

策略研究/深度研究

2020年05月07日

张馨元 执业证书编号：S0570517080005
研究员 021-28972069
zhangxinyuan@htsc.com

钱海 执业证书编号：S0570518060002
研究员 021-28972096
qianhai@htsc.com

相关研究

- 1《策略：新兴市场货币风险的“前世今生”》
2020.04
- 2《策略：流动性危机根源与信用危机警示》
2020.04
- 3《策略：海外被动投资基金的启示》2020.03

国内被动基金投资全景手册

市场交易主力资金系列

ETF 产品或是未来机构主动变革的关键赛道

当前来看，随着理财子公司等机构兴起，银行等上游资金方对于权益配置的需求进一步增加，但与此同时，国内以公募基金为代表的资管机构之间的竞争日趋激烈，头部机构更能吸引市场优秀的基金经理聚集，因而主动管理资金或越来越向少数头部机构集中，因而对于非头部的资管机构来说，被动型产品或成为机构主动变革的一种选择。从国内来看，我们认为 ETF 凭借其自身优势或是未来机构竞争的主赛道，海外资管巨头的案例表明费用率是关键词，在机构管理费用率逐步走低趋势下，后进机构可能着力点在于打造与现有产品的差异化。

国内的被动投资产品有望迎来黄金发展期

从国内外的情况来看，被动型的产品崛起是大势所趋，而国内与海外相比，被动型的产品发展尚处于早期。从股票型的被动产品来看，国内的被动基金主要包括：指数基金、分级基金、ETF 等，其中指数型产品发展历史较长，也相对成熟；分级基金曾是 2015 年的大牛市中的明星产品，但高杠杆属性使得其在资管新规的约束下，注定慢慢淡出历史舞台；ETF 则是近年来被动型产品的新生力量，其交易机制相比于指数基金更加灵活，可以类似单一股票实现日内实时交易，且其配置组合也呈现多样性的特征，能够迎合广大投资者的需要，因而具有强大的生命力。

国内被动型产品主要的投资者结构

国内的指数基金以跟踪宽基指数为主，在早期投资者结构以个人投资者为主，随着时间推移，机构逐步成为指数基金的认购主力。分级基金受到监管的限制，机构投资者正逐步退出；因而 ETF 在 2018 年以来展现了强大的生命力。过去 ETF 与指数基金类似，主要以跟踪宽基指数为主，因而机构也是 ETF 的认购主力，但近年来随着 ETF 产品的日趋丰富，个人投资者的占比不断提升，机构投资者的比重则相对减少。从偏好来看，机构投资者更偏好规模相对较大的宽基类 ETF，而个人投资者相对更偏好规模相对较小的行业或主题 ETF。

案例研究：先锋基金的崛起 VS 贝莱德的逆袭

从海外经验来看，先锋基金在上世纪 80 年代开始凭借指数基金，逐步取代主动管理基金而快速崛起，逐步发展成为当前全球最大的资产管理公司，但其在 ETF 产品上布局相对较晚，贝莱德通过收购 iShares 从而在 ETF 领域实现逆袭。从以上案例可以大致看出，被动投资优于主动投资是趋势；而 ETF 优于指数基金同样是趋势。在先锋基金崛起的过程中，其更低的费用率以及相对能跑赢平均的收益率是其指数产品快速发展的关键词，而后续先锋基金在与贝莱德的竞争中，同样依靠低费用率，在 ETF 产品中牢牢占据了一席之地。

国内资管机构或加速抢占被动产品赛道

对于国内的资管机构而言，随着竞争的逐渐加剧，我们认为未来基金管理费用率的走低是大势所趋，而被动型产品不失为一种有效应对竞争的选择。具体来看，国内的指数基金产品同质化较为严重，而往往先发者更具规模和流动性的优势；而 ETF 虽然依然可以跟踪宽基指数，但我们认为未来的竞争更在于产品的设计（如打造不同的组合满足不同投资者的需要等），因而 ETF 相比于指数基金更有主观能动性的空间。因此，我们认为多样化的 ETF 产品或成为未来机构竞争的主战场，对于后布局的机构，除主动降低管理费率来吸引投资者外，可能着力点在于打造与现有产品的差异化。

风险提示：1) 资管机构市场博弈以及市场竞争加剧的风险；2) 监管层出于某种原因限制被动产品的发展节奏；3) 海外金融机构介入使得国内竞争加剧；4) 市场系统性风险，抑制被动型基金产品发展。

正文目录

引言：被动产品或是未来机构主动变革的关键赛道	4
国内的被动投资产品有望迎来黄金发展期	5
指数型基金：国内发展较为成熟的被动产品	6
分级基金：牛市时的明星产品终将谢幕	8
ETF：最具活力的被动产品新生力量	10
国内被动型产品主要的投资者结构	14
指数型基金：机构投资者逐渐成为认购主力	14
分级基金：机构投资者逐步撤出	15
ETF：个人投资者的影响权重加大	16
案例研究：先锋基金的崛起 VS 贝莱德的逆袭	18
顺应被动投资之势，先锋基金凭借指数基金快速崛起	18
借道 ETF，贝莱德在被动产品中后来居上	19
先锋集团和贝莱德被动产品发展启示	20
研究结论：国内资管机构或加速抢占 ETF 产品赛道	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：被动投资型基金数量及其同比增速（截至 2020.04.30）	5
图表 2：被动投资型基金资产净值及其同比增速（截至 2020.04.30）	5
图表 3：主动基金与被动投资型基金的数量占比（截至 2020.04.30）	6
图表 4：主动基金与被动投资型基金的份额占比（截至 2020.04.30）	6
图表 5：指数基金产品的原理示意图	6
图表 6：指数型基金份额及其同比增速（截至 2020.04.30）	7
图表 7：指数型基金资产净值及其同比增速（截至 2020.04.30）	7
图表 8：国内被动指数型基金与增强指数型基金的数量变化（截至 2020.04.30）	7
图表 9：国内指数型基金数量占比情况的变化情况（截至 2020.04.30）	8
图表 10：市场中主要指数型基金及其规模（不完全统计，截至 2020 一季报）	8
图表 11：分级基金的配对转换机制	9
图表 12：分级基金数量及其同比增速（截至 2020.04.30）	9
图表 13：分级基金资产净值及其同比增速（截至 2020.04.30）	9
图表 14：市场中代表性的分级基金及其规模（不完全统计，截至 2020 一季报）	10
图表 15：ETF 的运行机制	10
图表 16：ETF 和指数基金比较	11
图表 17：ETF 数量、资产净值占股票型基金比重变化情况（截至 2020.04.30）	11
图表 18：ETF 数量及其同比增速（截至 2020.04.30）	12
图表 19：ETF 资产净值及其同比增速（截至 2020.04.30）	12
图表 20：2020 年以来科技 ETF 规模增长较快	12

