仅供内部参考，请勿外传！

市场流动性逐步缓解

——中国机构配置观察2026年10月期

行业研究：非银金融

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：孔祥
021-60375452
kongxiang@guosen.com.cn
S0980523060004

证券分析师：王德坤
021-61761035
wangdekun@guosen.com.cn
S0980524070008

证券分析师：王文静
0755-81981648
wangwenjing@guosen.com.cn
S0980526050001

仅供内部参考，请勿外传！

报告要点

- **为更好理解中国金融机构配置行为，结合最新政策和之前框架方法论，我们构建了机构配置行为体系，本期为2026年第10期。**
- 当前机构配置已从“方向押注”转向“结构优化与工具赋能”，对资本市场而言，流动性边际缓解但增量资金仍待验证。
- **货币方向：央行换锚，存款搬家暂缓。**货币方向的核心变量是利率锚切换，7天逆回购改挂隔夜品种，央行定价更趋精细化，短端资产直接受益，DR007与R007同步下行；各久期国债收益率延续走低，期限利差7月初见顶后回落。结合二季度货币政策报告，后续货币政策有望延续适度宽松，而下半年存款搬家弱化，非银与居民存款增速同步下行，负债端扩张放缓。
- **保险与理财：再平衡与降风偏。**保险负债端扩张明显放缓，前8月保费超4.8万亿元、同比仅增0.4%，资产扩张加大资本消耗，核心及综合偿付能力充足率同步下行；资金运用余额突破40万亿元，股票与基金占比升至约16%。资负新规以“利率风险对冲率”（50%—150%）替代有效久期缺口硬性限制（±5年），负债久期约15年时资产久期要求由10年以上降至约7.5年，长债增配压力边际缓解；银行理财余额超35万亿元，权益占比仅1.8%，含权敞口主要借助公募基金，基金占比升至8.0%创新高。
- **公募基金：宽基逐步流入，结构分化，呈现“被动收缩、固收+扩张”格局。**2026年上半年被动股基规模明显下降，混合一级、二级债基规模双增且后者更显著，FOF逼近4000亿元，ETF份额与净值年内波动加大。宽基ETF自10月起转为大幅净流入，但年内汇总仍为净流出；股基发行数量未减、平均募集份额快速回落。私募证券基金8月末突破9万亿元、备案降温；外资持有境内股票4.65万亿元、股增债减；两融余额降至2.4万亿元，个人开户明显减少。
- **本期机构专题：主动管理ETF破茧而出。**专题聚焦主动管理ETF，该类产品以主动选股力争Alpha，同时保留ETF盘中交易、每日披露PCF与IOPV、一二级申赎套利的制度框架。海外已较成熟：2026年一季度末全球规模2.1万亿美元、占ETF逾10%，美国2025年末4471亿美元、同比增74.5%，当年新发数量首超被动。境内6月制度落地，7月首批18只上报、10月进入发售，首只产品当日募满20亿元并比例配售，填补场内主动权益空白。

仅供内部参考，请勿外传！

章节内容

- ***货币方向：央行换锚，存款搬家暂缓***

- **保险与理财：再平衡和降风偏**

- **养老金：规模稳增，逐步减持**

- **公募基金：宽基ETF稳步流入**

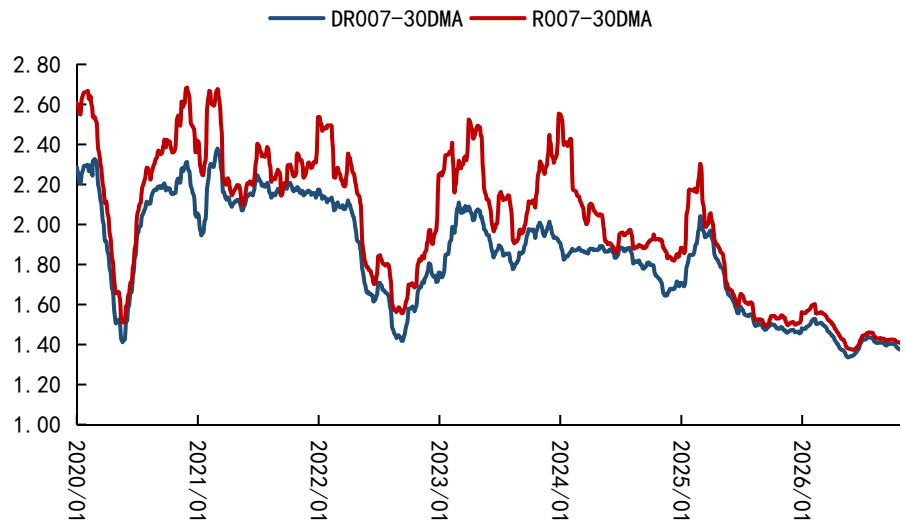
- **本期专题：主动管理ETF破茧而出**

仅供内部参考，请勿外传！

短端利率锚定政策利率，长端利率延续下行趋势

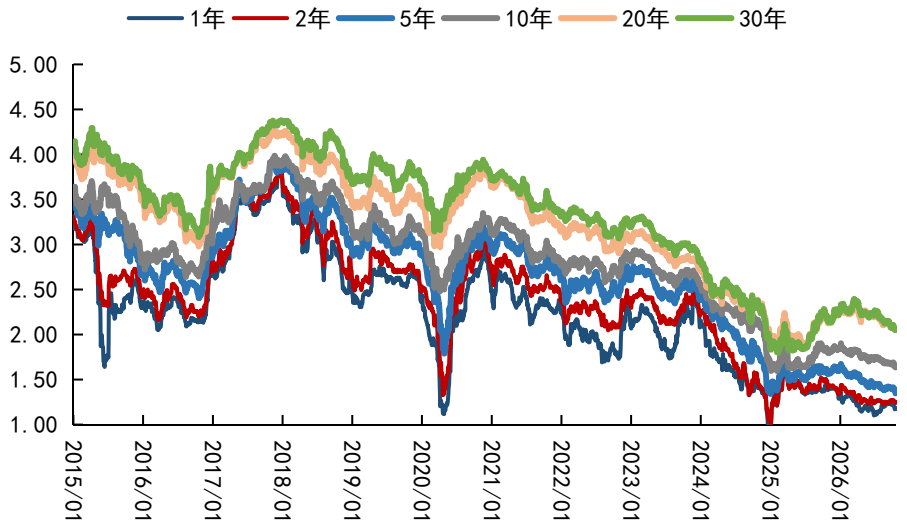
- 短端利率围绕政策利率波动，DR007与R007均呈现下行趋势。
- 各个久期国债收益率持续下行。利差变化：期限利差在7月初达到今年最高值后转为下降。

图：DR007与R00730日移动平均值（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：各个久期国债收益率变化（单位：%）



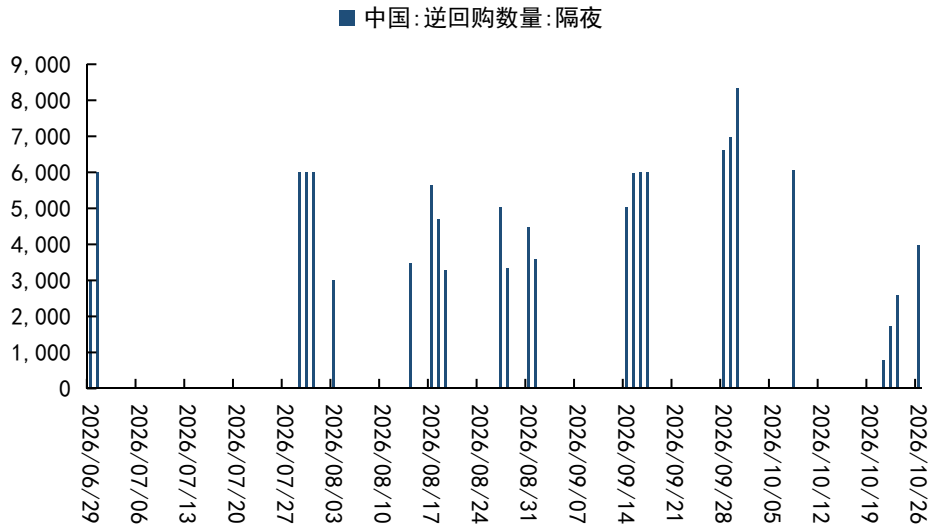
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

基础利率换锚，增加隔夜逆回购操作品种

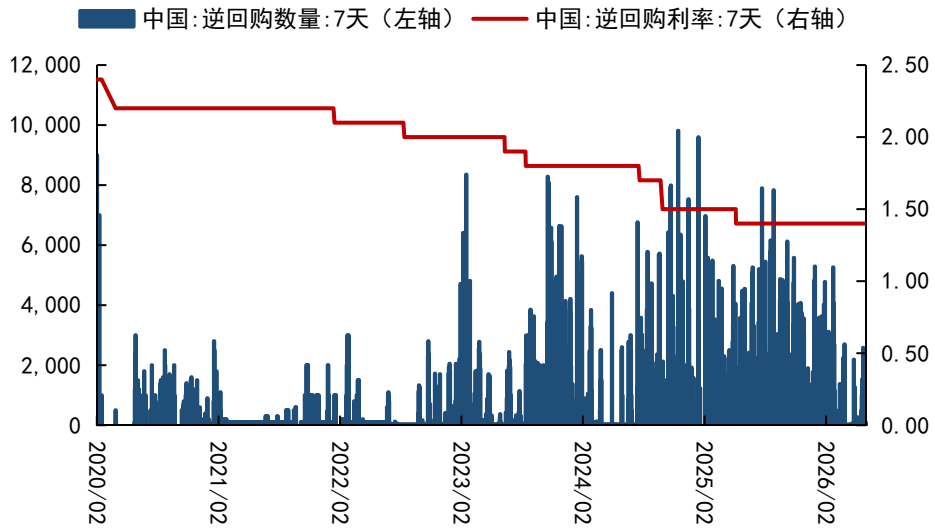
- 央行《2026年第二季度中国货币政策执行报告》指出，完善短端利率调控机制，在公开市场操作中增加隔夜逆回购操作品种，并将临时正、逆回购操作区间宽度由70个基点收窄至50个基点，增强货币市场利率调控的精准性、有效性。

