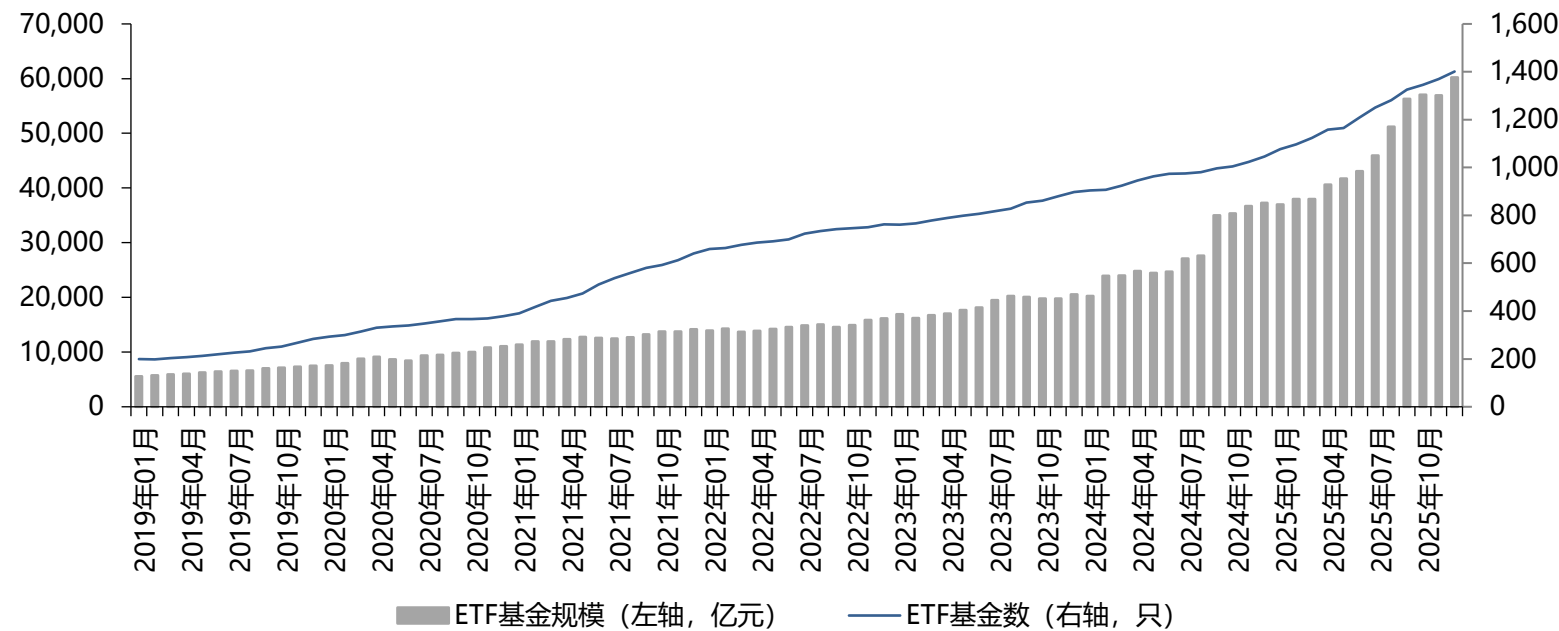
图：主动投资与被动投资的关系



2.2 政策影响①：被动投资规模进入上升期，品种逐渐丰富

➤ **ETF基金市场进入规模迅速上升期，品种逐渐丰富。**产品数量和发行速度大幅增加，ETF数量从2018年的198支快速增长至2025年的1401支，复合增速32%，资产净值从5082亿元增长至6.0万亿元，复合增速42%。产品类型也开始创新，除了宽基指数外，还出现了行业主题、Smart Beta、跨境、债券、商品等多样化的ETF产品，满足了投资者的不同需求和风险偏好。同时，ETF也受到了政策的支持和推动，如创业板、沪港通、深港通、MSCI纳入A股等利好消息，提升了ETF的市场影响力和吸引力。尤其是行业主题ETF成为发行市场的主旋律，迎合了A股市场的行业轮动行情，为投资者提供了更灵活的投资工具。此外，ETF基金市场也开始向海外拓展，增加了跨境ETF和港股ETF的发行，为投资者提供了更广阔的投资空间和机会。

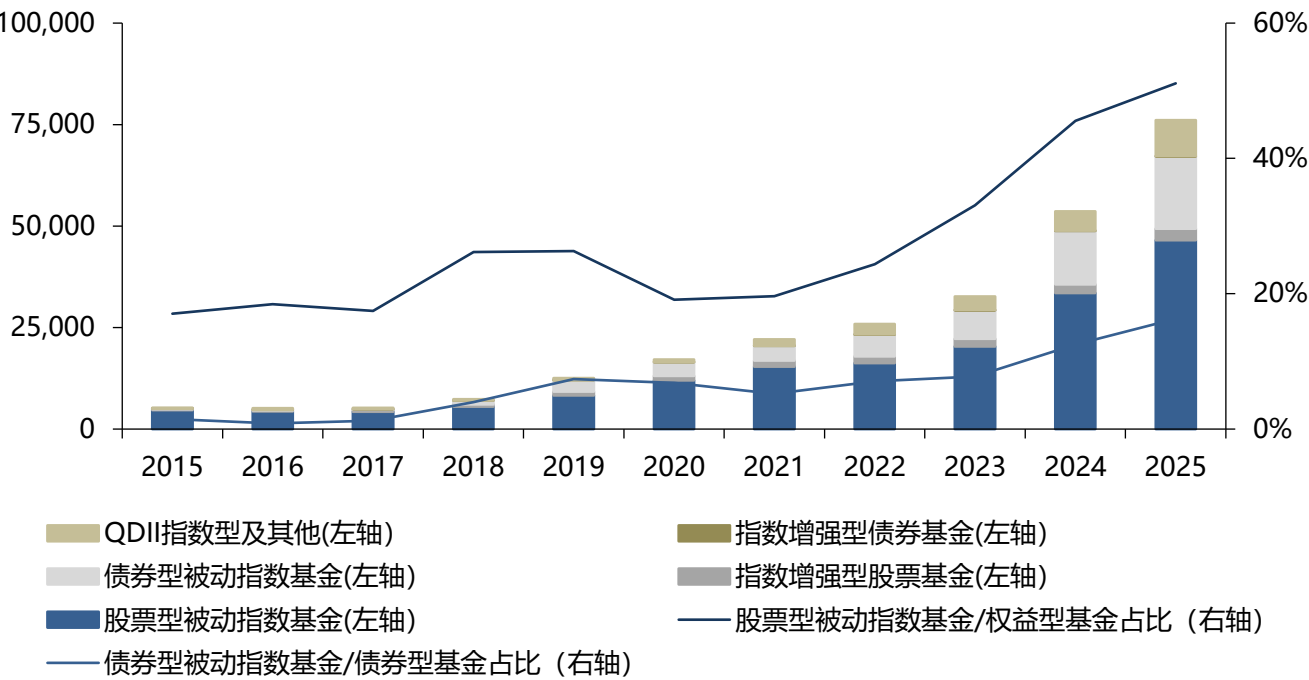
图：2019年以来ETF基金数量及规模



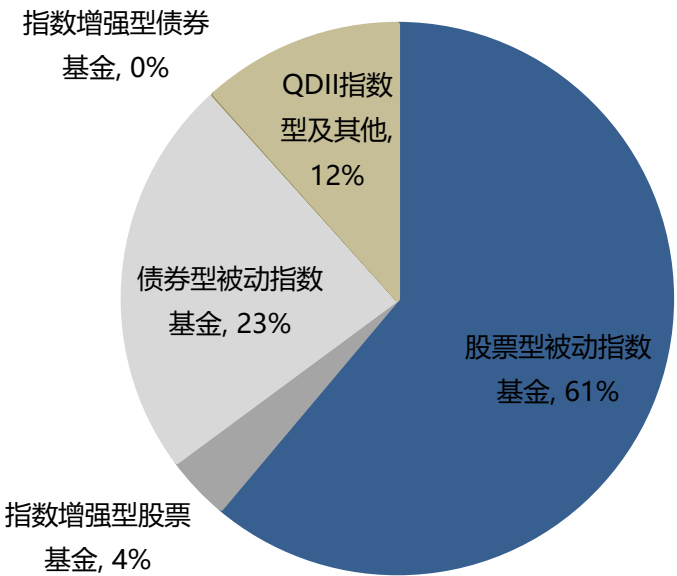
2.2 政策影响①：被动投资规模进入上升期，品种逐渐丰富

- **被动指数基金超高增长。**2019年以来，国内各类指数基金规模快速增长：截至2025年末，股票型被动指数基金规模较2018年末增长739%，债券型被动指数产品规模较2018年末增长17倍，QDII等其他指数产品规模增长29倍。
- **权益类基金中被动指数型基金占比近一半。**截至2025年末，股票型被动指数基金规模达4.7万亿元，占权益类产品规模的51%；债券类指数基金规模1.8万亿元，占债券类产品规模的16%。截至2025年末，市场上的指数型产品以权益类为主，占比65%。