图表 21: 市场中规模较大的 ETF 产品及其规模 (不完全统计, 截至 2020 一季报) ..13	13
图表 22: 2010 年以来股票型 ETF 占 A 股流通市值比重.....13	13
图表 23: 个人投资者和机构投资者对指数型基金的持有份额.....14	14
图表 24: 个人投资者与机构投资者对指数型基金的净申购份额.....14	14
图表 25: 个人投资者和机构投资者对指数型基金的持有比例变化.....14	14
图表 26: 机构投资者对分级基金的持有比例变化情况.....15	15
图表 27: 个人投资者和机构投资者持有分级基金份额的变化情况.....15	15
图表 28: 机构投资者对 ETF 的持有比例变化情况.....16	16
图表 29: 个人投资者和机构投资者持有 ETF 份额的变化情况.....16	16
图表 30: 个人投资者和机构投资者对 ETF 的持有比例变化.....17	17
图表 31: 截至 2019 年 12 月 31 日, 机构投资者对各类 ETF 的认购比例 (%).....17	17
图表 32: 先锋资产管理规模的变化.....18	18
图表 33: 先锋集团基金的业绩表现 (截至 2018.12.31).....19	19
图表 34: 贝莱德资产管理规模的变化.....20	20
图表 35: 国内主动股票型基金和股票型 ETF 管理费率比较 (算术平均).....21	21

引言：被动产品或是未来机构主动变革的关键赛道

3 月 29 日，我们发布报告《海外被动投资基金的启示》，借鉴美国被动型基金产品的发展经验，我们得出国内的被动型基金或迎来黄金发展期的结论。一方面，从被动基金基础优势来看，被动基金具有费率更低、贝塔属性更强、代理问题小等多重优势；另一方面，截至 2019 年底，我国被动投资型基金总资产净值占比（被动+主动）仅为 9.59%，仅与 2000 年时美国被动基金净资产占比基本相当，对比美国，我国被动投资基金发展仍处于早期。当前来看，随着理财子公司等兴起，银行等上游资金方对于权益配置的需求进一步增加，但与此同时，国内以公募基金为代表的资管机构之间的竞争日趋激烈，头部机构更能吸引市场优秀的基金经理聚集，因而主动管理资金或越来越向少数头部机构集中，因而对于非头部的资管机构来说，被动型产品或成为机构主动变革的一种选择。

在被动基金发展的过程中，不乏许多成功的案例，其中先锋基金当前是美国最大的基金管理公司之一，截至 2020 年 1 月 31 日，根据先锋基金官网披露，其总资产管理规模达到 6.2 万亿美元。先锋基金就是依靠被动型产品崛起的典型代表，而其创始人约翰伯格也被誉为“指数基金之父”、被动投资的先驱。

国内的被动基金主要包括：指数基金、分级基金、ETF 等，其中指数型产品发展历史较长，也相对成熟；分级基金曾是 2015 年的大牛市中的明星产品，但其高杠杆属性使得在资管新规的约束下，注定慢慢淡出历史舞台；ETF 则是近年来被动型产品的新生力量，交易机制更加灵活使其具有强大的生命力。

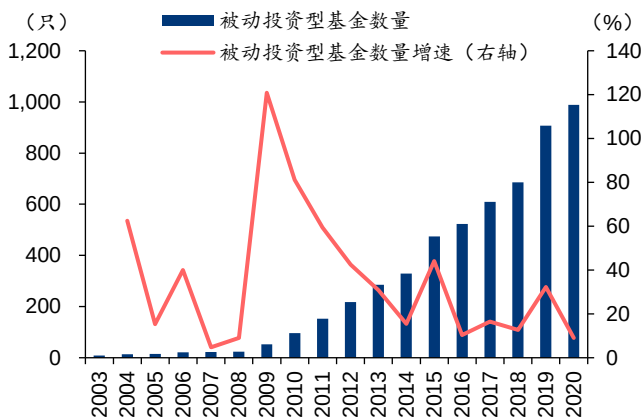
我们认为国内的被动型产品崛起是必然趋势，其中 ETF 或是未来机构竞争的主赛道，本篇报告，我们在上一篇海外被动基金的研究框架基础上，从国内角度看国内被动产品的发展情况，同时分析海外指数巨头的崛起成功案例，为国内的资管机构在被动产品竞争中的策略选择提供借鉴。

国内的被动投资产品有望迎来黄金发展期

从总量来看，国内的被动基金的规模和数量在市场的波动中增长。从历史回溯来看，我国被动投资型基金的数量和资产净值大致呈现逐年稳定增加的态势。增速方面，2008 年次贷危机后，同时在市场经历大幅大跌后，由于指数估值处于历史相对低位，叠加“4 万亿”的刺激政策出台，2009 年后被动投资型基金数量和规模迎来 3 年左右的高速增长期，其中：2009 年被动基金数量同比增速为 120.83%、被动基金资产净值同比增速为 222.21%，2010 年被动基金数量同比增速为 81.13%。在 2015 年“股灾”前，被动投资型基金总体保持相对稳定增长，其中：2014 年受市场大涨的驱动，被动基金资产净值同比增速为 60.59%。

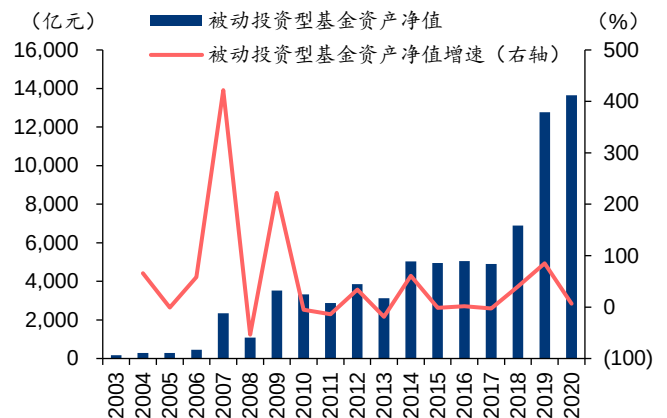
2019 年是国内被动基金快速崛起的关键一年。一方面，从市场维度，2018 年受中美贸易战影响 A 股指数再次跌至历史相对低位，与 2008-2009 年情况类似，2018-2019 被动投资型基金的数量和规模再次实现较快增长，其中：2018 年基金资产净值同比增速为 40.54%，2019 年基金资产净值同比增速为 85.19%。另一方面，从产业维度，中美贸易摩擦开启了逆全球化的趋势，与此同时随着 5G 技术周期的逐步演进，部分科技相关的产业趋势确定性不断增强，相应的产业被动型基金也快速崛起。总体来看，我国被动基金的数量基本呈现逐年稳定增长态势，但净值规模受到市场大幅波动影响，在曲折中缓慢前行。