图：OMO隔夜逆回购操作规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：OMO7天逆回购数量及利率（单位：亿元、%）



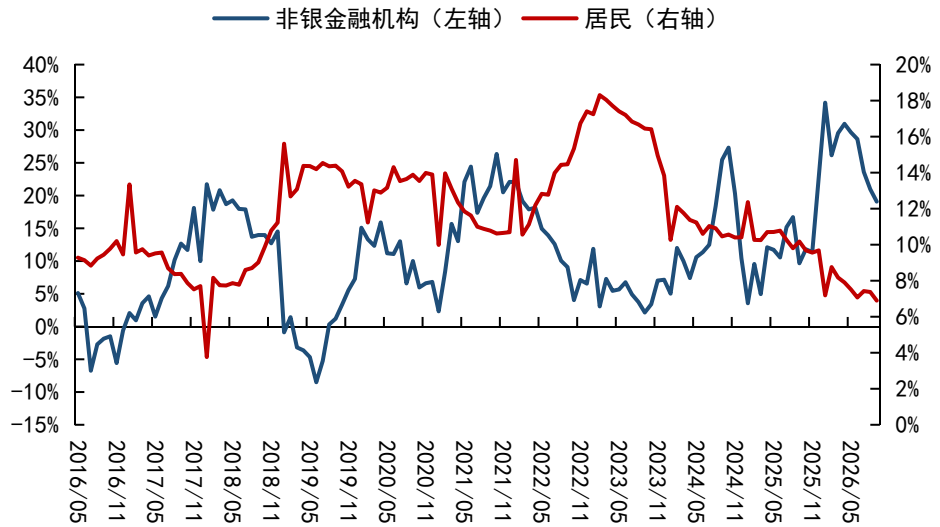
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

26年下半年存款搬家弱化，负债端增速下行

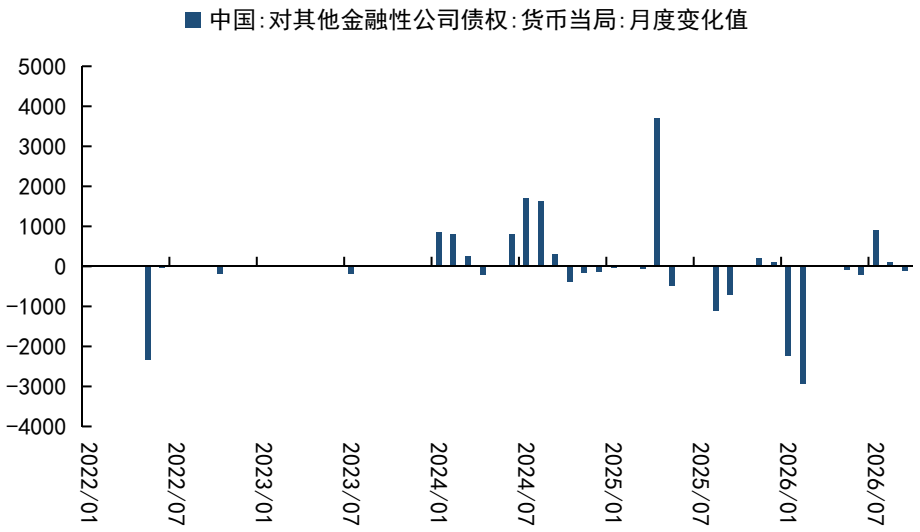
- 今年以来，非银机构和居民存款增速均呈现下行趋势。非银机构有高基数原因。
- 央行给中央汇金公司的贷款一般计入对其他金融性公司债权科目，规模变动与汇金入市操作趋势总体吻合。近期以来，该项科目读数未发生较大变化。

图：非银金融机构存款与居民存款增速对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：央行对其他金融性公司债权月度变化值（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

Q2货币政策报告：适度宽松延续，总量合理增长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

7.4%

社融存量同比（6月末462.06万亿元）

8.0%

M2同比（6月末356.7万亿元），M1同比4.0%

3.05%

6月新发贷款加权平均利率，同比降0.24个百分点

+3.0%

人民币对美元（6月末6.7852），较上年末升值

上半年五项货币政策操作

01 **流动性充裕**逆回购、MLF、国债买卖组合投放；新增隔夜逆回购品种，临时回购区间由70bp收窄至50bp

02 **融资成本低位**下调结构性工具利率0.25pct，明示企业综合融资成本，6月企业贷款约3.0%、同比低约20bp

03 **结构导向**单设1万亿元民营企业再贷款；6月末五篇大文章结构性工具余额4.6万亿元

04 **汇率基本稳定**坚持有管理浮动，CFETS人民币汇率指数102.59、较上年末升值4.7%

05 **框架改革**创设境外央行类机构回购工具；上半年国债买卖累计净买入3000亿元

市场运行关键指标（2026年上半年）

增长上半年GDP同比增长4.7%，经济动能向新、结构向优

政策利率7天逆回购利率上半年持平；1年、5年以上LPR为3.0%、3.5%，同比持平

货币市场DR001前6个月均值1.31%，银行体系流动性总体平稳充裕

信贷投向6月末科技、绿色、普惠、养老、数字经济贷款同比+12.6%、14.5%、7.8%、23.5%、15.1%，均高于全部贷款增速

仅供内部参考，请勿外传！

下阶段政策取向：谋划增量政策，加大逆周期调节

一、总量：适度宽松+逆周期

- 继续实施好适度宽松的货币政策，增强前瞻性、灵活性、针对性
- 充分发挥存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度
- 引导社融、M2增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配
- 把稳定经济增长、推动物价合理回升作为重要考量

二、结构：总量与结构双功能

- 发挥货币政策工具总量和结构双重功能，落实年初出台的各项货币金融政策
- 扎实做好金融“五篇大文章”
- 重点支持扩大内需、科技创新、中小微企业等领域
- 用好科技创新和技术改造再贷款、民营中小企业增信制度

三、利率：市场化与内外均衡

- 平稳有序推动操作框架改革，引导货币市场短端利率围绕政策利率平稳运行
- 推动贷款定价基准多元化，已有参考DR001定价的贷款落地
- 保持汇率弹性，发挥自动稳定器功能，防范超调、稳定预期
- 加强与财政政策协同配合，守住不发生系统性金融风险底线

判断报告判断本轮海外主要央行货币政策调整相对温和；我国作为大型经济体坚持“以我为主”、兼顾内外均衡，货币政策空间充足，取向延续“适度宽松”。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

章节内容

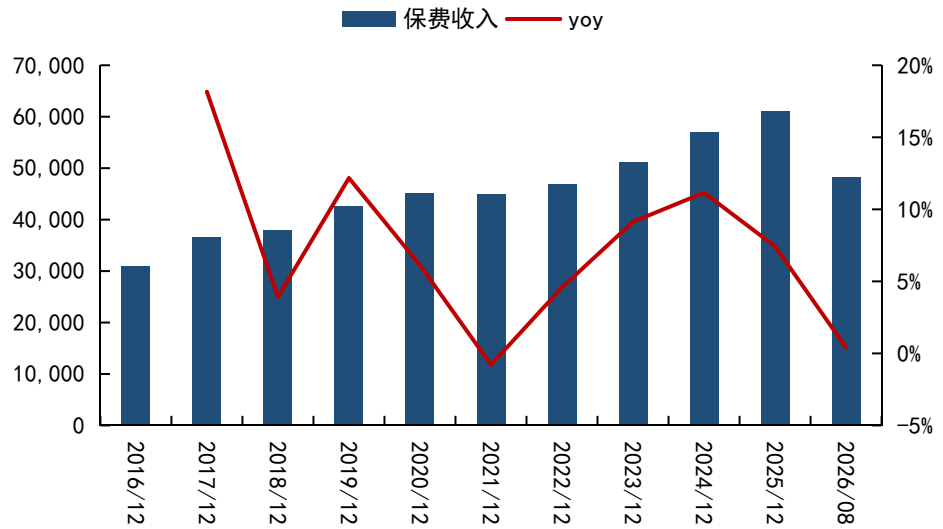
- 货币方向：央行换锚，存款搬家暂缓
- *保险与理财：再平衡和降风偏*
- 养老金：规模稳增，逐步减持
- 公募基金：宽基ETF稳步流入
- 本期专题：主动管理ETF破茧而出

仅供内部参考，请勿外传！

保险：保费增速下行，偿付能力充足率下降

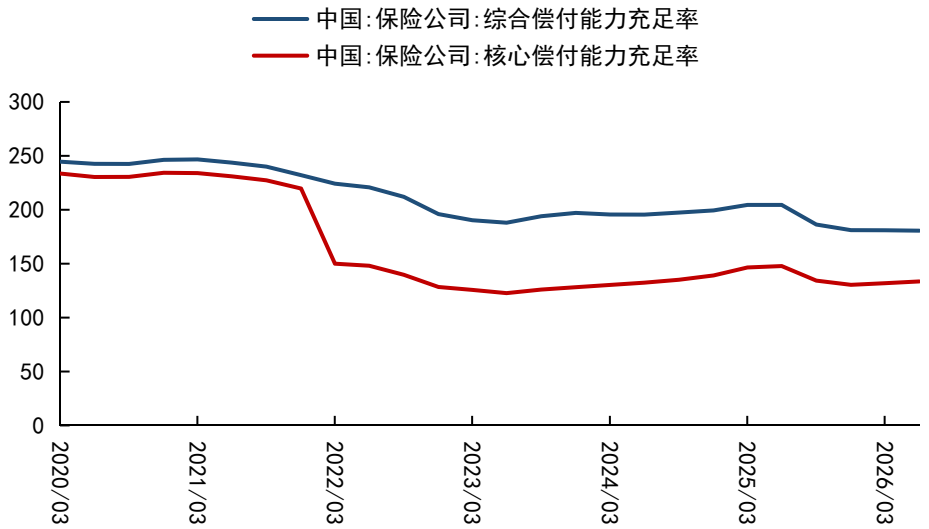
- 今年前8月以来，保险行业保费收入超4.8万亿元，同比增速降至0.4%。
- 市场波动、资产扩张等因素增加保险公司资本消耗。核心、综合偿付能力充足率均有所下行。