图：2015年以来各类被动指数、指数增强产品规模（亿元）



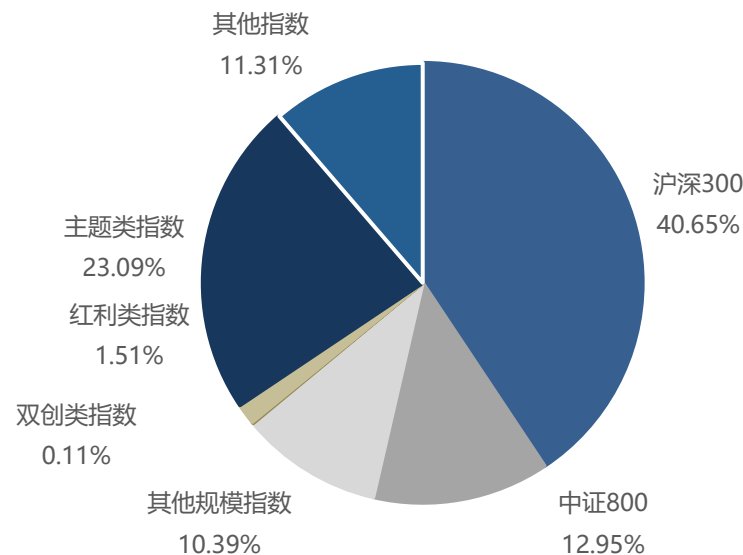
图：截至2025年末，被动指数型产品规模占比以权益类为主



2.3 政策影响②： 强化业绩基准，有望推动主动投资向指数增强

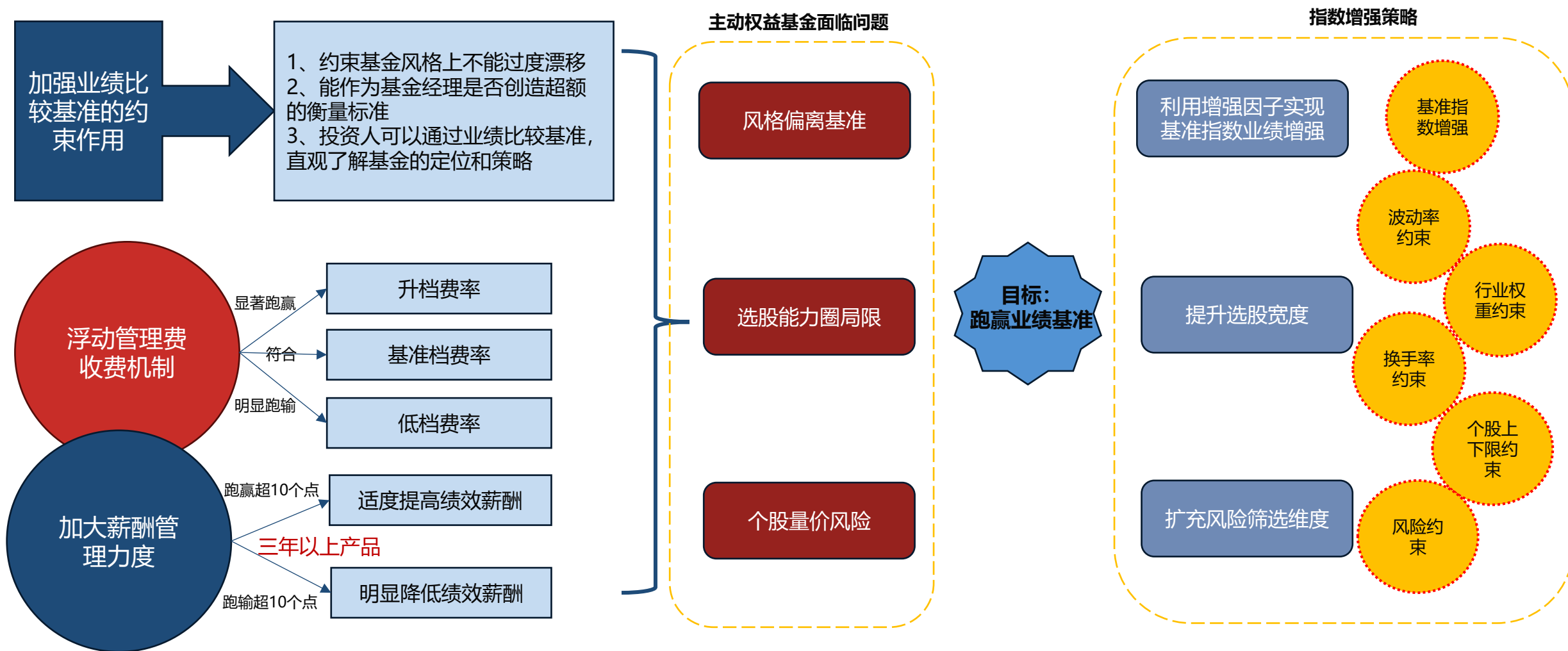
- **主动偏股基金或逐渐演变为指数增强产品。**过去公募行业为实现规模增长的目的追求弹性，与监管层所倡导的理念存在偏离。浮动管理费机制及考核新规之下，基金持仓结构的调整是必然趋势，以往依赖押注高弹性赛道获取超额收益的策略，将逐步转型为以基准指数为核心的配置体系，即以60%-80%左右仓位紧密跟踪基准指数，剩余仓位通过精细化选股捕捉超额收益，推动主动投资向指数增强模式运作。
- **截至2025年末，以中大盘宽基指数为基准的主动偏股基金占比超70%。**截至2025年末，沪深300和中证800是主动偏股基金的两大主要基准指数，相关产品规模分别达1.7万亿、5342亿元，占比为40.7%、13.0%；以其他规模指数（如中证500、中证A500、中证1000等）为基准的主动偏股基金规模则为4284亿元，占比10.4%。此外，约有2%左右的产品对标双创类、红利类指数。23.1%的主动偏股基金为赛道型产品，以TMT、医药、消费等主题指数为基准。

图：25年末分业绩比较基准看，主动偏股基金的规模分布



2.3 政策影响②： 强化业绩基准，有望推动主动投资向指数增强

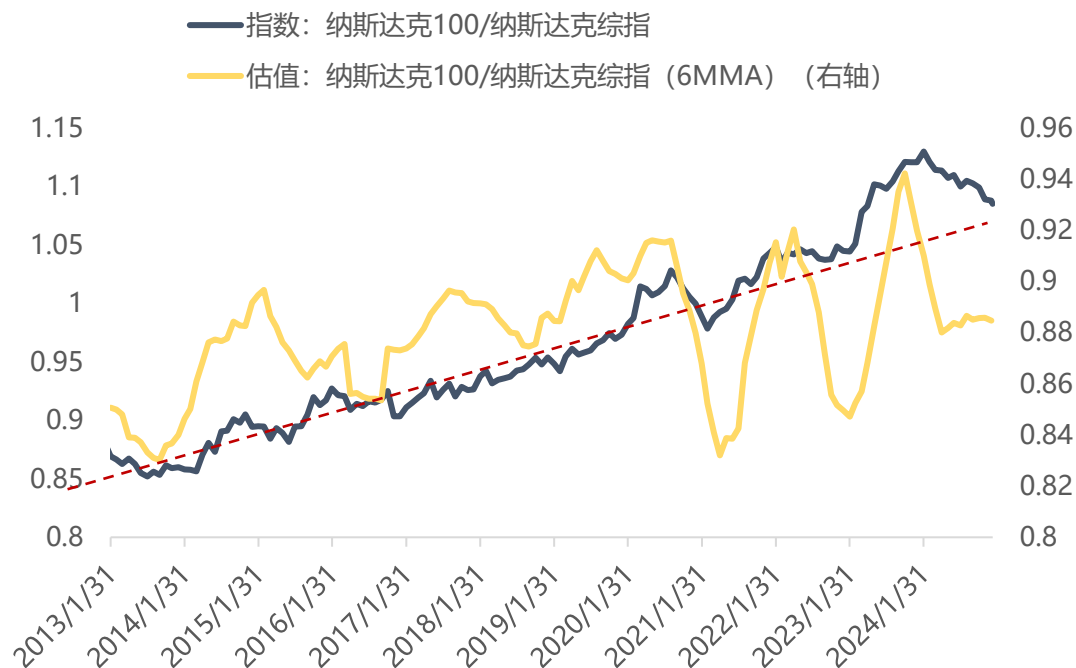
图：浮动管理费制度及考核新规下，主动投资向指数增强策略的演变逻辑



2.4 政策影响③： 改变行业生态， 基准指数有望迎来估值溢价

- 沪深300、中证800为代表的中大盘宽基指数后续仍为主流基准，因此长期来看，公募向基准靠拢将推动此类指数的估值中枢上行，并且助长大盘风格。以美日市场为例，一方面，随着被动化进程的推进，一些具有代表性的“标杆”指数具备更强“吸金”能力，并因此获得估值溢价；另一方面，被动化助推了市场大小盘分化格局的形成，不论从指数的相对点位还是从相对估值角度看，均呈现大盘相对小盘超涨的趋势。