图表1：被动投资型基金数量及其同比增速（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

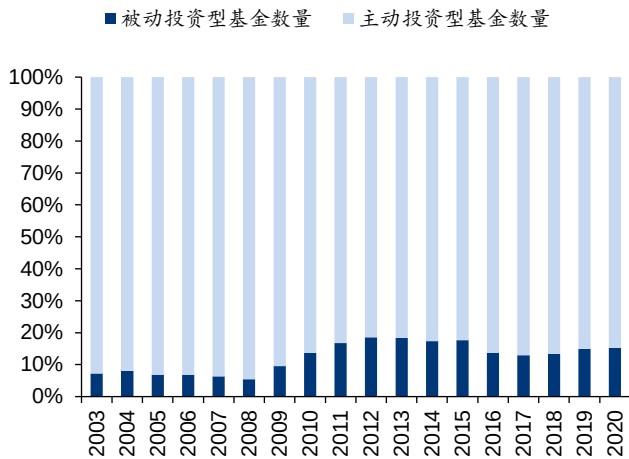
图表2：被动投资型基金资产净值及其同比增速（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

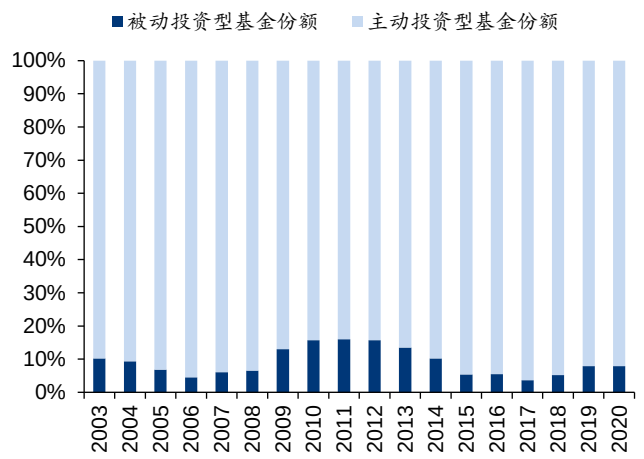
从结构来看，2003 年以来，我国被动投资型基金占比大致经历五个阶段：（1）2003-2005 年，被动投资型基金份额占比持续减少，在这个时期 A 股市场总体呈现震荡下行的态势；（2）2006-2009 年，被动投资型基金数量占比和基金份额占比大幅上升，在这个阶段 A 股经历了一轮波澜壮阔的牛熊转折，市场波动率明显加大；（3）2010-2014 年，被动投资型基金数量占比总体保持稳定，在这个时期 A 股总体呈现震荡下行走势；（4）2015-2016 年，被动投资型基金数量占比和基金份额占比急剧减少，在这个阶段 A 股经历了“股灾”、“熔断”等系统性风险而大幅下行；（5）2017 至 2020 年 4 月 30 日，被动投资型基金份额占比稳定回升，在这个阶段，A 股市场总体呈现震荡格局，并涌现出一些结构性的交易机会（如 2017 年消费、2019 年科技等）。

图表3：主动基金与被动投资基金的数量占比（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：主动基金与被动投资基金的份额占比（截至 2020.04.30）

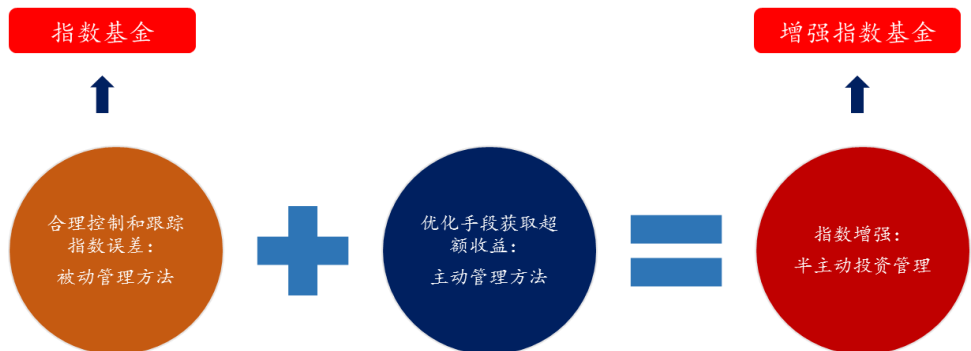


资料来源：Wind，华泰证券研究所

指数型基金：国内发展较为成熟的被动产品

股票型基金包括普通股票型基金、被动指数型基金和增强指数型基金，其中：指数型基金以追踪某一股票指数为投资目标，采取完全复制方法进行指数管理和运作的是被动指数型基金，实施优化策略或增强策略的是增强指数型基金。