图：保险公司保费收入及增速（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司偿付能力充足率变化（单位：%）



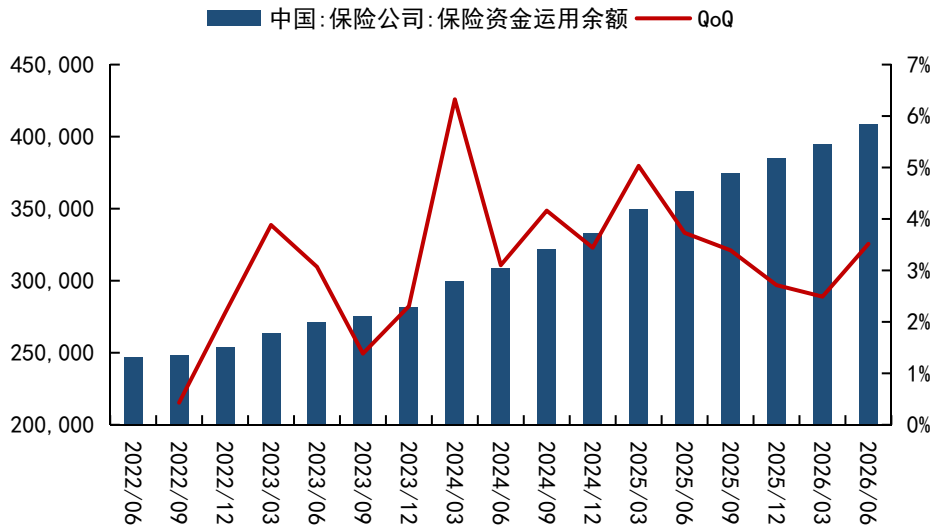
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

保险：资金运用余额突破40万亿，权益资产占比提升

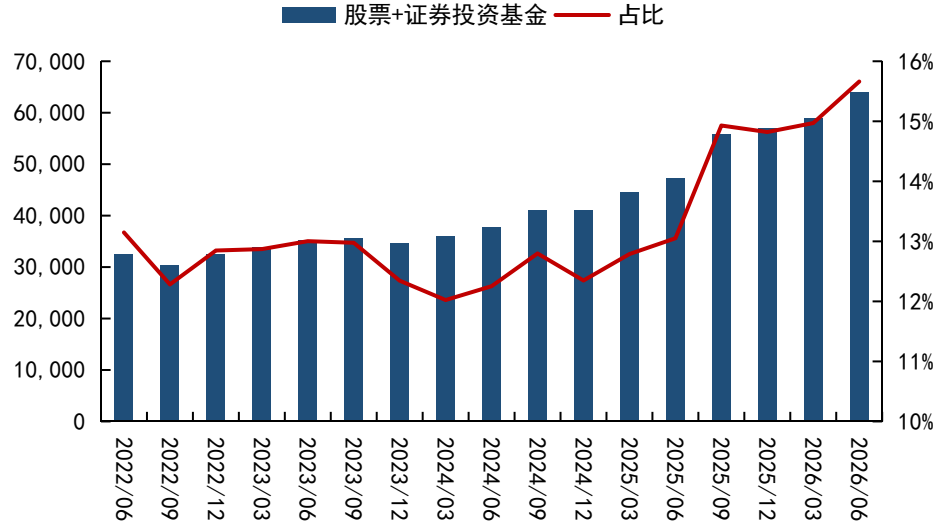
- 截至2026Q2，险资运用规模继续扩张，已突破40万亿。
- 保险公司持续加大权益资产配置，占比已经升至约16%。

图：保险公司资金运用余额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：保险公司股票及基金配置规模及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

险资共识：股债收益中枢同步承压，结构重于方向

国信证券 GUOSEN SECURITIES

核心判断：

当前处于“低利率+弱权益”的轮换期，股债收益中枢同步承压，传统“类固收+贝塔配置”胜率下降，结构与工具的重要性显著提升。

环境特征：

低利率压缩固收票息与资本利得空间；

权益赚钱效应转弱，宽基超额不显；

风险偏好低位震荡，资产轮动速度放缓。

策略含义：

险资应从“方向押注”转向“结构优化+工具赋能”，采取久期匹配与结构增强并重的组合管理思路，稳健获取确定性收益。

图：轮换期象限图：当前处于“低票息+弱权益”象限



应对策略

久期匹配
动态匹配负债久期，
锁定期限溢价，
控回撤、稳收益

OCI红利
增配OCI债与高股息，
强化票息与权益分红
的稳定贡献

TPL成长卫星
配置信用与成长卫星，
挖掘超额收益来源，
提升组合弹性

分红险降成本
通过分红险结构
优化负债成本，
提升投资收益中枢

会计分类优化
优化FVTPL/OCI配置，
平滑净利润波动，
匹配负债特性

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

监管约束：有效久期缺口→利率风险对冲率

本次资负新规修订最核心的变化

征求意见稿(旧)	正式稿(新)
有效久期缺口=现金流流入有效久期−现金流流出有效久期 监管标准:不高于5年且不低于−5年 低于−5年时，现金流流入有效久期≥5年	**利率风险对冲率=现金流流入利率敏感度÷现金流流出利率敏感度** 监管标准:50%至150%之间 低于50%时，现金流流入利率敏感度≥5%

■**差值→比率：**管理对象从“资产久期与负债久期的绝对差”转为“资产利率敏感度对负债利率敏感度的覆盖比例”，更直观反映对冲程度。

■**单向→双向：**久期缺口主要靠“拉长资产”去填；对冲率是比值,分子（资产敏感度）与分母（负债敏感度）都可调节。

■**防利差损导向：**低于50%即“对冲不足”(资产久期显著短于负债)，利率下行时负债价值上升快于资产，利差损风险加剧**（正是低利率环境下监管最关注的情形）**。

注：正式稿将“有效久期缺口”(监管指标,±5年硬约束)降为监测指标,新增“利率风险对冲率”(监管指标,50%~150%)作为硬约束。对冲率近似为资产与负债有效久期之比,新约束等价于“资产久期≥0.5×负债久期”，旧约束为“资产久期≥负债久期−5年”；当负债久期>10年时新约束显著更宽松，比如假定负债有效久期约15年，按照之前“有效久期缺口口径”，资产有效久期要10年以上；而采取“利率风险对冲率”指标，简化看约7.5年能达标，可以减少约2.5年的长债久期增配需求。

仅供内部参考，请勿外传！

监管约束：加大高股息资产有利于提高两个投资收益覆盖率

成本收益匹配要求

综合投资收益覆盖率

公式:综合投资收益÷负债资金成本

标准:≥100%

含义:过去5年综合投资收益须覆盖负债资金总成本(含客户保证利益+非保证利益)

导向:与5年长周期考核对应,鼓励险企做"耐心资本";平滑综合投资收益波动

净投资收益覆盖率

公式:净投资收益÷负债保证成本

标准:≥100%

含义:过去3年净投资收益须覆盖负债保证成本(客户保证利益)

导向:净投资收益波动较小,取3年均值;与综合投资覆盖率形成"总成本+保证成本"双覆盖

注:负债资金成本中,普通型寿险/分红险/万能险用精算定价的客户利益成本;普通型非寿险业务用财务口径负债成本(负承保利润)。

仅供内部参考，请勿外传！

从三季度报看当下银行理财现状

国信证券 GUOSEN SECURITIES

资产负债再匹配

银行理财产品模式经历资金池、全面净值化、估值平滑到低波稳健四次演进，驱动力始终是负债端风险承担意愿与资产端能力边界的再匹配；2023至2025年运行相对平稳依靠票息缓冲与风险认知改善，2026年这一缓冲加速消耗。

资产端突破靠策略能力

从“资产配置”转向“策略配置”，以衍生品、外汇等资质工具为入场券，借力公募基金补齐多资产能力，并用风险预算而非规模配比构建低相关性组合。

负债端突破靠场景服务

理财公司不具备独立买方投顾资格，须以母行及代销行联动为支点，围绕T+0流动性管理、养老储备、产品转换等场景供给非收益型服务。

35.37万亿元
2026年9月末全市场理财存续规模

7.9%
公募基金占理财投资资产比重，较年初提升2.8个百分点

约66%
母行代销金额占比，行外代销率约34%

资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

资管新规后银行理财四次演进线索

■ 一条主线贯通四阶段

每一阶段资产端能提供多厚的票息缓冲，决定了可承担的风险类型；负债端能容忍多大的净值波动，决定资产端可采用的策略表达。

阶段之间的差异，本质上就是这两个变量的组合变化。

阶段	负债端特征	资产端特征	资负协同方式	代表性结果
2018年之前（资金池）	预期收益型报价、隐性刚兑、对净值波动无感知	可配置非标与长久期信用债、存在期限错配	以银行信用吸收资产端风险，属单向协同	风险在银行体系内累积，资管新规出台
2018—2022年（全面净值化）	净值敏感度高、破净率超过5%易触发赎回	以债券为主，权益与“固收+”占比有限	缺乏协同机制，赎回直接传导至资产端	2022年两轮破净潮与赎回负反馈
2023—2025年（估值平滑）	短期稳定性提升，但风险认知被扭曲	短期估值技术而非风险控扭能力	以估值技术遮蔽波动，突破净值型产品边界	2025年底估值整改全面完成
2026年及以后（低波稳健）	低波诉求刚性、负债短期化特征突出	转向多资产多策略，资质与工具持续补齐	以风险预算为纽带形成资负双向约束	转型进入能力建设与场景重构阶段