图：2013年以来，纳斯达克100相对纳指点位和估值比双双提升



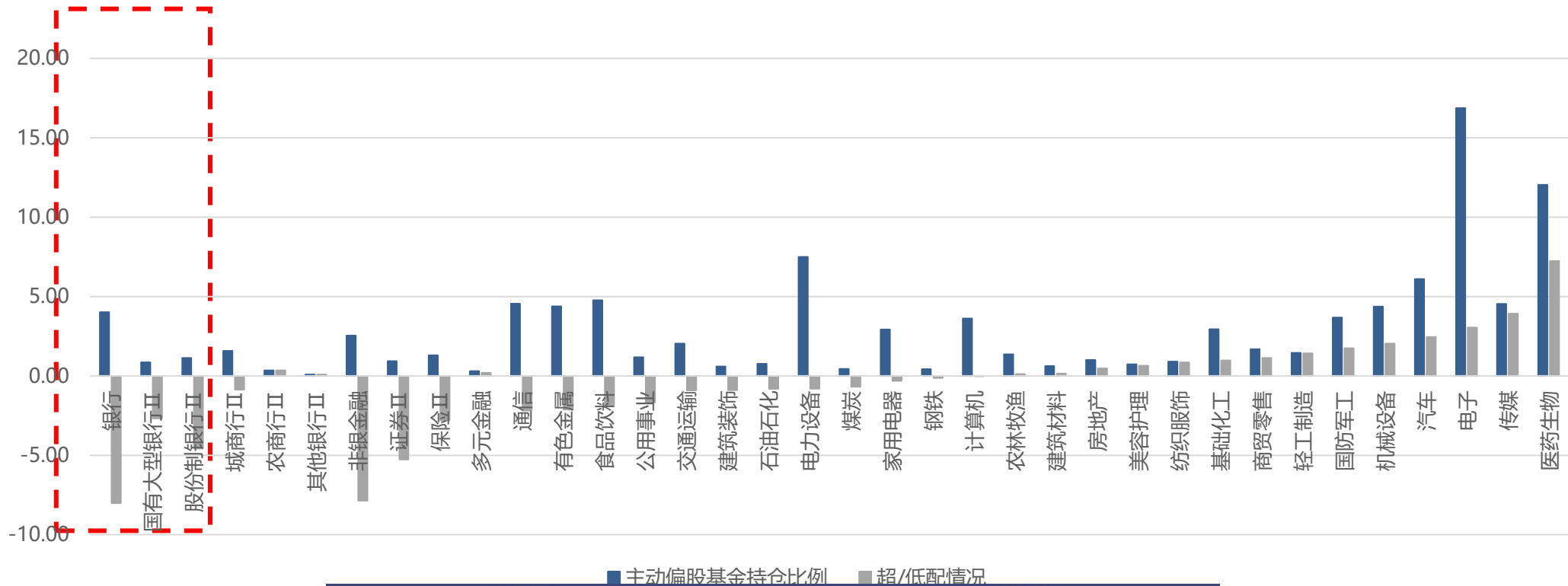
图：2005年以来，日经225相对东证指数点位和估值比双双提升



2.5 政策影响④：短期引导市场回补低配板块，大金融板块最为受益

- 《推动公募基金高质量发展行动方案》通过强化业绩比较基准约束，要求基金经理投资组合与基准紧密挂钩，当前大金融板块明显低配。以沪深300为基准，2025年末非银金融、银行的权重分别为10%、12%，但主动偏股基金（截至2025年中期末，基金全部持股口径）对非银金融、银行的配置比例仅有2.5%、4.0%，分别低配7.9个百分点、8.0个百分点。因此为避免业绩大幅偏离基准，资金可能会回补银行、非银金融等板块。
- 具体从二级行业来看，2025年中期末国有大型银行、股份制银行、城商行分别低配2.7、4.6、0.9个百分点；证券、保险分别低配5.3、2.8个百分点。

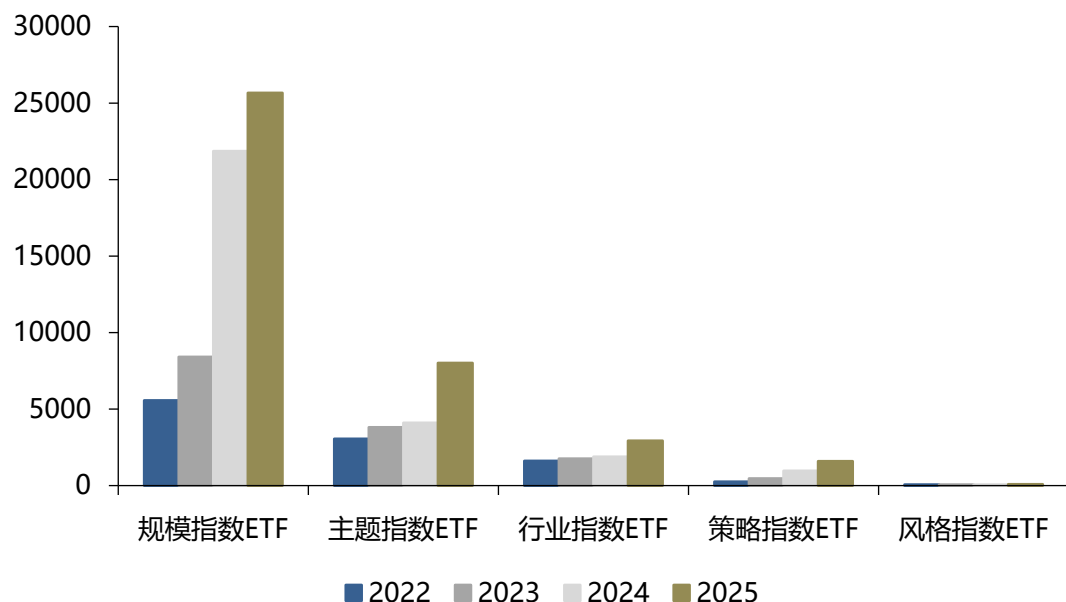
图：2025年中期，以沪深300为基准的主动偏股基金显著低配大金融板块（%）



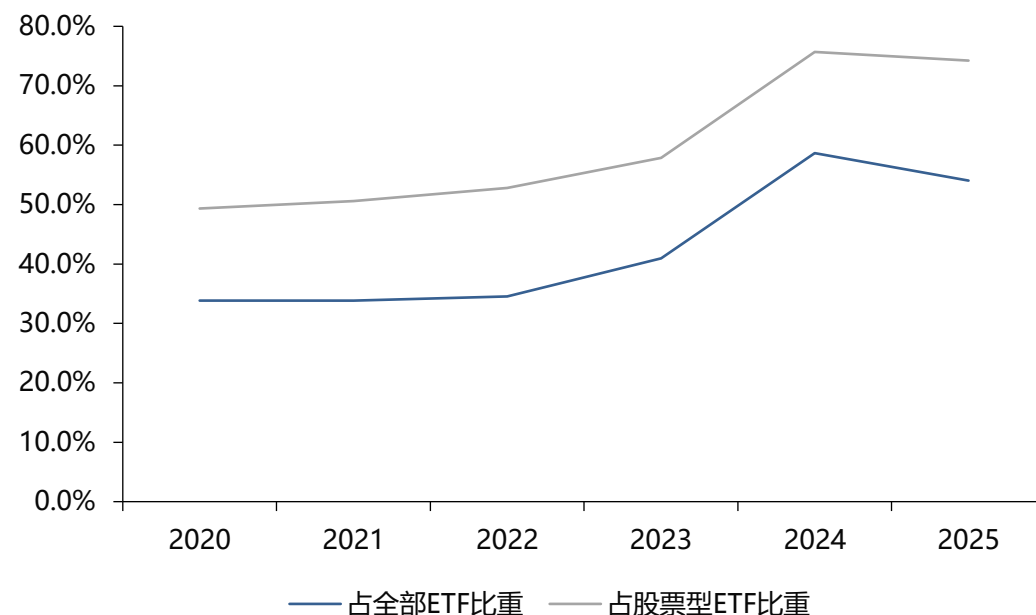
2.6.1 基金公司转型①：产品布局以宽基筑基，聚焦差异化特色领域

- **做优做强核心宽基ETF产品。**从总量角度看，截至2025年末，全市场股票ETF规模由2022年末的1.05万亿元增长至3.8万亿元，其中宽基指数ETF规模由5569亿元增加至2.6万亿元，贡献了72%的增量。从结构角度看，截至2025年末，宽基指数ETF占全部ETF规模比重达到43%，占股票型ETF比重达到67%，占比虽较2024年降低，但占比远高于其他类型ETF。当前市场上规模最大的ETF以跟踪沪深300、上证50等指数为主，指数成分股覆盖了A股市场上规模最大、流动性最好的一批股票，且行业分布分散程度高，是中长线资金入市的主要途径。未来宽基ETF的主导地位将进一步稳固，成为推动ETF规模增长的主要力量。