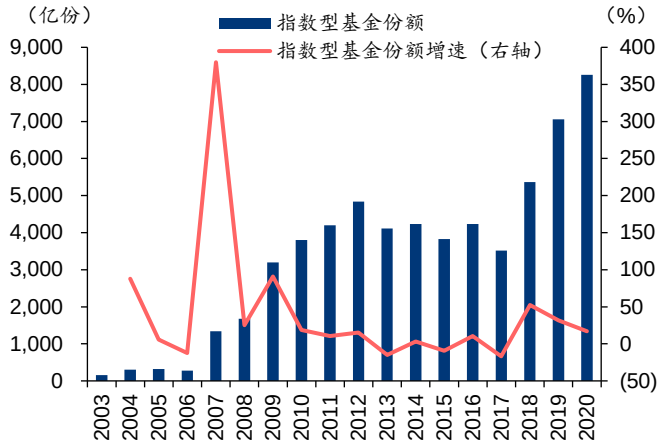
图表5：指数基金产品的原理示意图



资料来源：华泰证券研究所

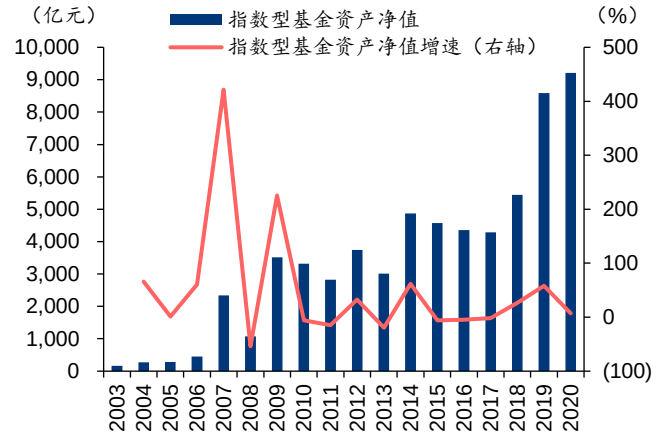
2002 年，国内推出首只指数基金——华安中国 A 股增强指数，指数基金的出现是对主动管理基金的一种冲击，凭借低成本、透明度高、多元化等优势，指数型基金逐渐受到投资者的青睐。到 2009 年，指数基金开始进入快速发展期，2009 年的资产净值同比增速达 225.62%，此后的三年间，指数型基金数量同比增幅均超过 35%。到 2018-2020 年（截至 4 月 30 日），指数基金规模进一步快速扩张：2018 年指数型基金份额同比增速为 52.32%；2019 年资产净值同比增速为 57.91%；截至 2020 年 4 月 30 日，我国共有 702 只被动指数型基金、110 只增强指数型基金，份额合计为 8253.83 亿份，基金资产净值合计达到 9209.06 亿元，已经成为公募产品中不容忽视的力量。

图表6： 指数型基金份额及其同比增速（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

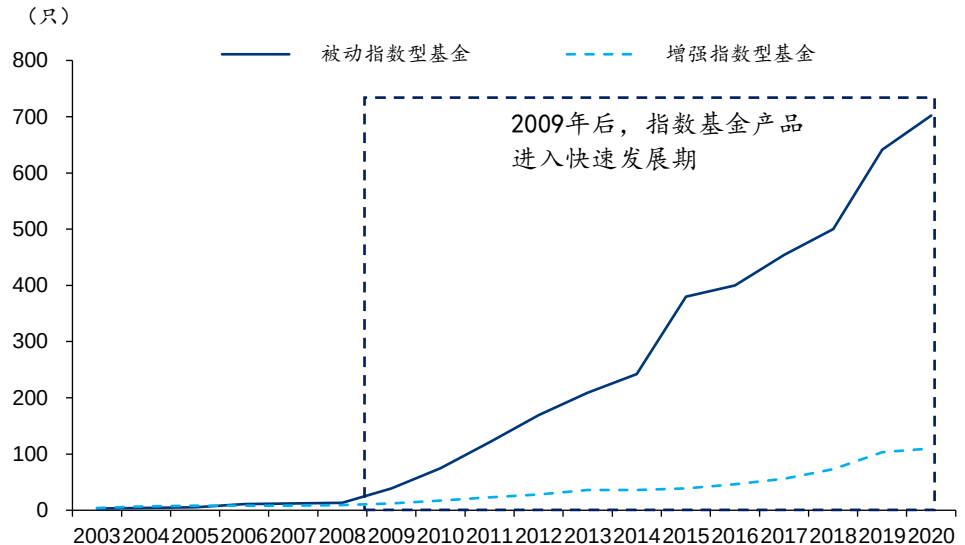
图表7： 指数型基金资产净值及其同比增速（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

指数基金的崛起主要在于其与主动产品相比具有费用率低等明显优势（详见3月29日发布报告《海外被动投资基金的启示》），因而，我们认为被动产品是符合资管行业大趋势的产物。而在指数基金的结构中，被动指数基金数量要明显高于增强指数基金，我们认为其中管理费用率的考量也是重要因素之一（由于增强指数型基金加入了部分优化策略的部分，管理费用率相对单纯被动指数型产品更高）。

图表8： 国内被动指数型基金与增强指数型基金的数量变化（截至 2020.04.30）

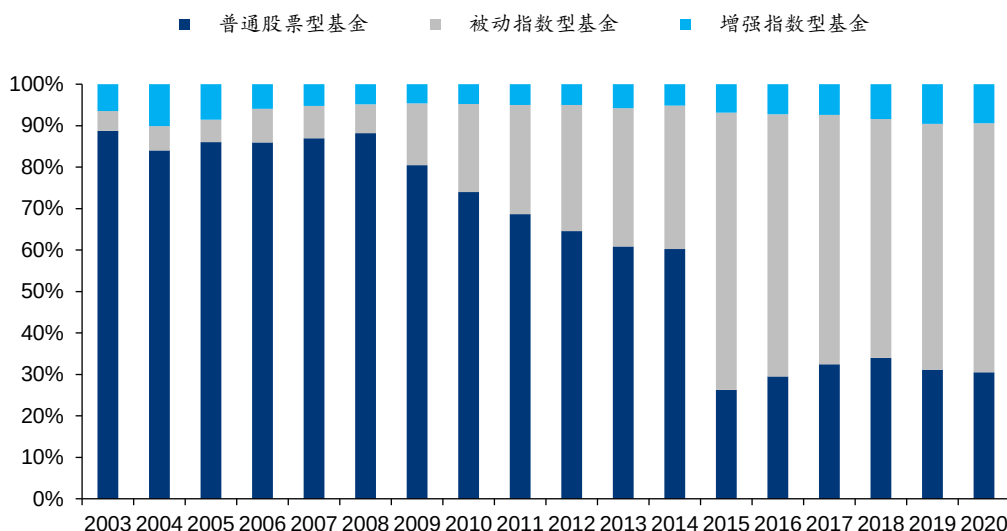


资料来源：Wind，华泰证券研究所

与指数基金有所不同，主动管理的普通股票型基金的基金经理对于产品净值负有主观责任，因而从逻辑角度考虑，当市场出现系统性风险导致净值大幅下跌时，部分产品或管理的基金经理可能由于风险控制不当导致考核不达标而退出市场，虽然指数基金可能同样会存在赎回的压力，但基本不存在彻底退出市场的风险，因此市场的高波动一定程度上也是主动产品的“杀手”。

2015 年受“股灾”的影响，市场指数遭遇大幅下跌，而被动型基金的数量占比突变式增加。根据 wind 数据，截至 2016 年末，共有 380 只被动指数型基金、39 只增强指数型基金，而普通股票型基金（主动）只有 149 只。此后，指数型基金在市场占据相对主导地位，产品数量占比总体稳定在 65% 以上。

图表9：国内指数型基金数量占比情况的变化情况（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

目前的指数基金主要跟踪沪深 300 指数、中证 500 指数等宽基指数为主。截至 2020 年 4 月 30 日，跟踪中证 500 指数的指数型基金共有 109 只，跟踪沪深 300 指数的指数型基金共有 144 只。以富国沪深 300 增强为例，该基金通过数量化的方法进行积极的指数组合管理与风险控制，以“指数化投资为主、主动性投资为辅”，在复制沪深 300 指数的基础上对个股权重进行一定程度的调整，力求投资收益能够跟踪并适度超越目标指数。2020 年一季度显示，该基金份额为 58.63 亿份，基金资产净值为 90.21 亿元。