资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

估值平滑以技术降低波动，但面临监管博弈

整改改变了稳定性的来源

三类估值技术手段短期平抑了债市波动与权益调整，但净值不再真实反映底层资产的收益与风险，风险暴露被延迟。至2025年底整改全面收官，此后净值波动更直接传导至负债端，稳定性来自真实的波动控制能力与合理的预期管理。

整改时限为2025年6月底完成过半、2025年底全部完成。

估值手段	操作机理	主要问题	监管要求
收盘价估值	利用部分交易所私募债收盘价长期定格于100元，经信托计划通过形成类摊余成本效果	净值未反映真实风险，延迟风险暴露	应采用中债、中证、外汇交易中心提供的当日估值，覆盖直投与委外
平滑估值	通过特定会计处理赋平净值曲线	掩盖底层资产波动，投资者形成错误风险认知	禁止以平滑估值方式调节净值波动
自建估值模型	以内部模型替代第三方估值	削弱估值公允性与可比性，存在监管套利空间	禁止使用自建估值模型，压偏离收益应有序返还客户

2025年年末理财配置存款类资产增加**2.38万亿元**、占比升至**28.2%**，同期权益类资产减少**1700亿元**。

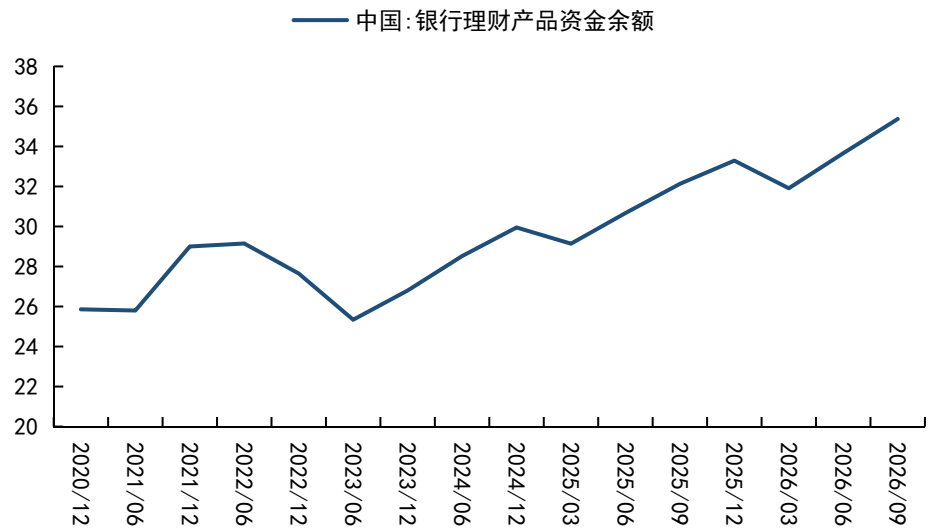
资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

银行理财本轮增加权益配置有限

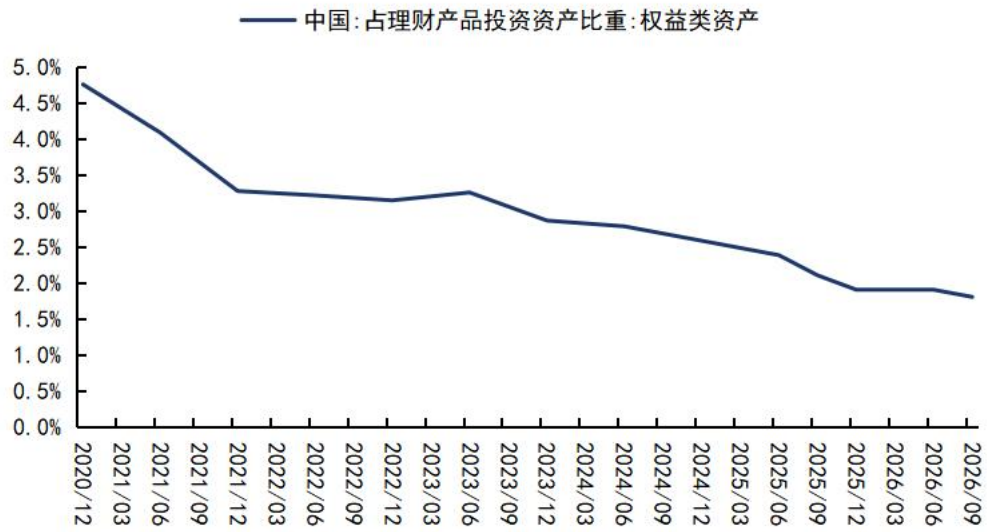
- 截至2026Q3末，银行理财资金余额已经突破35万亿元。
- 银行理财资产配置权益的占比为1.8%，较年初1.9%略有回落，显著低于其他类型机构投资者，伴随中长期资金入市政策推进，还有提升空间。

图：银行理财产品余额变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行理财投资资产中权益资产占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

多资产现实路径是借力公募，三季度基金占比升至7.9%创历史新高

国信证券 GUOSEN SECURITIES

结构调整方向清晰

2026年9月末理财投向公募基金占比升至7.9%，较年初提升2.8个百分点，创历史新高；债券占比41.0%、现金及银行存款27.5%、同业存单9.3%、权益类1.8%，资金持续向收益确定性更强的多资产类别腾挪。

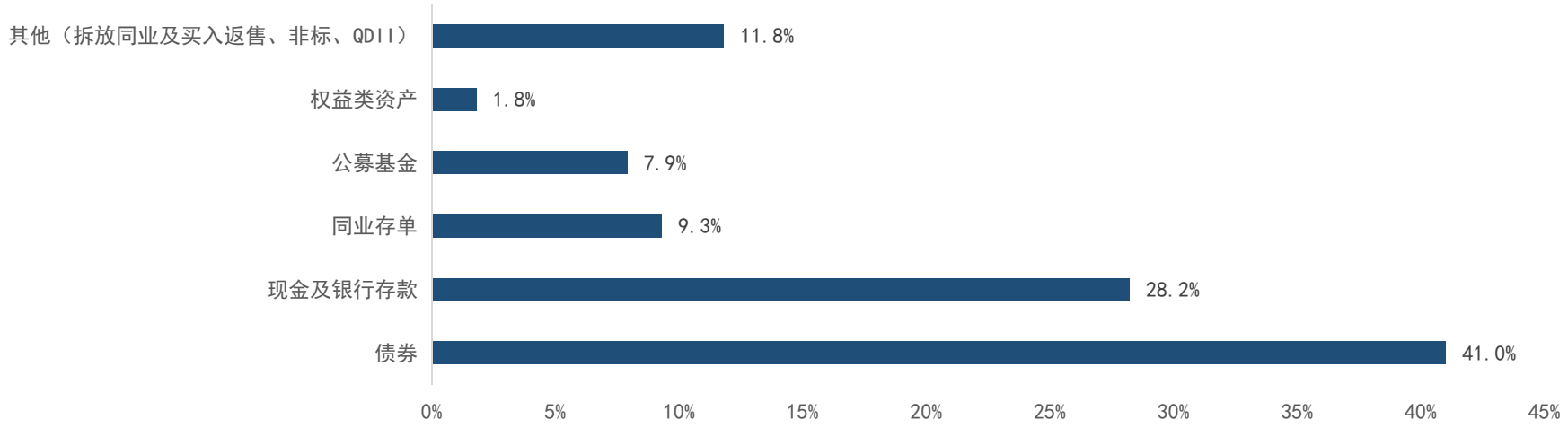
委外量级跃升

2026年前三季度理财新增超1.1万亿元委外敞口，合计配置公募基金约2.96万亿元。为平抑净值波动，理财大幅提升对摊余成本法债基的配置需求，中长期纯债基金累计配置约8000亿元。

含权敞口靠基金补足

权益直投能力仍在建设期，多数机构选择增配固收+基金与股票类基金，前三季度合计增配约2000亿元和1400亿元，指数工具与二级债基成为核心载体。

图：2026年9月末理财投资资产结构（单位：%）



前三季度新增委外敞口

超1.1万亿元

（测算口径）

合计配置公募基金

2.96万亿元

资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

章节内容

- 货币方向：央行换锚，存款搬家暂缓
- 保险与理财：再平衡和降风偏
- *养老金：规模稳增，逐步减持*
- 公募基金：宽基ETF稳步流入
- 本期专题：主动管理ETF破茧而出

仅供内部参考，请勿外传！

年金合计超8万亿，权益暴露扩张后边际收敛

国信证券 GUOSEN SECURITIES

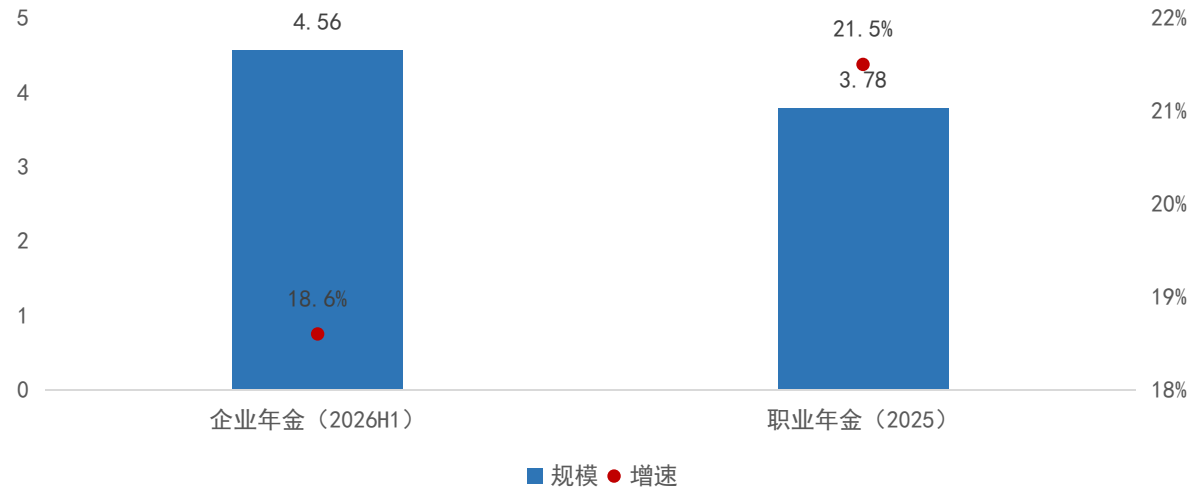
养老第二支柱仍是长期增量，增速维持两位数

截至2026年二季度末，全国企业年金积累基金4.56万亿元，同比增长18.6%，其中含权益类组合资产4.0万亿元，同比增长22.2%。
截至2025年末，职业年金基金投资运营规模3.78万亿元，同比增长21.5%；两大年金合计规模超8.3万亿元。