图：2022-2025年股票型ETF规模分布（亿元）



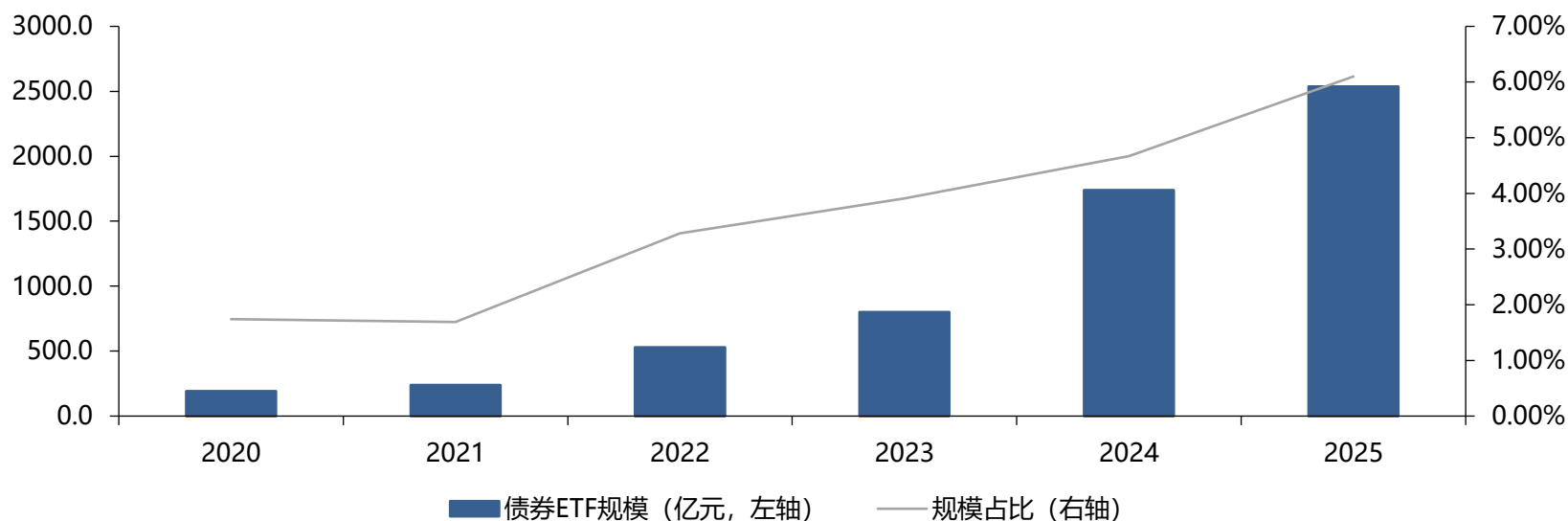
图：2020-2025年宽基ETF规模占比情况



2.6.1 基金公司转型①：产品布局以宽基筑基，聚焦差异化特色领域

- **拓展资产类别及策略维度，实现被动投资产品布局多元化。** 1) 资产类别维度。对于被动投资领域的后进入者而言，可开拓国内被动投资市场尚未充分开发的领域，如跨境资产、债券和商品等。以固收类ETF为例，2025年大幅增长，但规模相对权益仍较小，未来有广阔发展空间。截至2025年末，国内债券ETF产品数量为53只，较2024年增加了33只；规模为8290亿元，同比增长377%，占有所有ETF的比重由2024年的4.7%提升至13.8%，仍有较大发展空间。未来政策有望在债券ETF的产品创设、运作机制等方面给予更多支持，改善债券基金主被动投资失衡的局面。
- 2) 策略维度，推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数ETF，进一步提升ETF产品多样性和可投性。

图：2020-2025年债券ETF规模变化情况



2.6.2 基金公司转型②：优化策略，主动被动协同，拓宽回报空间

- **被动投资崛起背景下，主动投资管理能力的价值亦进一步凸显。**在被动指数基金占比超越主动型基金的趋势下，并不意味着“阿尔法收益”的完全消失。在竞争更为激烈且透明的环境下，能长期保持竞争力的主动权益基金经理及相应长期提供稳定alpha收益的主动产品实际上都会变得极为稀缺。从供需的两个视角来看，被动化投资程度不断加深的过程中，一方面市场对优质alpha定价能力的需求越来越大，一方面能提供优质alpha定价的难度越来越高，提供优质alpha定价能力的供给较为稀缺。
- **主动与被动相搭配，可拓宽回报空间。**若单独使用被动投资，市场整体向上时，或能保持长期稳定盈利，但回报可能有限。而单独使用主动投资，则有机会获取超额收益，但难度较高。因此，相对有利的策略是将两者结合，并根据市场情况灵活调整仓位，从而拓宽回报空间。

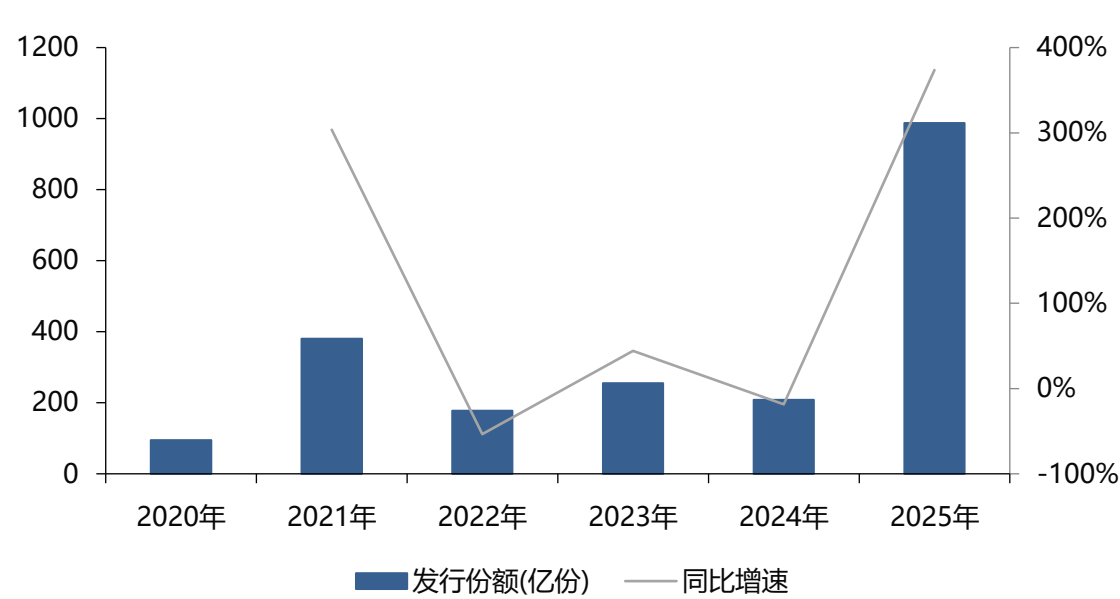
图：主动投资与被动投资的收益特征对比

收益类型	特征描述
阿尔法收益 (主动投资)	与市场关联度较低：优秀主动基金通过选股/择时创造额外回报
	代表基金经理主动管理能力：长期保持阿尔法收益体现持续超额收益能力
	获取难度大且可持续性存疑：多数主动基金长期难以维持正阿尔法收益
贝塔收益 (被动投资)	源于市场整体增长：依赖市场上涨行情获取收益
	低成本低风险优势：被动指数基金管理费低，适合长期定投
	无超额收益特性：仅复制指数表现，无法超越市场基准

2.6.2 基金公司转型②：优化策略，主动被动协同，拓宽回报空间

➤ 对于非头部公募而言，可回避ETF红海竞争，将重点转向指数增强基金。指数增强基金指的是在被动跟踪指数的基础上，加入增强型的主动投资手段，对投资组合进行适当调整，从而追求相对基准指数超额收益的基金产品。2025年指数增强基金的发行呈现爆发式增长，体现出市场对“被动投资+主动增强”策略的认可。2025年，全市场已发行指数增强基金产品183支，发行份额988亿份，同比增长374%。对于非头部公募而言，选择以场外指数增强产品为突破口，既可避开与头部机构的直接竞争，同时也能发挥自身在量化模型构建上的差异化优势。后续伴随新指数推出、策略创新及投资者需求多元化，指数增强基金或将成为公募行业未来扩容的重要方向。

图：2020-2025年指数增强基金发行规模（亿份）



图：指数ETF与增强指数基金特点对比

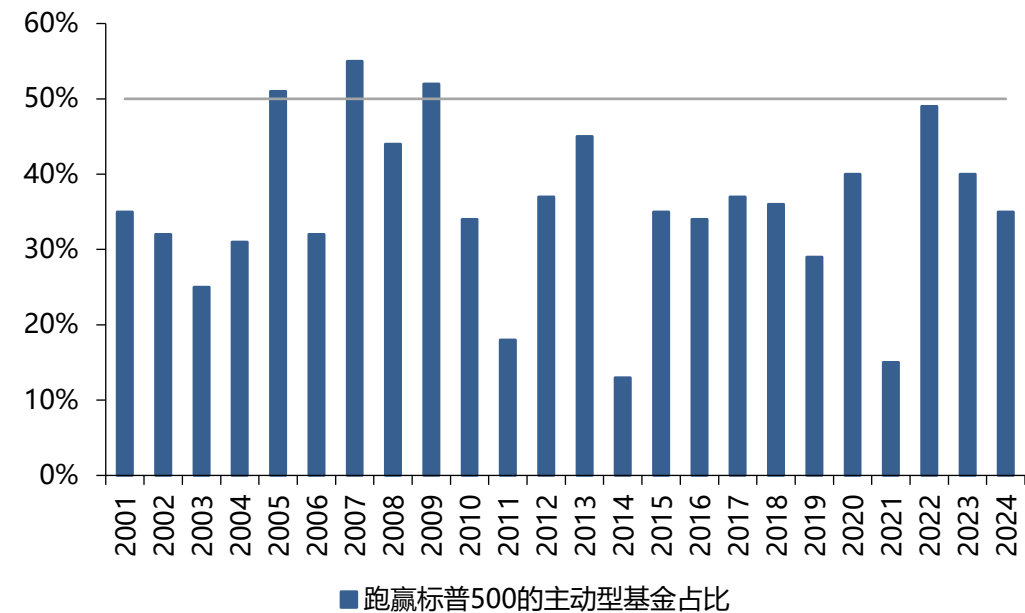
	指数ETF	增强指数基金
是否上市交易	是	否
投资者参与方式	一级市场申购/二级市场买卖	场外现金申赎
投资目标	紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化	在严格控制与目标指数偏离风险的前提下，力争获得超越指数的投资收益
年化跟踪误差目标	一般为2-4%	一般为6-8%
管理费率	集中于0.15-0.6%	0.5-1.2%
持仓披露频率	每日通过PCF披露持仓	每季度披露前十大股票持仓，每半年披露全部股票持仓
优点	1) 盘中实时买卖 2) 一、二级市场套利 3) 接近满仓运作，跟踪误差小 4) 总费率低	1) 盘中实时买卖 2) 一、二级市场套利 3) 力争获取超越指数的收益