图表10：市场中主要指数型基金及其规模（不完全统计，截至 2020 一季报）

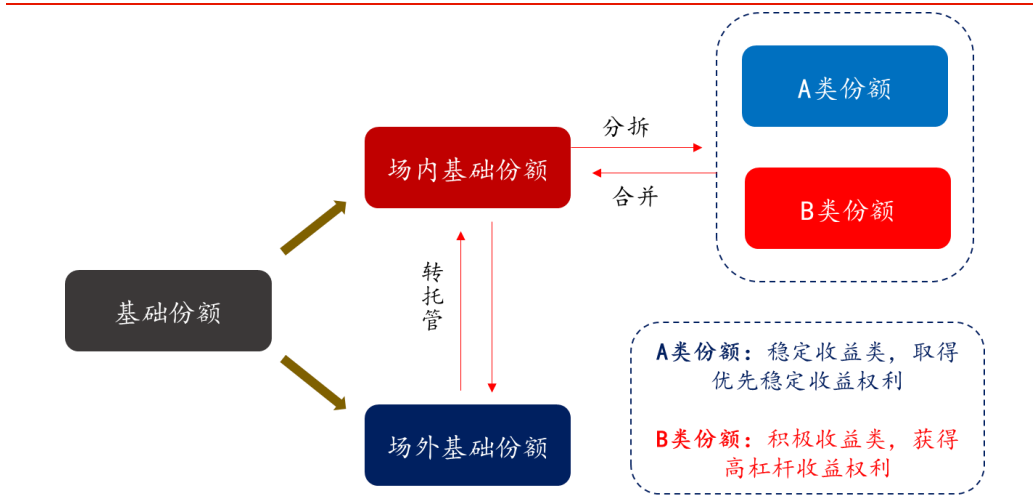
名称	成立日期	单位净值/份额 (亿份)	资产净值 (亿元)	管理公司	比较基准	投资类型
富国沪深 300 增强	2009-12-16	1.64	58.63	90.21 富国基金管理 沪深 300 指数收益率*95%+1.5% 有限公司		增强指数型基金
景顺长城沪深 300 增强	2013-10-29	2.11	41.02	81.54 景顺长城基金 沪深 300 指数收益率*95%+1.5% 管理有限公司		增强指数型基金
富国中证 500 指数增强	2011-10-12	1.78	36.30	60.85 富国基金管理 中证 500 指数收益率*95%+1% 有限公司		增强指数型基金
银华深证 100	2010-05-07	1.06	5.00	43.18 银华基金管理 深证 100 价格指数收益率*95%+商业 银行股份有限公司 银行活期存款利率(税后)*5%		被动指数型基金

资料来源：Wind，华泰证券研究所

分级基金：牛市时的明星产品终将谢幕

分级基金指事先约定基金份额的风险收益分配，将母基金份额分为预期风险收益不同的两类子份额，并将其中部分或者全部类别份额上市交易的结构化证券投资基金。分级基金区分为三类份额：基础份额是“母基金份额”；预期风险收益较低的子份额称为“A 份额”，通常获取相对固定的约定收益。约定收益可以是固定值，也可以与定存利率等市场利率挂钩，适合风险偏好程度较低的稳健性投资者；预期风险收益较高的子份额称为“B 份额”，获取分配完“A 份额”约定收益后母基金的剩余收益，适合风险偏好程度较高的激进型投资者。与此同时，分级基金可以通过一、二级市场的配对转换的套利机制，可以防止二级市场价格与指数偏离度过大，从而达到跟住指数的目的。

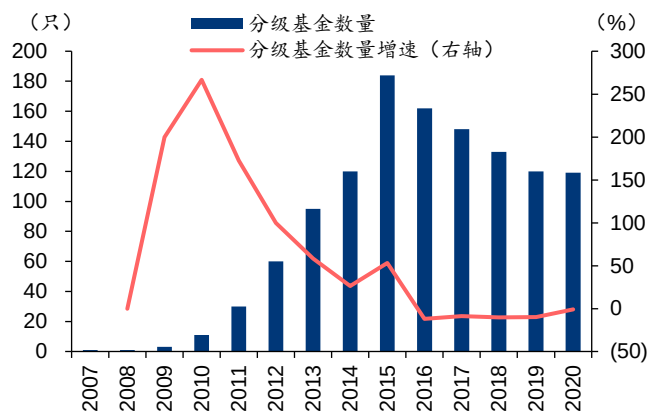
图表11： 分级基金的配对转换机制



资料来源：华泰证券研究所

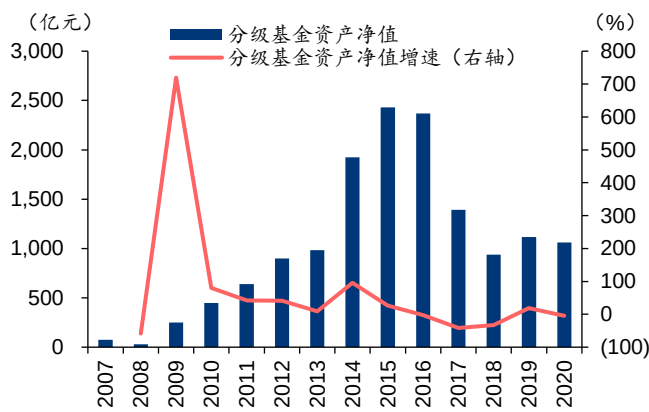
分级基金创新的杠杆分离机制可以满足不同投资者的风险偏好需求，2007 年 7 月，国投瑞银基金管理公司推出第一只分级基金——国投瑞银瑞福深证 100 指数分级证券投资基金以来，分级基金开始经历多元化的发展。2009 年，分级基金机制设计逐渐改进，以长盛国庆可分离交易基金为代表，分级基金的运作方式由封闭运作扩展为普通的 LOF 基金；以国投瑞银瑞和沪深 300 指数分级基金为代表，开放式的运作模式和被动投资的投资方式逐渐被应用。2013 年，随着 A 股市场（当时主要为创业板）逐渐转暖，分级基金也迅速扩张，2013 年当年新发行了 35 只分级基金。2014 年，市场指数逐步转向全面牛市，指数的大涨带动分级基金的资产净值翻倍，年初到年末由 983.04 亿元增长至 1924.07 亿元。到 2015 年，市场由牛转熊，到年底共有 184 只分级基金运作，资产净值为 2431.76 亿元。

图表12： 分级基金数量及其同比增速（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 分级基金资产净值及其同比增速（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