边际上，权益配置行为分化

全国社保基金上半年持续增配A股，上市公司前十大流通股东口径持仓市值从2025年末的4624.45亿元增至2026年6月末的5402.98亿元，增长16.8%；年金与养老金委托组合普遍设有年度收益目标和季度止损线，年金类资金在三季度市场回撤中边际降低权益与固收+仓位，两类长线资金增量与存量行为出现分化。

图：企业年金与职业年金规模及同比增速（单位：万亿元，%）



资料来源：人力资源社会保障部，全国社保基金理事会，wind，国信证券经济研究所整理

核心数据

企业年金含权益类组合

4.00万亿元(2026年二季度末)

社保基金A股持仓

4624亿→5403亿元+16.8%
(2025年末至2026年6月末)

养老金总规模

超21万亿元 (2025年末)

仅供内部参考，请勿外传！

章节内容

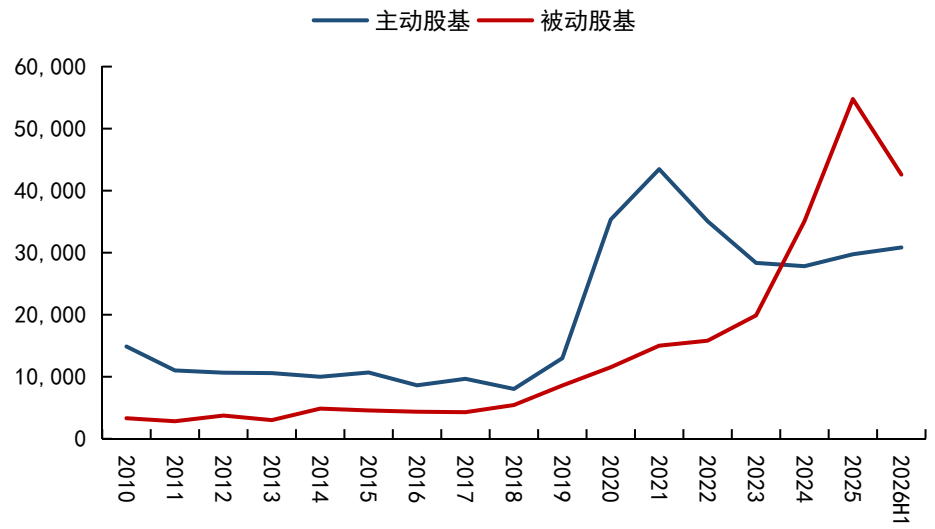
- 货币方向：央行换锚，存款搬家暂缓
- 保险与理财：再平衡和降风偏
- 养老金：规模稳增，逐步减持
- *公募基金：宽基ETF稳步流入*
- 本期专题：主动管理ETF破茧而出

仅供内部参考，请勿外传！

公募基金：被动股基规模下降，“固收+”基金规模扩张

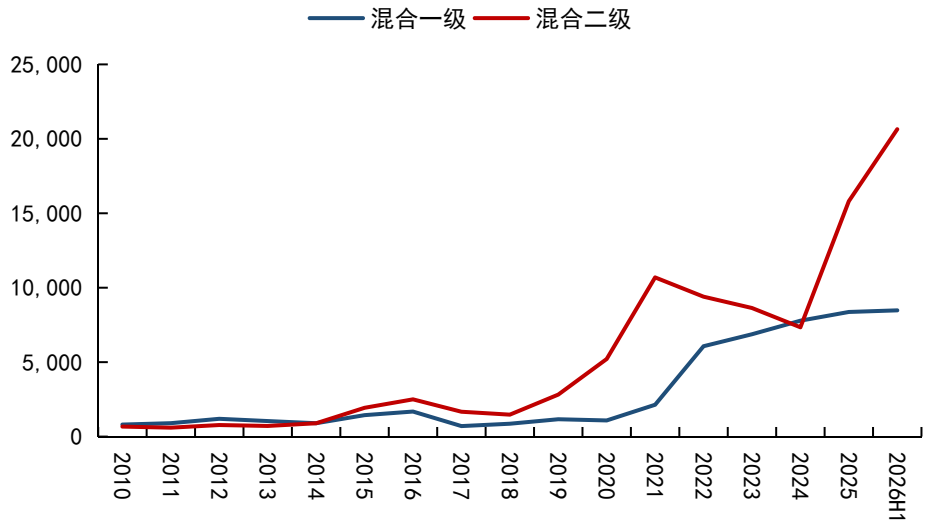
- 截至2026H1，被动股基规模规模下降明显。
- “固收+”产品中，混合一级、混合二级债基规模均增长，其中混合二级债基规模增长更加明显。

图：公募主动股基与被动股基规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：混合一级和混合二级基金规模（单位：亿元）



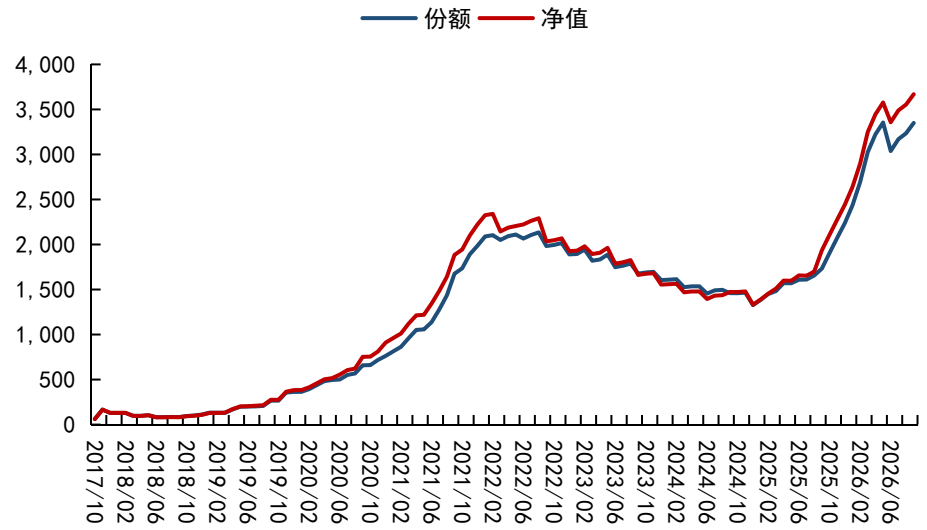
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

公募基金：FOF规模扩张，ETF规模波动

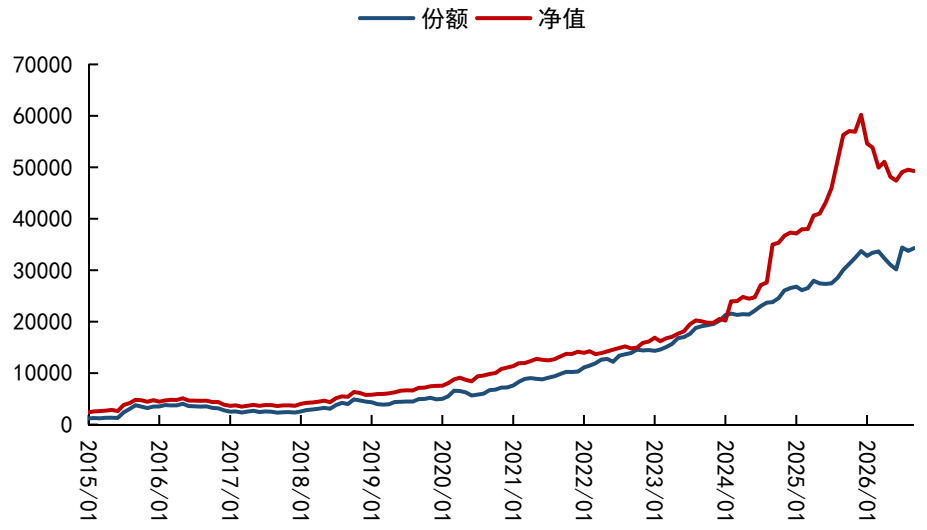
- FOF的规模保持扩张，已接近4000亿元。
- ETF份额与净值规模今年波动较大。

图：公募FOF基金规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募ETF基金规模（单位：亿份、亿元）



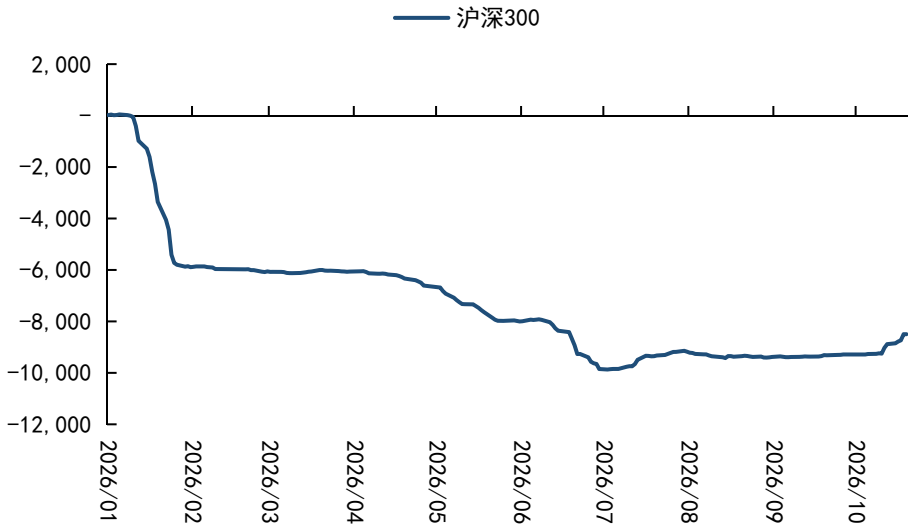
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