三、被动投资在美国市场发展迅速

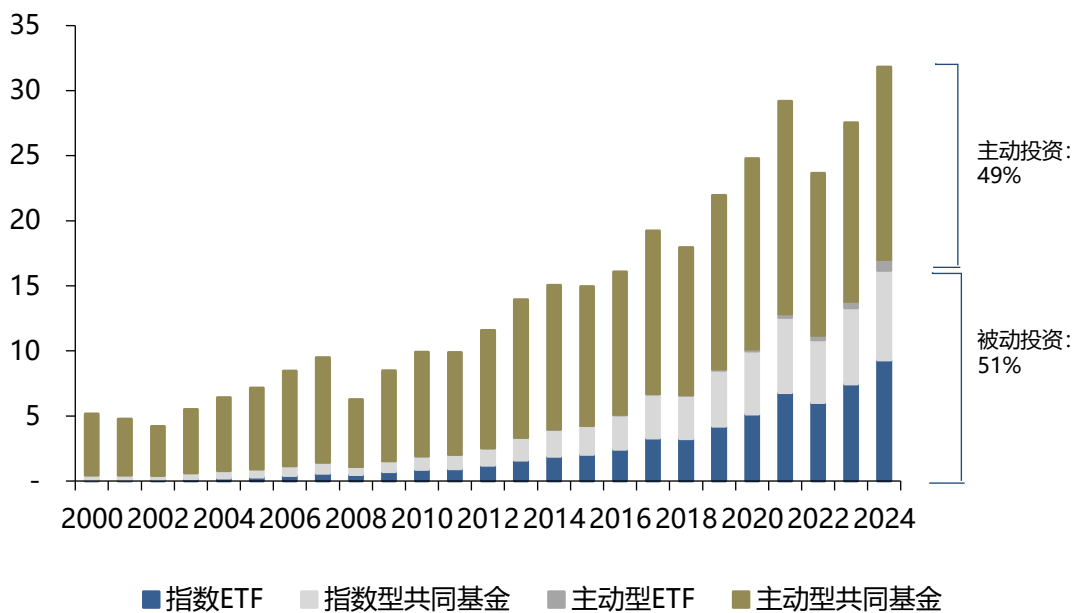
3.1 美国被动投资规模已超越主动投资

- 美国股市遭遇2001年互联网泡沫破裂以及2008年次贷危机两次重创，主动管理产品收益下滑，跑赢大盘指数难度增加。根据标普道琼斯指数公司发布的基金绩效评分报告，2001-2023年，主动管理型基金跑赢标普500指数比例仅在2005、2007、2009年超过50%。
- **低费率、高透明度、高便利性的被动产品迅速兴起，获得投资者青睐。**2000-2024年，美国主动型ETF+主动共同基金、指数ETF、指数共同基金规模CAGR分别为9%、42%、23%，占比分别由91.3%、1.3%、7.4%变为49.1%、29.2%、21.7%，被动投资规模已超越主动投资规模。

图：2001-2024年美国跑赢标普500指数的主动基金占比



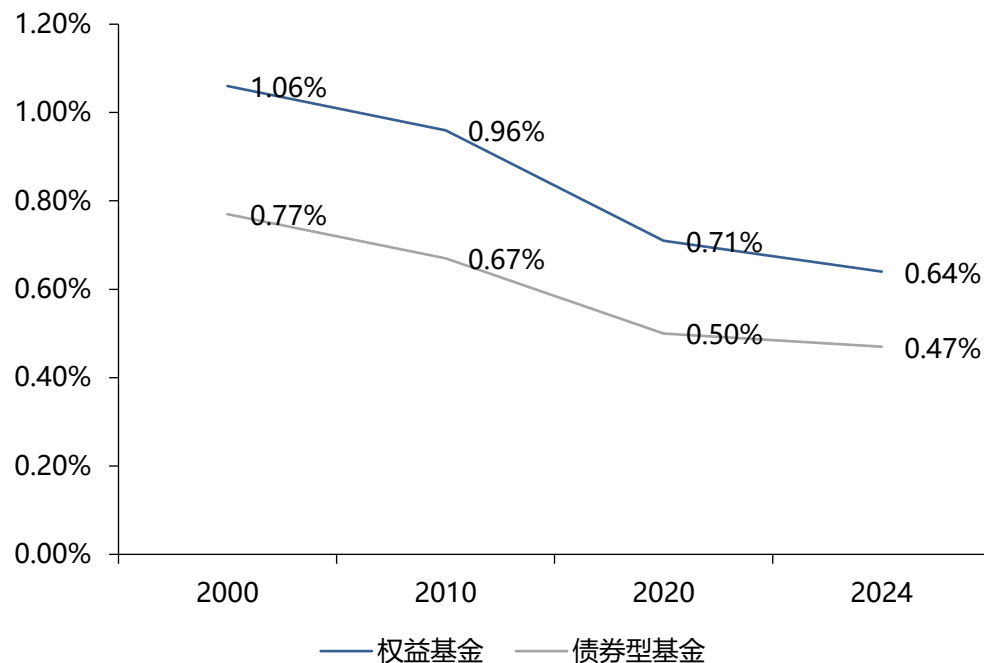
图：2000年以来美国被动投资规模增速远超主动投资（万亿美元）



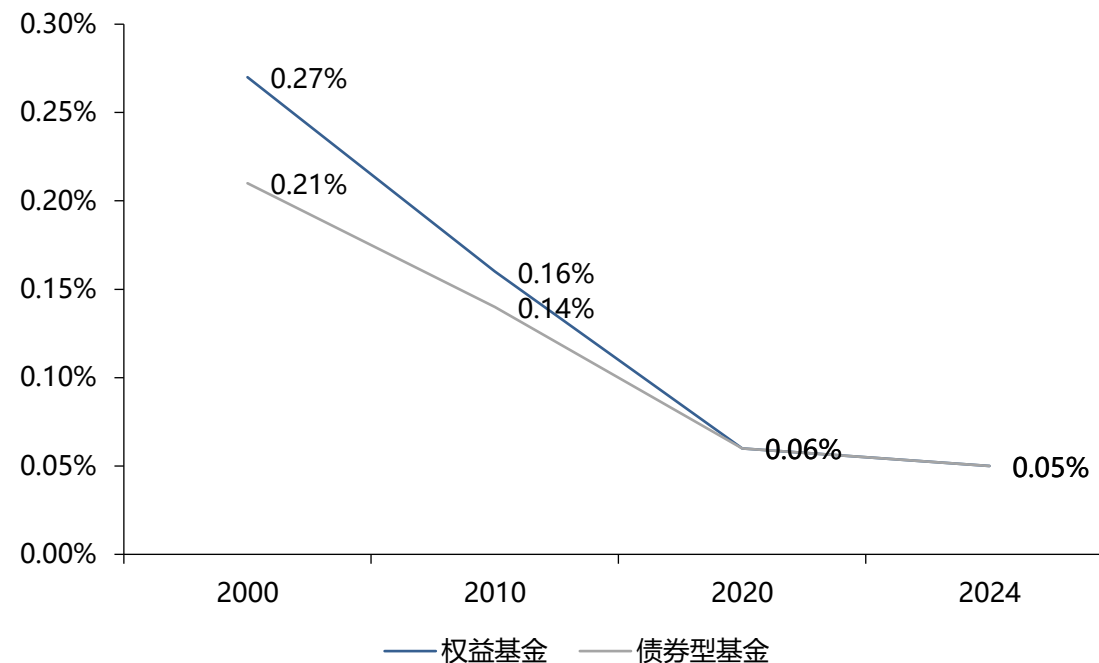
3.1 美国被动投资规模已超越主动投资

- **被动投资相较主动投资费率更低。** 2024年美国权益类基金主动投资平均费率为0.64%，而被动投资平均费率仅为0.05%，十分之一不到；债券类基金主动投资平均费率为0.47%，被动投资平均费率为0.05%。

图：美国主动投资加权平均费率



图：美国被动投资加权平均费率



3.2 贝莱德：以权益类、被动投资产品为主，打造全谱系产品

➤ **贝莱德创立于1988年，是全球最大的资产管理集团。**贝莱德拥有比较全面的投资谱系，2024年末，传统主动管理型资产（包括股票、固定收益、混合型等）占管理资产总额的25%，被动管理型资产（主要包括ETF及其他指数基金）占67%，另类投资占8%。从地域分布来看，布局同样非常均衡，其中2024年65%的收入来自美洲，30%的收入来自欧洲，5%的收入来自亚太。公司发展历程可分为四个阶段：