分级基金的高杠杆属性在监管约束下最终回归平淡。分级基金的 B 份额具有杠杆属性，在牛市时可以放大涨幅，因而也大受市场追捧，成为当时的明星产品。2015 年 6 月底（在 2015 年牛市的高点），Wind 数据显示分级基金总份额曾达到历史高点 3764 亿份（由于其中部分产品已清盘，实际总份额或更高），其中 A、B 份额分别达到 1874.84 亿份和 1889.16 亿份。但在市场转熊后，B 份额净值同样也会加速下跌，而分级基金高杠杆、高波动的属性并不符合监管的要求。2015 年 8 月 21 日，证监会表示，由于分级基金的机制比较复杂，普通投资者不易理解，市场也出现一些新情况，决定暂缓分级基金的注册。此后，随着前期发行的分级基金摘牌清算，分级基金的数量逐渐减少。截至 2020 年 4 月 30 日，仅有 119 只分级基金正在运作，资产净值为 1061.52 亿元。根据最新资管新规的要求，2020 年底分级基金要完成转型或清盘。

在分级基金的发展初期，主要以宽指基金为主。2013 年起，随着创业板为代表的成长股兴起，行业和主题分级基金如雨后春笋，并且跟踪标的组合逐渐细分化，涵盖工业 4.0、一带一路、军工、白酒等众多当时市场的热点品种。招商中证白酒是延续至今具有代表性的分级基金产品，该基金以中证白酒指数为标的指数，采用完全复制法，按照标的指数成份股组成及其权重构建股票投资组合，进行被动式指数化投资。2020 年基金一季报显示，该基金份额为 135.37 亿份，基金资产净值为 120.02 亿元。

图表14： 市场中代表性的分级基金及其规模（不完全统计，截至 2020 一季报）

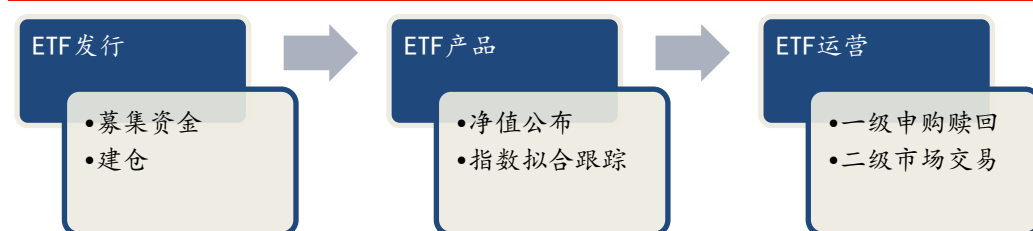
名称	单位净值	资产净值	管理公司	成立日期	比较基准
招商中证白酒	0.9734	135.37	120.02 招商基金管理有限公司	2015-05-27	中证白酒指数收益率*95%+金融机构人民币活期存款基准利率(税后)*5%
兴全合润分级	1.2444	62.88	71.95 兴证全球基金管理有限公司	2010-04-22	沪深 300 指数*80%+中证国债指数*20%
招商中证证券公司	1.0134	67.98	67.44 招商基金管理有限公司	2014-11-13	中证全指证券公司指数收益率*95%+金融机构人民币活期存款基准利率(税后)*5%
鹏华中证国防	0.8230	82.46	62.16 鹏华基金管理有限公司	2014-11-13	中证国防指数收益率*95%+商业银行活期存款利率(税后)*5%
富国中证军工	1.1920	55.71	61.44 富国基金管理有限公司	2014-04-04	中证军工价格指数收益率*95%+银行人民币活期存款利率(税后)*5%
富国国企改革	0.8620	69.25	56.07 富国基金管理有限公司	2014-12-17	中证国有企业改革指数收益率*95%+银行人民币活期存款利率(税后)*5%
富国中证新能源汽车	0.8440	57.80	44.18 富国基金管理有限公司	2015-03-30	中证新能源汽车指数收益率*95%+银行人民币活期存款利率(税后)*5%
银华深证 100	1.0630	43.65	43.18 银华基金管理股份有限公司	2010-05-07	深证 100 价格指数收益率*95%+商业银行活期存款利率(税后)*5%
富国创业板指数分级	1.3290	32.12	38.87 富国基金管理有限公司	2013-09-12	创业板指数收益率*95%+银行人民币活期存款利率(税后)*5%
鹏华中证银行	0.8850	41.08	35.00 鹏华基金管理有限公司	2015-04-17	中证银行指数收益率*95%+商业银行活期存款利率(税后)*5%
富国证券分级	0.9140	37.99	34.01 富国基金管理有限公司	2015-03-27	中证全指证券公司指数收益率*95%+银行人民币活期存款利率(税后)*5%
申万菱信中证申万证券	0.8561	37.99	32.04 申万菱信基金管理有限公司	2014-03-13	中证申万证券行业指数收益率*95%+银行同业存款利率*5%
申万菱信深证成指分级	0.5635	53.02	27.91 申万菱信基金管理有限公司	2010-10-22	深证成指增长率*95%+银行同业存款利率*5%
国泰中证食品饮料	1.1337	25.64	27.29 国泰基金管理有限公司	2014-10-23	中证食品饮料行业指数收益率*95%+银行活期存款利率(税后)*5%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

ETF：最具活力的被动产品新生力量

“交易型开放式指数证券投资基金”（简称 ETF）是一种跟踪标的指数变化、且在证券交易所上市交易的基金。它的基金资产是一篮子股票组合，组合中的股票种类与某一特定指数包含的成份股票相同，股票数量比例与该指数的成份股构成比例一致。只有在指数调整时，ETF 投资组合才作相应调整。ETF 既可以当日实时交易，像买卖股票一样在二级市场买卖 ETF 份额，也可以像开放式基金一样自由申购赎回，向基金管理公司申购或赎回 ETF 份额。因此 ETF 在某种意义上同时具备指数基金的被动跟踪指数属性，以及分级基金的一、二级市场联通属性。

图表15： ETF 的运行机制



资料来源：华泰证券研究所

ETF 的出现对传统指数产品和分级基金同时产生冲击。一方面，与分级基金相比，ETF 通常不带杠杆，符合监管的要求；另一方面，与指数基金相比，ETF 同时存在一级市场和二级市场，交易机制更加灵活，具备较强的生命力。其中一级市场可以像普通基金一样进行申购和赎回，但门槛相对较高，但普通投资者可以通过联接基金实现；而二级市场可以类似于单一股票一样进行盘中实时交易，门槛则相对较低。