宽基ETF：资金恢复净流入

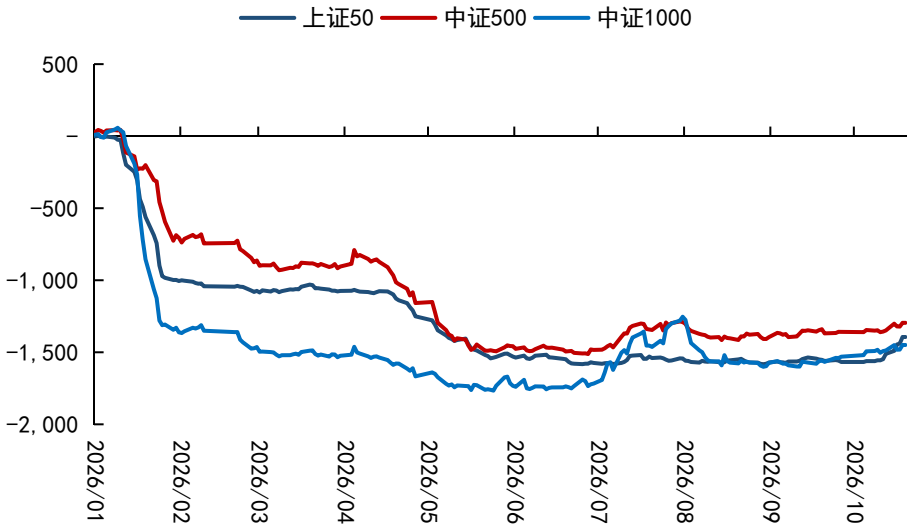
- 我们以2026H1中央汇金重点持仓的宽基ETF进行资金流向分析。
- 10月以来，重要宽基ETF如沪深300、上证50、中证500、中证1000等宽基ETF已经开始呈现大幅净流入状态。

图：沪深300ETF资金净流入额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要宽基ETF资金净流入额（单位：亿元）



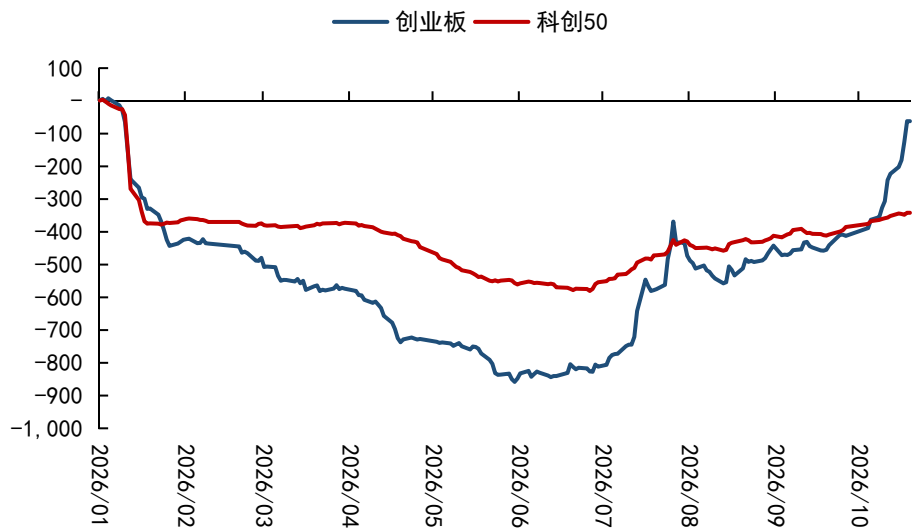
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

宽基ETF：资金恢复净流入

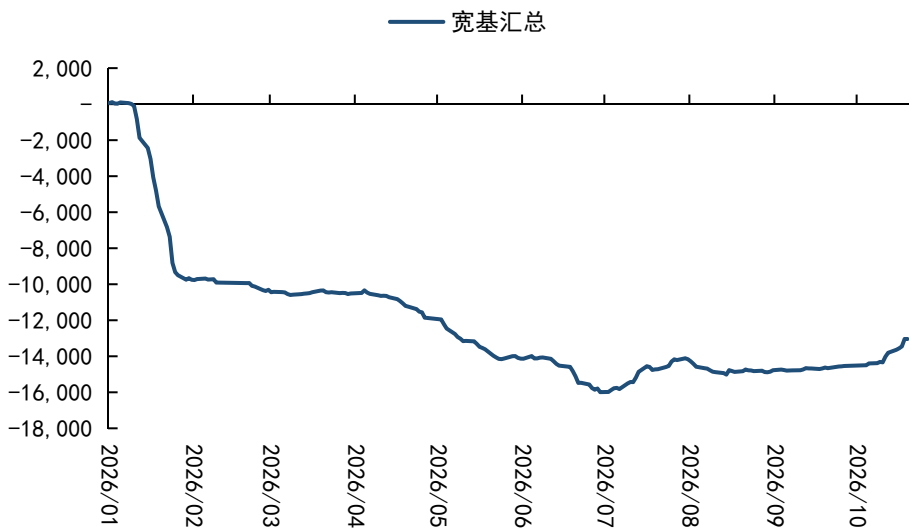
- 其中，创业板ETF、科创50ETF资金流向状态，已经快回正。
- 但是，宽基ETF汇总来看，今年以来仍呈现大幅净流出状态。

图：主要宽基ETF资金净流入额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：主要宽基ETF资金净流入额（单位：亿元）



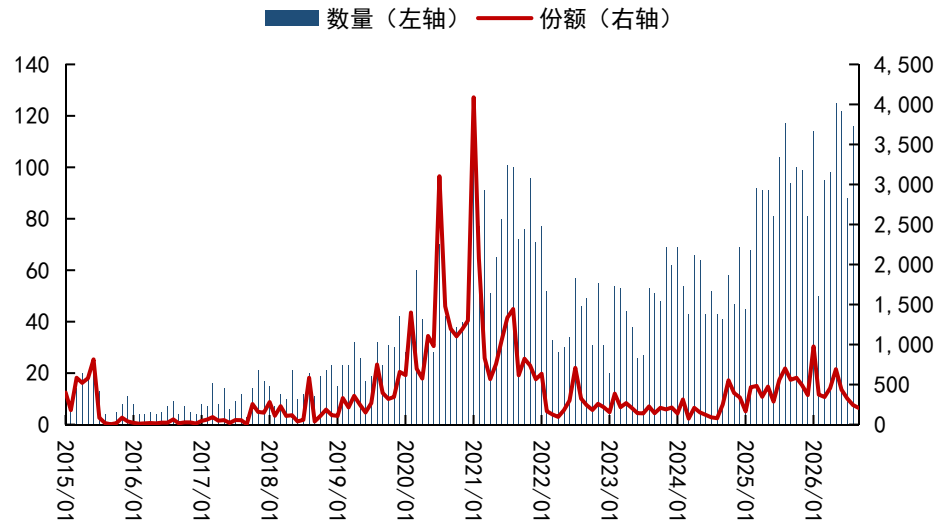
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

公募股基发行：发行速度减缓

➢ 公募股票基金发行热度呈现下降状态。数量未出现明显减少，但是平均发行份额下降较快。

图：公募股基发行数量及份额（单位：只、亿份）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：公募股基平均发行份额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

私募基金：管理规模保持扩张，新增备案下降

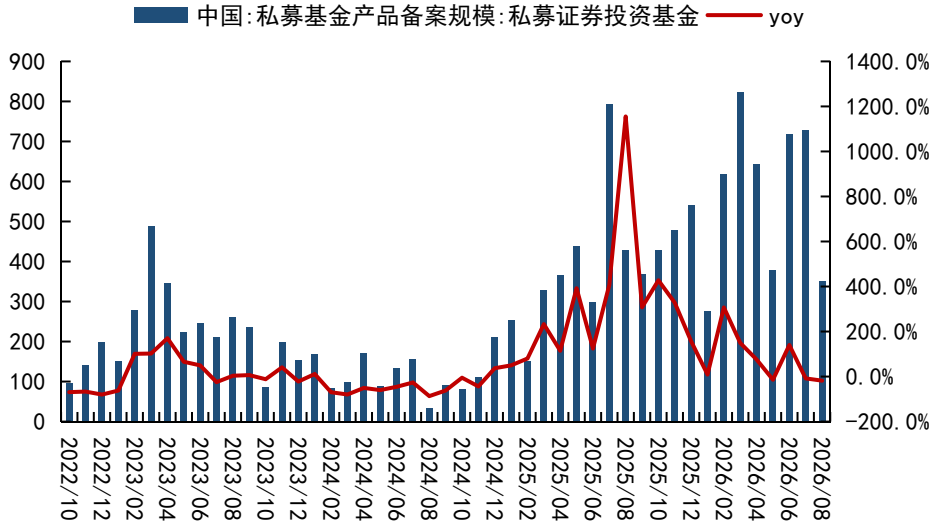
- 截至8月末，私募证券投资基金规模已经突破9万亿元。
- 私募备案热度已呈现热度下降状态。

图：私募证券投资基金管理规模及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：私募证券投资基金备案规模及增速（单位：亿元）