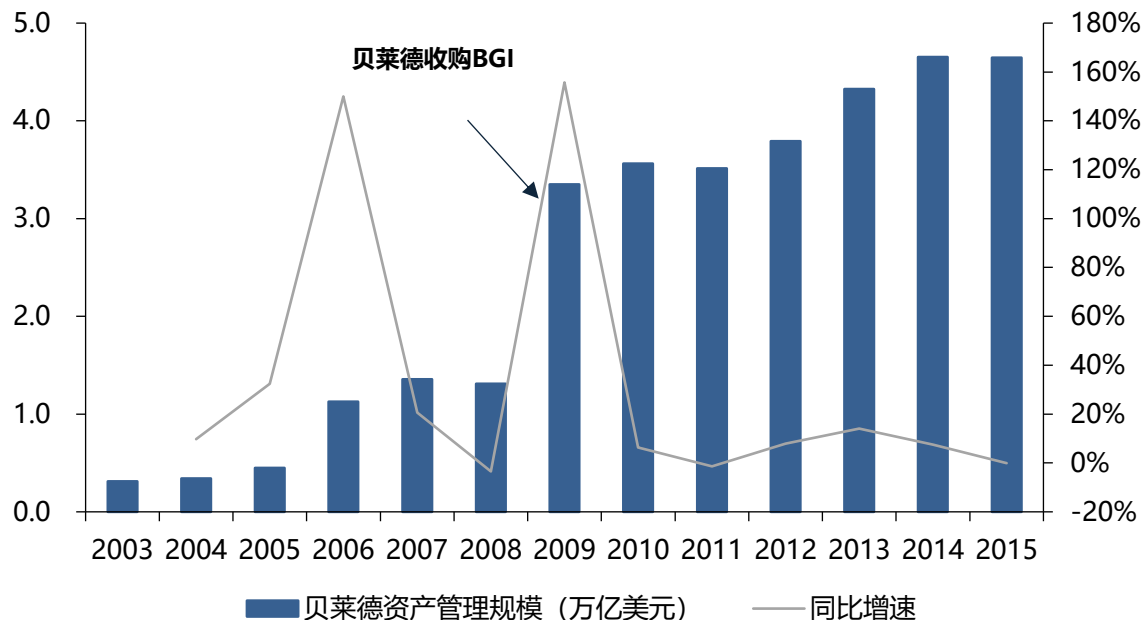
表：贝莱德发展历程

阶段	年化复合增速	大事件
1988-1994年： 脱胎于黑石集团，奠定风控基因	65%	1988年：前身黑石集团资管部 1989年：风险管理系统技术开发 1992年：独立更名贝莱德
1995-2004年： 开发风险管理系统，积淀核心竞争力	23%	1995年：黑石持有的贝莱德股份被PNC金融服务集团收购，PNC向贝莱德提供其大型分销网络并注入股权、流动资产、共同基金等业务 2000年：推出BlackRock Solutions® 风险管理及技术服务 2002年：Aladdin交易前分析工具AnSer诞生
2005-2009年： 通过资本运作成为全球最大资管机构	65%	2005年：收购道富研究与管理部门（SSRM）和投资顾问团队，实现从固收类产品拓展到权益类产品；提升AUM520亿美元 2006年：与美林资管（MLIM）合并，引入大量机构投资者，资产规模翻倍；提升AUM5390亿美元 2007年：斥资17亿美元收购全球最大FOF管理人Quellos，提升FOF基金的规模及相应投资管理能力 2008年：次贷危机使众多大型金融机构深陷破产之际，贝莱德不但免受波及，而且还成为美国政府清理有毒资产的专家顾问，名声大振 2009年：斥资135亿美元收购巴克莱全球投资者公司（BGI），获得旗下全球最大的ETF交易平台iShares，从主动管理转移到被动投资，AUM从1.3万亿跃至3万亿美元，成为全球第一大资产管理公司
2010年至今： 借被动投资崛起之势迅速扩张，坐稳龙头巩固护城河	9%	2011年：向卖方业务延伸，如成立小型资本市场、启动内部交易平台以降低对经纪商依赖、启用人工智能、积极在ESG领域开展投资； 2012年：收购Claymore，加强在加拿大的零售业务，补充现有ETF产品线 2015年：斥资2.73亿美元收购业内领先智能投顾Future Advisor，支持BlackRock Solutions平台的发展，将机器人投顾打造为ETF的一个分销渠道 2016年：创建财富管理平台Aiaddin Welath；投资金融科技平台iCapital Network，为高净值投资者及其顾问提供对冲基金 2017年：收购领先金融技术提供商Cachematrix，提升现金管理流程技术 2018年：斥资12亿美元收购法国另类投资综合技术解决方案公司eFront

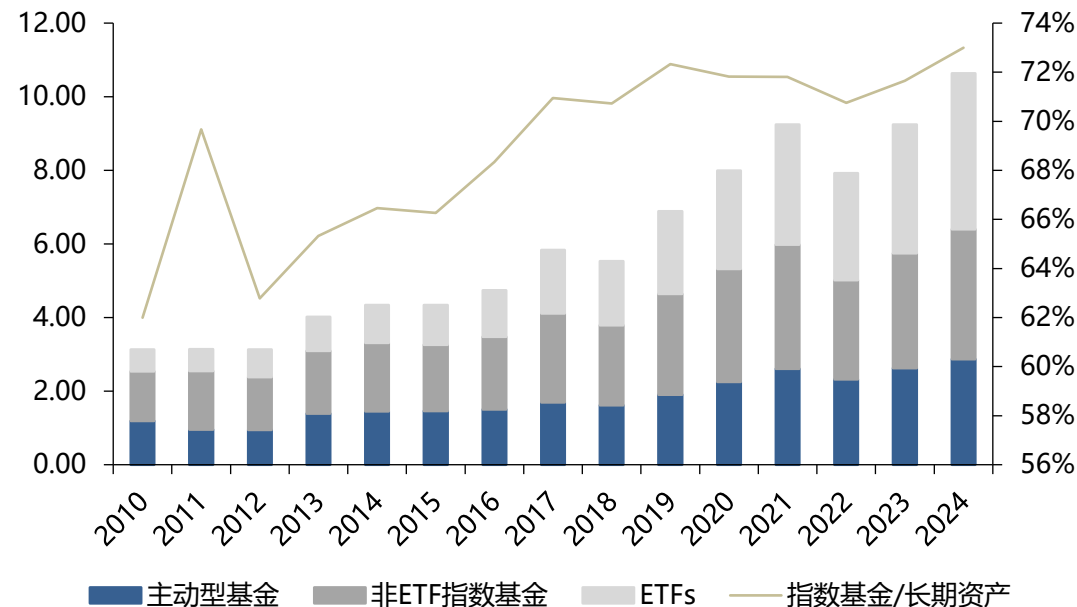
3.2 贝莱德：以权益类、被动投资产品为主，打造全谱系产品

- **贝莱德瞄准被动投资市场机遇，通过收购BGI布局ETF条线。**2009年，贝莱德收购巴克莱全球投资者（BGI），在实现自身管理资产规模跃升的同时，借力BGI旗下ETF旗舰产品iShares，被动投资ETF产品线得到大力扩充。截至2024年，贝莱德非ETF指数基金规模达到3.5万亿美元，较2010年增长141%；ETF产品规模达到4.2万亿美元，较2010年增长617%；被动投资类产品（非ETF指数基金+ETF）占公司长期资产比重由2010年的62%提升至2023年的73%。
- 收购完成后，贝莱德的策略结构更加完善，积极打造具有较强规模效应的被动产品、高收益的另类型产品以及能够满足客户多样化投资需求的多资产方案型产品，有效降低市场策略和资产类别表现轮动与波动对公司管理资产规模的影响，也使得贝莱德成为全球最大的资管公司。

图：贝莱德收购BGI前后AUM变化



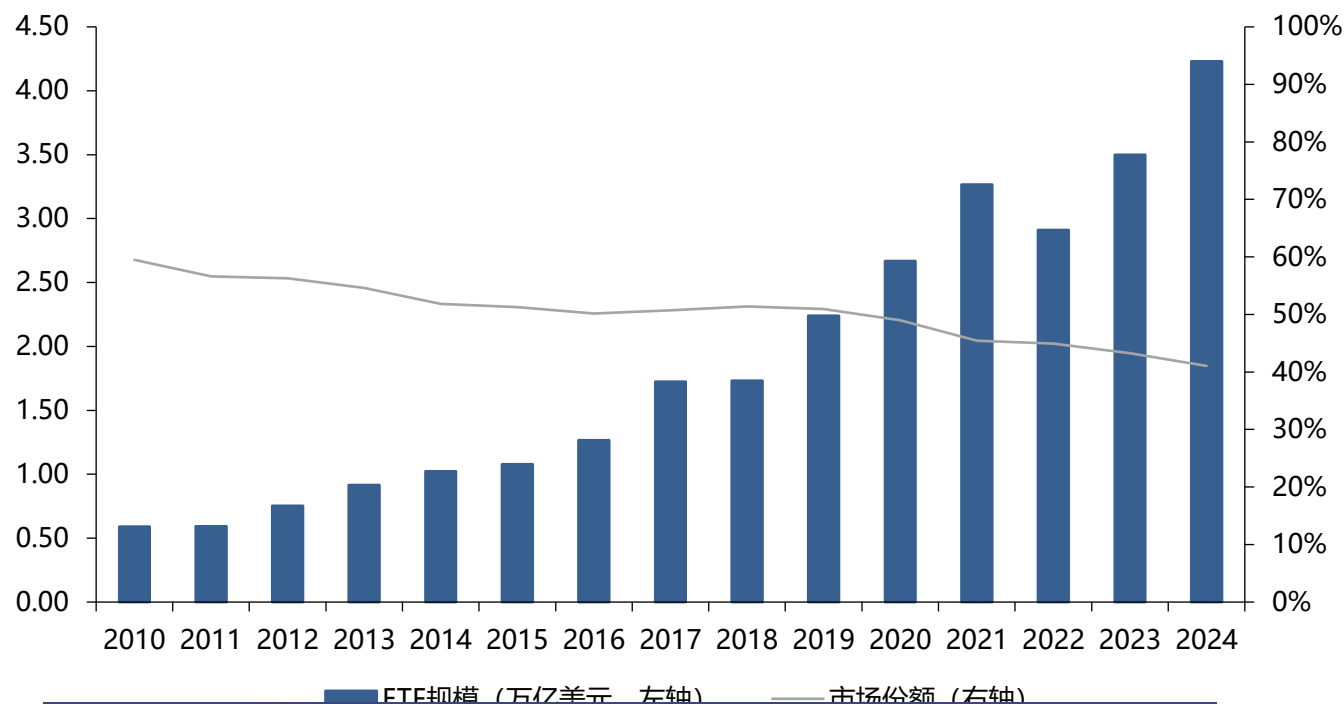
图：被动指数基金成为贝莱德AUM增长的主要驱动力 (万亿美元)



3.2.1 ETF市场份额稳居第一

- **积极打造拳头产品iShare，充分受益于被动投资赛道马太效应。**贝莱德iShare为投资者提供的ETF产品覆盖各地区、各种产品、各种策略、各行业的指数，并且在简单宽基指数外积极开发Smart Beta、多因子等策略。同时，在被动投资浪潮中，具备先发优势的被动产品由于知名度高、流动性好以及规模大而形成了“赢者通吃、强者恒强”的局面。
- 2010年以来，贝莱德ETF平均市场份额在50%左右，稳居第一。2024年，贝莱德实现3900亿美元的ETF净流入。