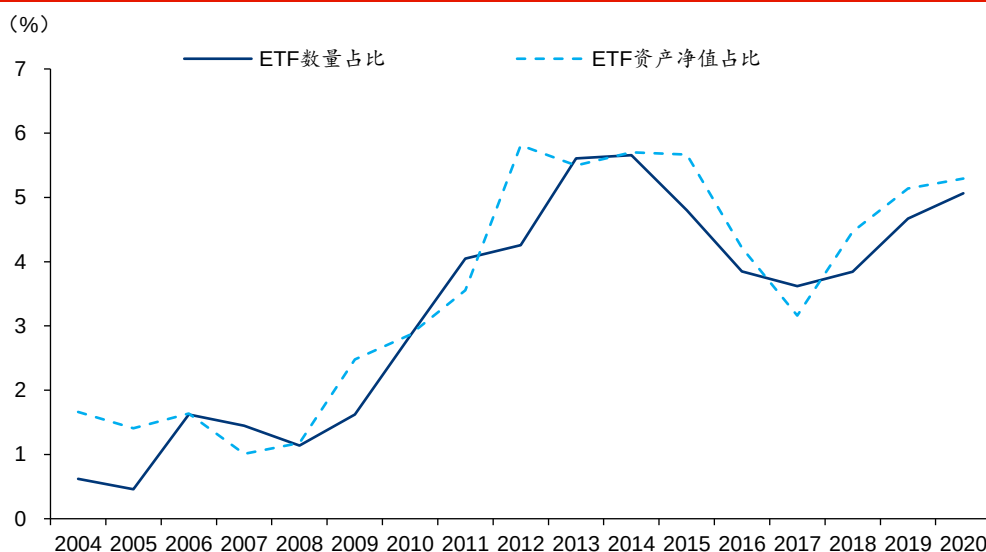
图表16：ETF 和指数基金比较

项目	ETF	开放式指数基金
交易方式	证券账户直接买卖	通过券商、银行等渠道申购
交易门槛	最小交易单位为 1 手	申购最小单位为 100 或 1000 元
交易效率	T 日卖出，资金实时可用，部分品种 T+0T 日赎回，资金 T+2 日到账	
交易品种	股票、债券、商品、海外、货币	股票、债券、商品、海外
交易成本	交易成本低： 交易费用主要为券商佣金； 交易成本较高： 申购赎回费 1-1.5%；管理费：0.5-1%； 管理费用抵；无印花税	交易成本较高： 申购赎回费 1-1.5%；管理费：0.5-1%； 惩罚性赎回费： 持有 7 日以内赎回 1.5%
其他	可加杠杆： 可融资融券 实时净值： 买入时可看到实时净值 跟踪误差低： 实物申赎，成分股仓位高 持仓透明： 每日披露申赎清单	无杠杆 无实时净值： 未知价原则成交 跟踪误差较高： 现金申赎 持仓较透明： 指数成分按季披露

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2004 年 12 月 30 日，我国第一支 ETF “上证 50 交易型开放式指数证券投资基金” 募集设立，并于 2005 年 2 月 23 日在上海证券交易所上市交易。此后 ETF 崭露头角，数量和资产净值占股票型基金的比重逐年提升，至 2014 年达到峰值。截至 2020 年 4 月 30 日，ETF 在基金市场中的数量占比为 5.06%、份额占比为 4.16%、资产净值占比为 5.30%。

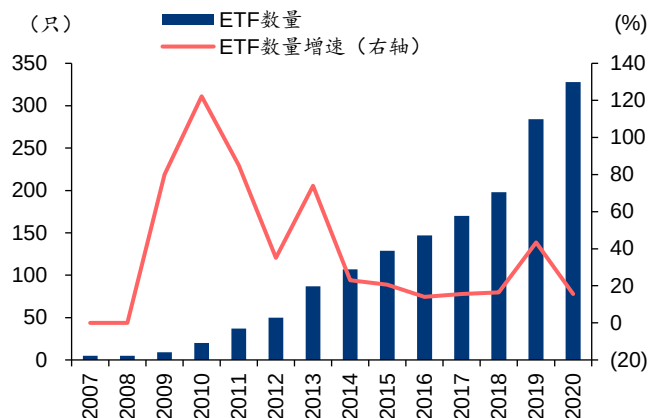
图表17：ETF 数量、资产净值占股票型基金比重变化情况（截至 2020.04.30）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

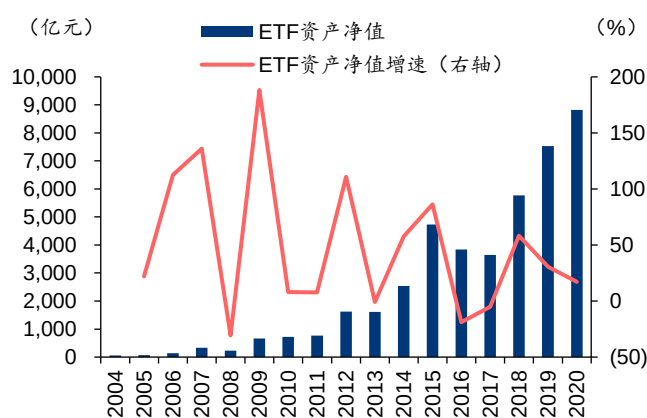
2009 年以后，ETF 产品同样进入快速增长期。在 2009 年以前，股票型 ETF 处于低速增长期，2009 年末仅有 9 只 ETF 基金。2010-2017 年间，ETF 数量稳定增长。2012 年 ETF 资产净值突破 1000 亿大关，达到 1625.62 亿元，较上一年增长了 110.93%。在牛市的助力下，2014、2015 年资产净值增速为 57.63%、86.38%，2015 年末资产净值达 4730.63 亿元。2018 年至今，ETF 的市场需求进一步扩张。2019 年底有 284 支股票型 ETF，较上年增加了 86 只，截至 2020 年 4 月 30 日，市场上共有 328 只股票型 ETF，资产净值合计为 8823.28 亿元。

图表18: ETF 数量及其同比增速 (截至 2020.04.30)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: ETF 资产净值及其同比增速 (截至 2020.04.30)