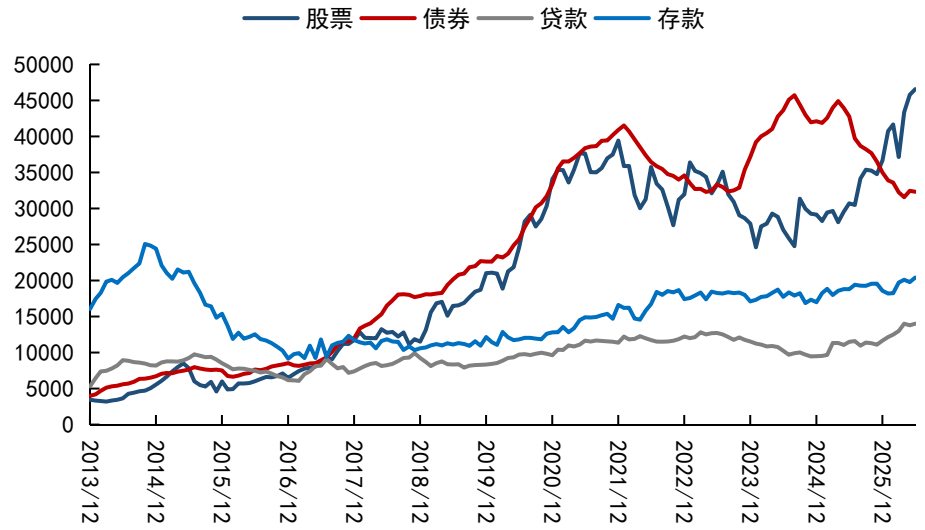
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

外资：持有资产股增债减，北向成交额占比小幅提升

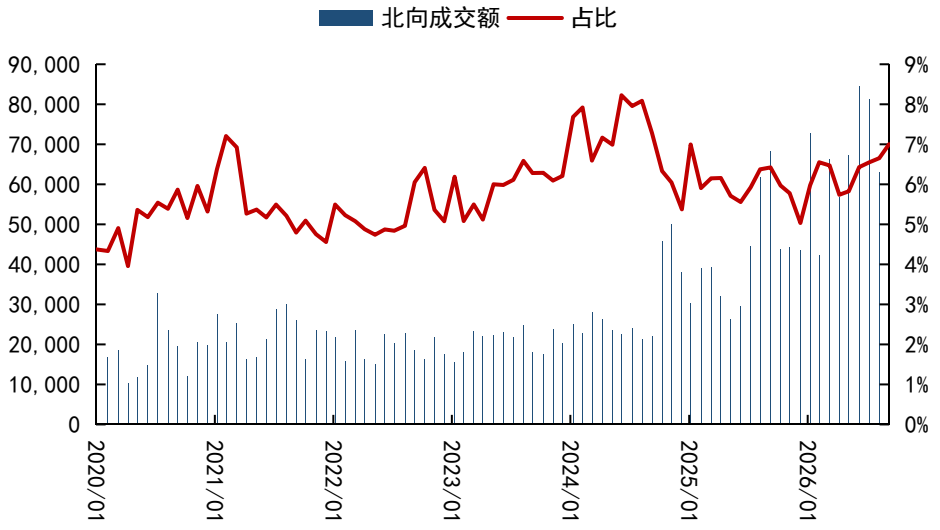
- 截至6月末，外资持有境内股票资产4.65万亿元，较一年前增长近1万亿元。
- 北向资金成交额活跃度有所上行。

图：外资持有境内资产规模变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：北向资金交易额及占A股比重（单位：亿元）



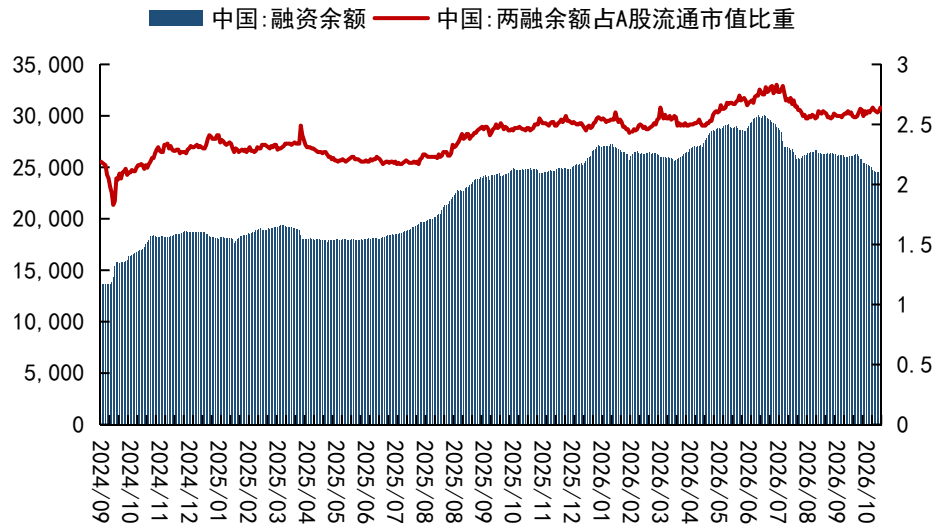
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

两融资金：规模持续收缩，成交活跃度亦下降

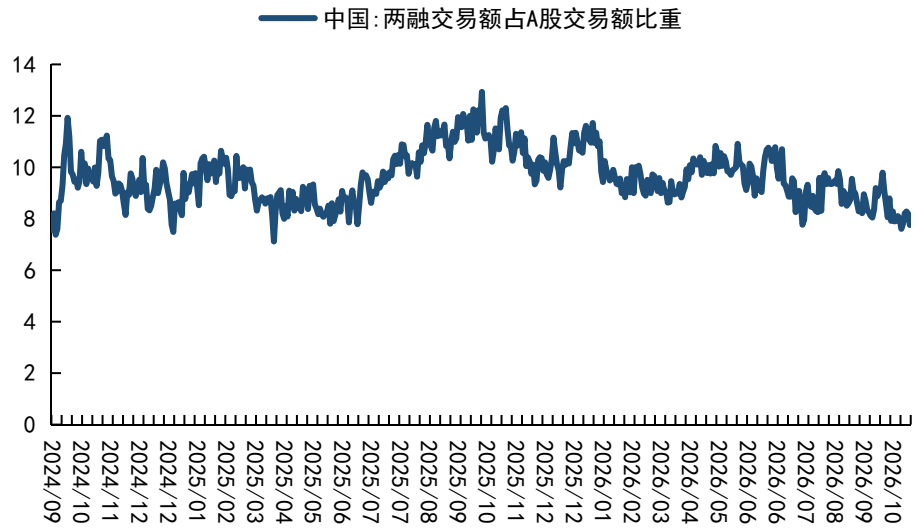
- 截至10月22日，融资资金规模已经降至2.4万亿元，较今年峰值下降约6000亿元。
- 同时，两融成交额占比亦呈现下行趋势。

图：两融规模及占A股流通市值比重（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：两融交易额占A股交易额比重（单位：%）



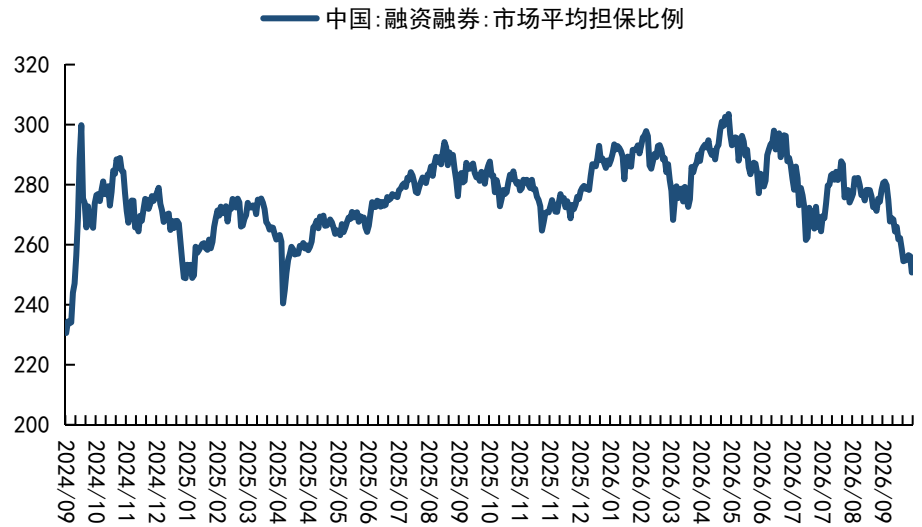
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

两融：担保比例尚处于安全区间，投资者参与度下降明显

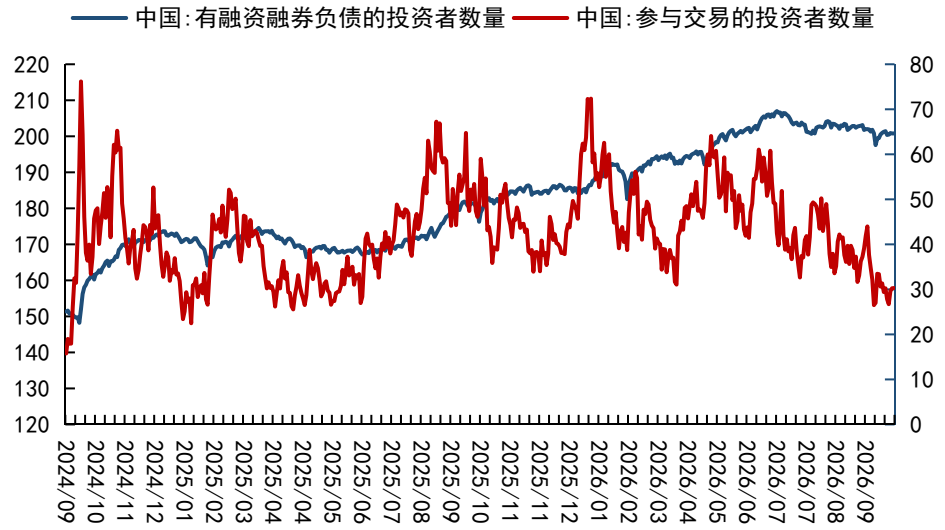
- 两融资金维持担保比例下降至250%左右，尚处于安全区间。
- 两融交易投资者数量快速下降，其中活跃交易投资者数量已降至峰值的一半左右。