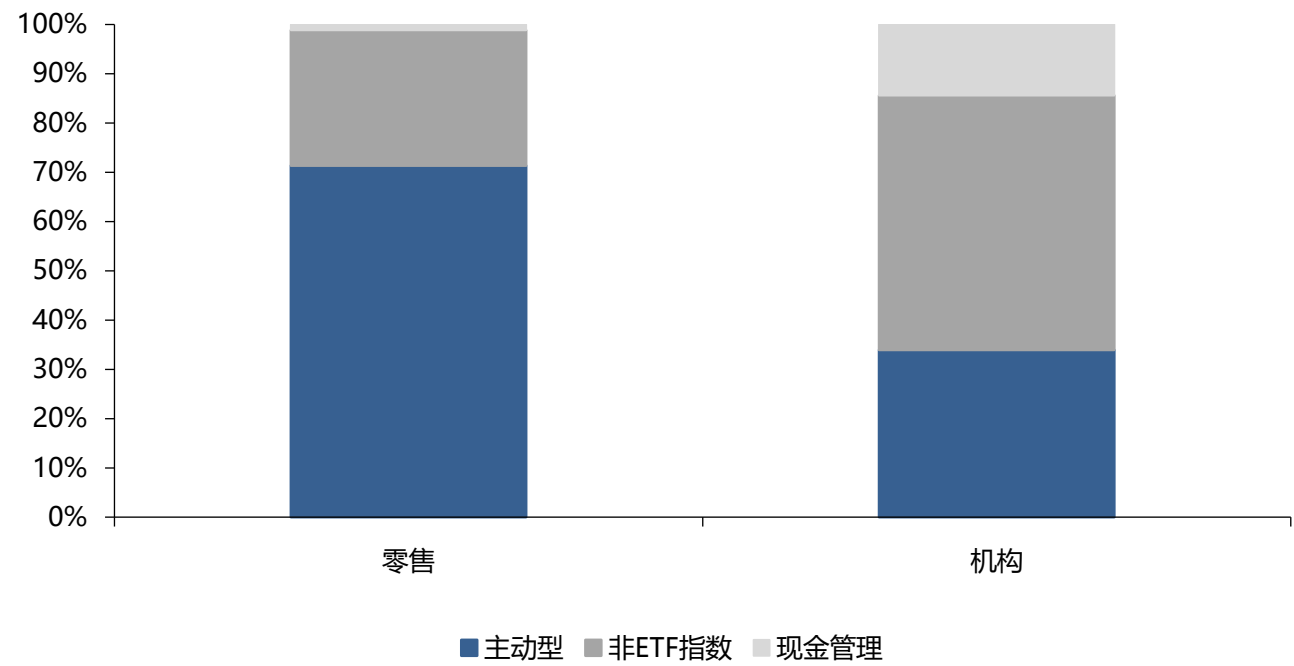
图：ETF产品占美国ETF市场份额相对稳定



3.2.2 零售客户以主动投资为导向，机构客户以被动投资为导向

- **零售客户为主动导向：**除去ETFs外，贝莱德零售客户的资产大部分由主动型共同基金组成，2024年主动型和指数型共同基金合计约1万亿美元，其中主动型共同基金约占零售端资产管理规模的71%，指数型共同基金约占27%。
- **机构客户为被动导向：**机构端客户对主动型基金的偏好程度低于零售端客户，2024年主动型和指数型共同基金合计约5.4万亿美元，其中主动型及指数型共同基金占机构端资产管理规模比分别为34%和52%。

图：2024年贝莱德主要客户类型的产品偏好



3.3 Vanguard：通过权益指数型基金满足个人养老资金需求

- 先锋基金成立于1975年，前身为威灵顿管理公司旗下基金子公司，目前公司在全球建立20个办事处、共服务全球超5000万投资者。公司采取客户所有制的股权架构，发展期间不断推陈出新，在美国共同基金发展浪潮中抓住时代机遇，实现规模快速扩张，逐步确立行业领先地位。
- Vanguard的成功得益于三点：1) 通过架构与维护低费率护城河，成为指数化投资巨头；2) 下决心进军ETF，赶上ETF发展大潮；3) 发挥自身低费率和指数化产品的优势，通过养老产品实现规模跃迁。

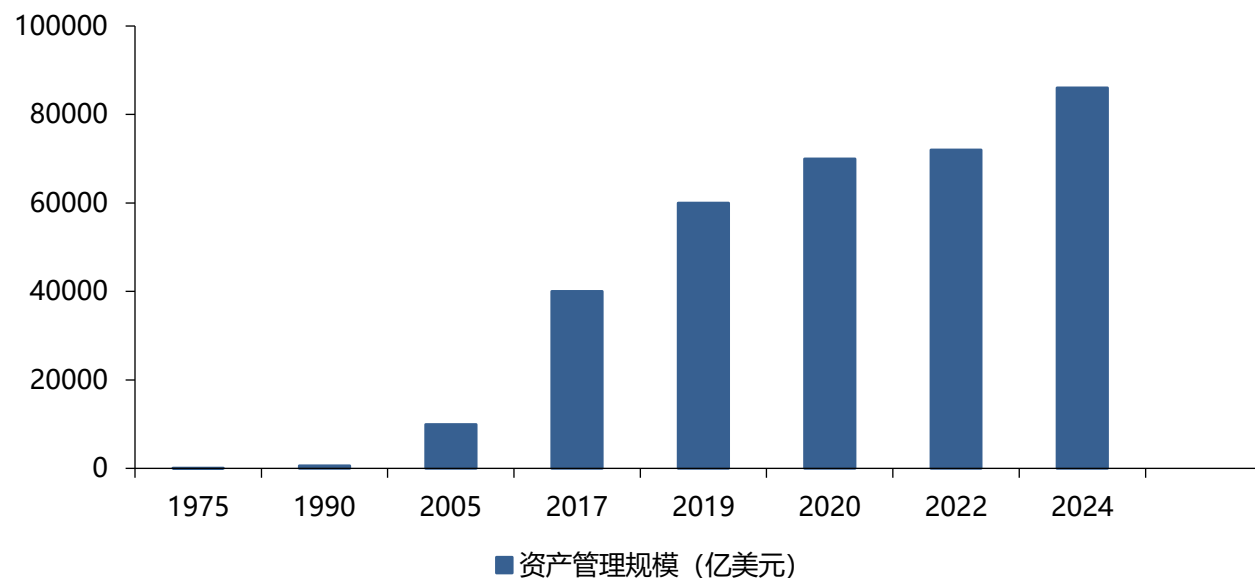
表：Vanguard发展历程

发展阶段	具体事件
第一阶段：建立公司客户所有制	Vanguard公司刚成立时，仅负责11只基金的经营业务，投资咨询和分销业务仍由惠灵顿管理公司掌控。1975年集团创始人约翰伯格申请将Vanguard公司重组为Vanguard投资集团，旨在逐渐接管投资咨询和分销业务并且降低基金管理总成本。
第二阶段：积极扩大管理规模	在70年代通货膨胀恶化的背景下，货币基金市场快速发展，而Vanguard借助客户所有制新推出的GNMA收入基金产品等，快速积累了大量客户，Vanguard集团整体资产管理规模迅速壮大，逐步形成了较为丰富的共同基金产品系列框架。
第三阶段：正式进入无佣金时代	1981年2月25日，证券交易委员会正式允许Vanguard公司称其基金为无溢价销售型基金，标志着Vanguard公司正式收回了分销权，也拥有了与咨询管理公司谈判费用的能力。
第四阶段：大力发展指数化投资	1976年公司发行了第一只指数基金先锋领航500指数基金，随后1986年第一只债券市场指数基金发行，1987年第一只扩展市场指数基金发行，1992年第一只股票市场总指数基金和第一只平衡指数基金发行。1987年，Vanguard改进了计算机技术，使Vanguard指数基金在跟踪市场基准方面的能力有了显著提高，从1984年到1994年，标普500指数基金的十年业绩表现超过78%的普通股票基金
第五阶段：通过养老产品快速拓展管理规模	美国1974年和1978年推出的IRA和401(K)养老金制度，在1981年陆续入市，成为了共同基金最主要的资金来源，其体量大、持续时间长，推动了美国共同基金的长期稳定发展。
第六阶段：进军ETF领域	2001年，Vanguard集团推出了第一只ETF产品，当时ETF市场仍处于发展早期。在集团过去10年基金产品的优良业绩和良好信誉推动下，Vanguard ETF产品资产规模迅速扩大。2004年紧跟市场潮流，推出了包括科技、保健、金融、地产等行业在内的11只行业ETF。
第七阶段：开发智能投顾业务	2015年5月，Vanguard集团推出其智能投顾业务（VPAS），将智能投顾和传统人工投顾相结合，以算法和人工智能技术代替相对更昂贵的人工服务，降低了基金投资的准入门槛，扩大了基金规模，进一步降低了单位总成本。

3.3 Vanguard：通过权益指数型基金满足个人养老资金需求

- **先锋领航作为指数型基金的鼻祖，通过权益指数型基金满足个人养老资金需求，管理规模迎来快速提升。**1976年，为摆脱威灵顿资产管理公司的控制，先锋领航推出了美国第一支面向个人投资者的指数型基金，First Index Investment Trust（如今的Vanguard 500 Index Fund），跟踪标普500指数。指数基金成立之初，规模增长较慢，随后先锋领航不断推出新的指数产品，如在1986年推出债券市场指数基金，1987年推出拓展市场指数基金，1992年推出整体股票市场指数基金、成长和价值指数基金，1996年推出全球股票指数基金，2001年推出首只ETF产品Vanguard Total Stock Market ETF等。得益于被动指数型产品的增长，公司管理规模增长迅速，从1990年底的558亿美元提升到2024年底的8.6万亿美元，年复合增长率达15.97%。