图：两融市场平均担保比例变化（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：融资融券交易者数量（单位：万人）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

个人投资者：开户数量明显下降

- 个人投资者开户数量下降趋势较为明显。

图：上交所投资者新增开户数（单位：万户）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

章节内容

- 货币方向：央行换锚，存款搬家暂缓
- 保险与理财：再平衡和降风偏
- 养老金：规模稳增，逐步减持
- 公募基金：宽基ETF稳步流入
- ***本期专题：主动管理ETF破茧而出***

仅供内部参考，请勿外传！

主动管理ETF：依靠主动选股能力力争Alpha，保留工具属性

国信证券 GUOSEN SECURITIES

监管定义基金管理人自主选择投资策略、不以跟踪特定指数为投资目标，并在交易所上市交易的开放式基金——基金经理自主选股调仓，同时完整保留ETF盘中交易、每日披露与一二级申赎的制度便利。

主动管理内核·力争Alpha

- 全市场自主选股、择时与行业配置，不受指数成分股与权重约束
- 放松跟踪误差硬约束，以业绩比较基准约束风格、防止大幅偏离
- 收益来源是基金经理的主动判断，而非单纯市场贝塔

×

ETF制度外壳·工具属性

- 交易所挂牌，交易时间内可实时竞价买卖，卖出资金当日可用
- 每日公布PCF申购赎回清单与份额参考净值IOPV，投向透明可追溯
- 一、二级市场申赎联动，套利机制使市价紧贴基金净值

1 持仓每日透明

每日编制并公布PCF清单与IOPV，买了什么、卖了什么一目了然，信息披露透明度高于传统场外主动基金。

2 盘中实时交易

像买卖股票一样盘中随时成交，二级市场卖出资金当日即可使用，无需等待场外开放式基金的赎回到账周期。

3 申赎套利联动

机构以一篮子股票在一级市场申赎，套利资金抹平折溢价，使二级市场价格始终紧贴基金参考净值。

仅供内部参考，请勿外传！

主动管理ETF：美国市场发展已较成熟

2.1万亿美元

全球主动ETF规模（2026Q1末），占全球ETF逾10%

44%

近10年全球主动ETF规模年均复合增速（CAGR）

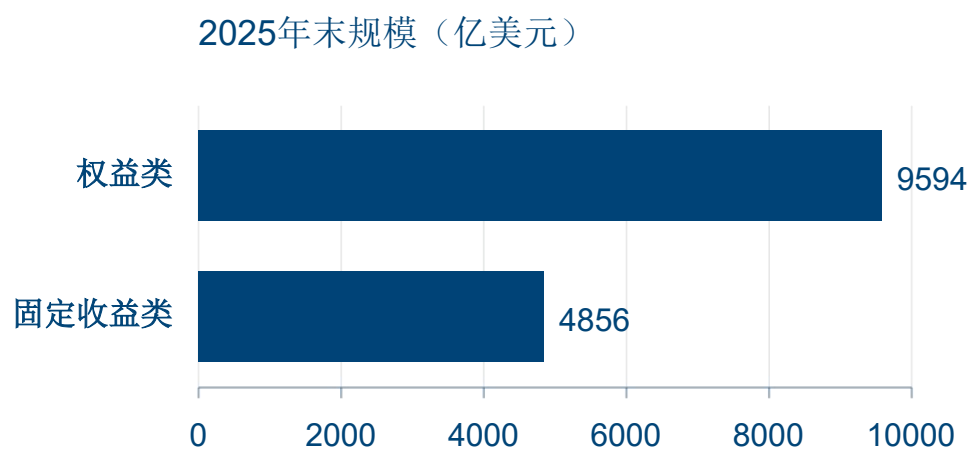
14,974亿美元

美国主动ETF规模（2025末），同比+74.5%，占美ETF10.25%

4,471亿美元

美国2025年主动ETF净流入，同比+64%，占全市场30%

美国主动管理ETF资产类别规模（2025年末，亿美元）



资料来源：ETF.com、中证指数，截至2025年底

三点结构性判断

1. 权益占64%（9,594亿美元）为第一大品类，固收占32%（4,856亿美元），资产结构以主动权益为主。

2. 2025年6月主动ETF数量历史首超被动；全年新发主动ETF约927只、被动仅约161只，新发产品由主动主导。

3. 2021年起共同基金转换提速，近五年累计约203只、转换后资产超2,600亿美元，且几乎全部为主动管理型。

仅供内部参考，请勿外传！

主动管理ETF：目标与收益来源不同，费率透明度各有取舍

对比维度	主动管理ETF	被动指数ETF
投资目标	力争超越业绩比较基准，追求主动超额收益（Alpha）	紧密跟踪标的指数，获取市场平均收益（Beta）
选股与仓位	全市场自主选股、择时与行业配置，不受指数成分股与权重约束	复制指数成分股与权重，仓位由合同规定（股票ETF一般≥95%）
持仓披露	每日公布PCF申购赎回清单与IOPV；Rule6c-11下可用定制申赎篮子（custombasket），兼顾套利效率与适度持仓保护	每日PCF，完全复制公开指数，持仓固定、本就透明
跟踪误差	无硬性跟踪误差约束，以业绩基准约束风格即可	严格最小化跟踪误差，偏离指数即失败
管理费率（美国）	资产加权0.49%（2024）；主动权益ETF均值约67bp，低于主动公募>100bp	资产加权0.12%（2024）；被动股票ETF简单平均约42bp（MorganStanley）
收益来源	基金经理的主动判断与定价能力（Alpha）	指数本身的涨跌（Beta），与管理人判断关系小

定位主动ETF不是被动ETF的升级，而是把主动管理装进低费率、高透明、可盘中交易的ETF外壳；二者面向不同收益诉求，互补而非替代。

仅供内部参考，请勿外传！

主动管理ETF：境内破冰，首批18只填补场内主动权益空白

国信证券 GUOSEN SECURITIES

监管与落地时间线（2026）

6月·陆家嘴论坛

证监会主席宣布支持在沪深交易所推出主动ETF

同日·制度落地

沪深交易所发布《主动管理ETF业务指引》

7月·首批上报

首批18只正式上报，沪深各9只、覆盖18家管理人，距表态仅1个月

10月·进入发售

摩根大盘成长主动股票ETF（581000）首日募满20亿上限、比例配售

首批产品：内外资均衡布局，价值红利为主

- 18家管理人，含易方达、华夏、华泰柏瑞、南方、富国及外资摩根等，兼顾内外资与大中小型
- 名称中“均衡”“价值”“红利”出现频率最高，风格以均衡、价值为主
- 策略聚焦低换手、高分散：大盘均衡价值、大盘均衡成长、红利低波等易操作类型

运作约束与管理人门槛

- 持仓分散：持股不少于30只，前十大合计不超过基金净资产60%
- 每日公布PCF申购赎回清单与份额参考净值IOPV
- 管理人门槛：5年以上主动权益经验、近3年年均主动权益规模≥100亿元、近3年无重大违规

背景境内此前仅有指数增强ETF（2025年末54只、规模约96亿元），主动ETF首次为场内投资者提供“可交易的主动管理”工具。

仅供内部参考，请勿外传！

机构配置方向总结：中性偏均衡，向确定性与工具化倾斜

- 宏观处于“弱修复+政策观察期”，单边押注任一方向的赔率下降。权益从估值修复转向盈利验证，债市牛平但拥挤度上升，黄金短期受加息压制、长期底仓逻辑未破。

资产类别	配置建议	核心逻辑	关键跟踪变量
A股权益	中性偏积极，哑铃结构	三季报后定价从流动性博弈转向盈利验证，11月进入业绩真空期，题材与情绪修复窗口打开；但单边成长的条件不充分，红利低波与科技成长“两手抓”是机构主流共识	三季报盈利兑现度；杠杆资金是否止跌；美债长端利率与油价
利率债	标配，超长端回调后关注，不追涨	基本面弱修复+资金面宽松支撑债市，10Y在1.65%附近、30Y-10Y利差压缩至约40BP；但超长端交易拥挤，供给与止盈扰动需警惕	地方债发行节奏；DR007中枢；机构年末配置行为
信用债	票息为主，向高等级中短久期倾斜	信用利差进一步压缩空间有限，二永债赔率下降后转向高等级中短久期普通信用债，以票息和骑乘收益为锚	理财负债端稳定性；信用利差走阔风险
黄金	战略底仓维持，短期不追高	美联储加息预期与强美元压制金价，短期或在4000—4500美元宽幅震荡；但央行购金、美元信用弱化与财政赤字构成长期底座	美联储议息信号；美债实际利率；地缘风险
另类/工具	关注主动ETF作为权益参与的结构性工具	主动ETF填补场内主动管理空白，首批产品以均衡、价值、红利低波为主，适合当前“重结构、轻方向”的配置环境；险资、理财权益仓位提升仍处早期	首批主动ETF上市后流动性；险资权益配置比例变化

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- 宏观经济下行风险：宏观经济增速不及预期，将压制资本市场整体景气度，拖累非银板块核心业务盈利表现。
- 市场大幅波动风险：A股持续宽幅震荡、成交持续缩量，将直接冲击券商经纪、两融及期货资管等核心业务收入。
- 金融监管政策收紧风险：资本市场及非银金融行业监管政策超预期收紧，将对相关机构业务开展形成约束。
- 行业竞争加剧风险：非银金融行业同质化竞争持续加剧，可能导致行业整体盈利空间被持续挤压。
- 资金持续流出与流动性风险：市场去杠杆进程延续，资金持续流出，将加剧板块估值承压与个股流动性波动。
- 标的业绩不及预期风险：推荐标的核心业务进展、盈利表现不及市场预期，将导致股价表现不及预期。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传！

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032