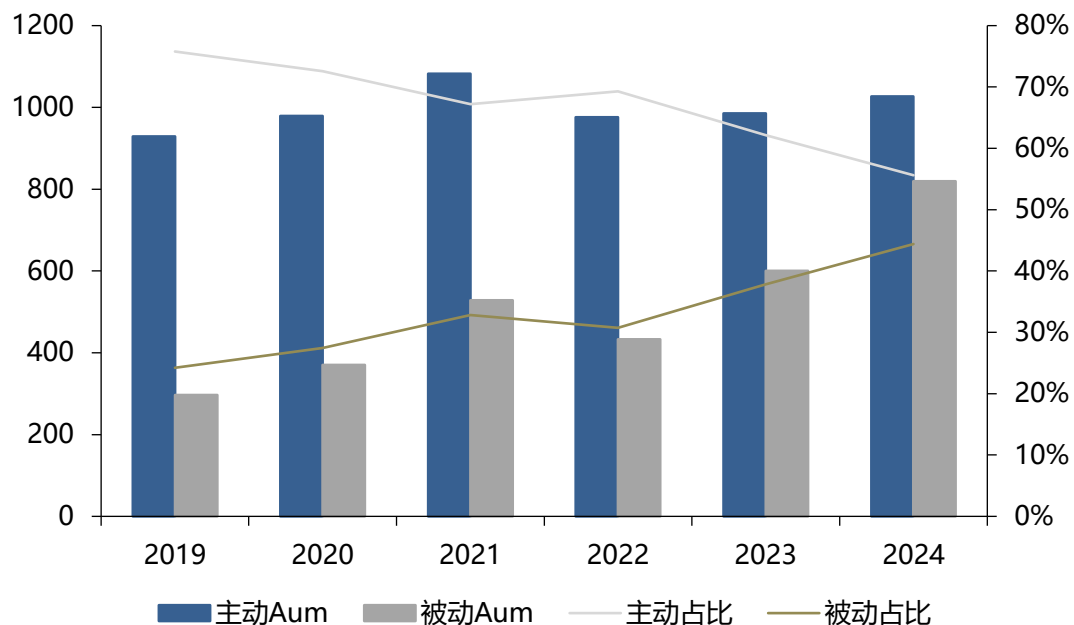
图：Vanguard资产管理规模变化情况



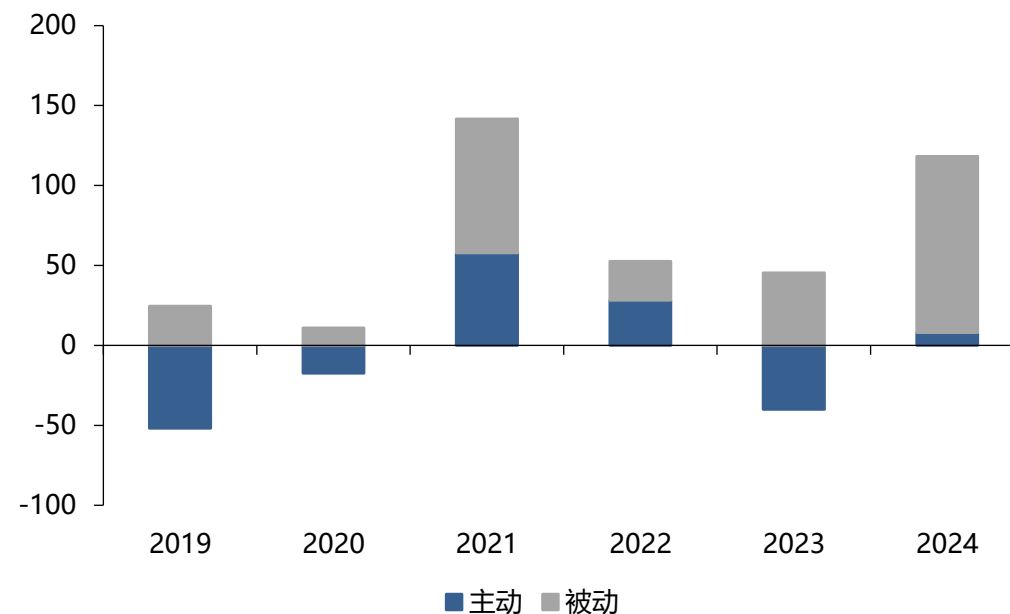
3.4 景顺：被动投资以 ETF 为代表，ETF 规模排名美国第四

- 公司从 2006 年收购 PowerShares 开启 ETF 业务，后来通过不断的收购进行横向整合，如 2017 年收购欧洲 ETF 提供商 Source，2018 年收购投资公司Guggenheim 的 ETF 业务，也是通过此次收购，景顺在全球管理的 ETF 资产总规模达到 1998 亿美元，成为第四大 ETF 提供商，2019 年完成了对 MassMutual 管理子公司 Oppenheimer Funds 的收购进一步整合 ETF 业务。
- 截至 2024 年末，景顺集团的被动投资规模为 8195 亿美元，较 2019 年末增长 176%，远高于主动投资规模增速的 10%；被动投资占管理资产比重由 2019 年的 24% 提升至 44%。2019-2024 年，被动投资持续净流入，累计净流入 2998 亿美元，同期主动管理规模累计净流出 155 亿美元。

图：2019-2024 年被动投资规模增速远超主动投资（十亿美元）



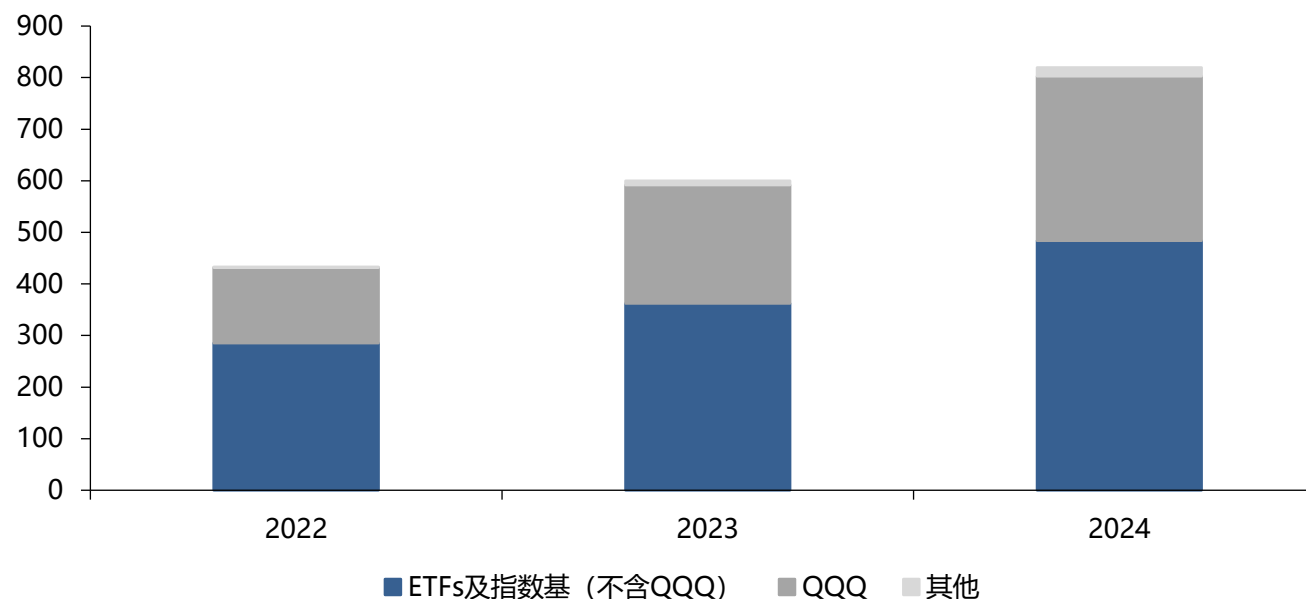
图：2019-2024 年被动投资持续资金净流入（十亿美元）



3.4 景顺：被动投资以 ETF 为代表，ETF 规模排名美国第四

- 被动投资以ETF为代表，其中2024年末ETF及指数基金（不含QQQ）规模4840亿美元，QQQ规模为4189亿美元。
- Invesco QQQ 是景顺在被动投资业务领域的明星产品，Invesco QQQ 追踪纳斯达克 100 指数，包括在纳斯达克上市的市值排名前 100 的非金融公司。Invesco QQQ 流动性非常好，根据截至 2024年末的日均交易量，Invesco QQQ 为美国交易量排名第二的 ETF。同时，从 Invesco QQQ 的业绩表现来看，由于纳斯达克 100 指数已经成为全球最为重要的大盘成长型企业指数，主要追踪苹果、微软、亚马逊等科技公司，因此业绩非常靓丽，2021-2024年年化收益率达到18.81%，2019-2024年年化收益率达到 9.81%。
- 景顺集团规模第二大的ETF产品是Invesco S&P 500 Equal Weight ETF，2024年末管理规模为 719亿美元。

图：被动投资以ETF为代表（十亿美元）



四、风险提示

4. 风险提示

- 1) 宏观经济波动加大，可能造成资本市场波动加大，投资者风险偏好下降，压制财富管理需求；
- 2) 资管行业竞争加剧，各类机构及互联网平台入局，费率下行叠加运营成本增加，可能造成行业利润率下降；
- 3) 监管政策趋严，合规成本上升、业务调整压力增大，可能拖累行业后续发展进程。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券财富家园