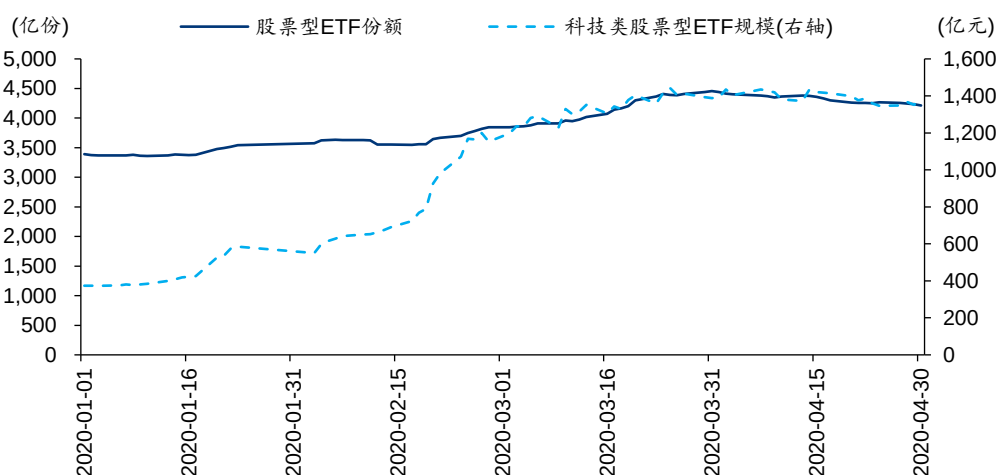


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在发展初期，ETF 的出现主要是对传统指数型基金的创新，同样主要跟踪宽基指数为主，但后期行业和主题类的 ETF 产品大幅增加。根据 Wind 数据，截至 2020 年 4 月 30 日，在披露跟踪指数的 265 只 ETF 中，仅有 18 只 ETF 跟踪沪深 300 指数、14 只 ETF 跟踪中证小盘 500 指数、11 只 ETF 跟踪创业板指数，宽基 ETF 的总体规模相对更大。剩下大多数为行业 ETF 和主题 ETF，其中主要包括：6 只 ETF 跟踪中证全指证券公司指数、6 只跟踪中证全指银行指数、4 只跟踪粤港澳大湾区创新 100 指数。

2019 年以来，科技类主题的 ETF 大幅增加。2019 年以来，随着 5G 技术周期的逐步启动，科技类主题的 ETF 产品开始逐渐增加，涌现了诸如：5G、半导体、云计算、新能源汽车等多种符合产品趋势的 ETF 产品。以华夏中证 5G 通信主题 ETF 为例，该基金是境内首只 5G 主题 ETF，主要采用组合复制策略及适当的替代性策略以更好地跟踪目标指数，使跟踪偏离度和跟踪误差最小化。该基金业绩排名靠前，规模稳步提升，截至 2020 年基金一季报，该基金的年化回报为 20.33%，年化波动率为 29.03%，资产净值达到 309.96 亿元，是目前规模最大的行业或主题基金。

图表20: 2020 年以来科技 ETF 规模增长较快



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

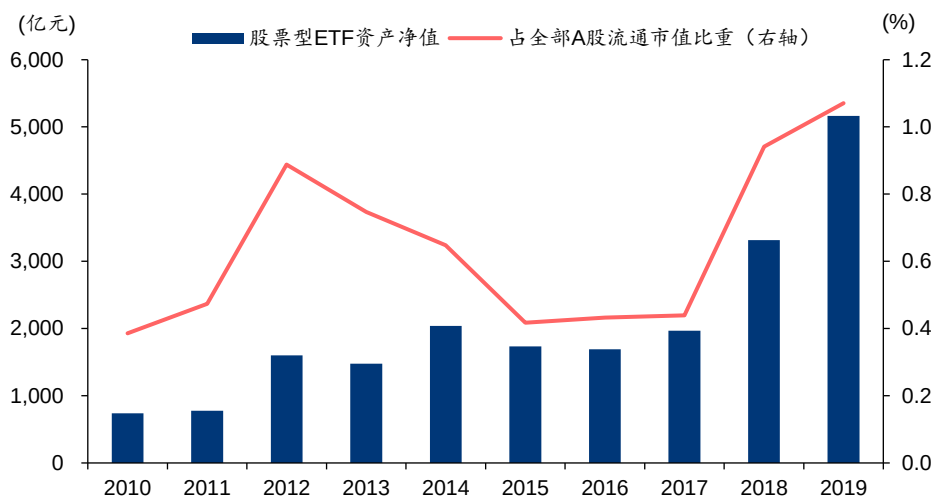
图表21： 市场中规模较大的 ETF 产品及其规模（不完全统计，截至 2020 一季报）

名称	单位净值份额 (亿份)	资产净值 (亿元)	管理公司	成立日期	比较基准
华夏上证 50ETF	2.85	143.45	426.17 华夏基金管理有限公司	2004-12-30	上证 50 指数
华泰柏瑞沪深 300ETF	3.90	108.09	408.47 华泰柏瑞基金管理有限公司	2012-05-04	沪深 300 指数
南方中证 500ETF	5.80	72.82	394.60 南方基金管理股份有限公司	2013-02-06	中证 500 指数
华夏中证 5G 通信主题 ETF	1.12	258.71	309.96 华夏基金管理有限公司	2019-09-17	中证 5G 通信主题指数收益率
华夏沪深 300ETF	3.91	75.83	272.36 华夏基金管理有限公司	2012-12-25	沪深 300 指数
嘉实沪深 300ETF	3.97	73.37	260.21 嘉实基金管理有限公司	2012-05-07	沪深 300 指数
国泰中证全指证券公司 ETF	0.95	186.71	181.84 国泰基金管理有限公司	2016-07-26	中证全指证券公司指数收益率
易方达创业板 ETF	1.99	85.39	180.17 易方达基金管理有限公司	2011-09-20	创业板指数
华安上证 180ETF	3.32	56.19	178.08 华安基金管理有限公司	2006-04-13	上证 180 指数
嘉实沪深 300ETF 联接(LOF)A	1.10	161.67	172.97 嘉实基金管理有限公司	2005-08-29	沪深 300 指数增长率*95%+银行活期存款利率(税后)*5%
华夏国证半导体芯片 ETF	1.03	172.85	172.10 华夏基金管理有限公司	2020-01-20	国证半导体芯片指数收益率
华夏沪深 300ETF 联接 A	1.31	113.49	140.42 华夏基金管理有限公司	2009-07-10	沪深 300 指数收益率*95%+1%
博时央企创新驱动 ETF	0.89	149.01	133.60 博时基金管理有限公司	2019-09-20	中证央企创新驱动指数收益率
华夏央企结构调整 ETF	0.93	135.84	121.98 华夏基金管理有限公司	2018-10-19	中证央企结构调整指数收益率

资料来源：Wind，华泰证券研究所

目前来看，ETF 交易灵活性等优势明显，已经成为国内被动产品中强有力的新生力量。2017-2019 年，国内股票型 ETF 的资产净值占 A 股流通市值的比重已经从 0.44% 快速提升至 1.08%，我们认为在被动化的大趋势下，ETF 未来有望继续迎来快速发展期。

图表22： 2010 年以来股票型 ETF 占 A 股流通市值比重



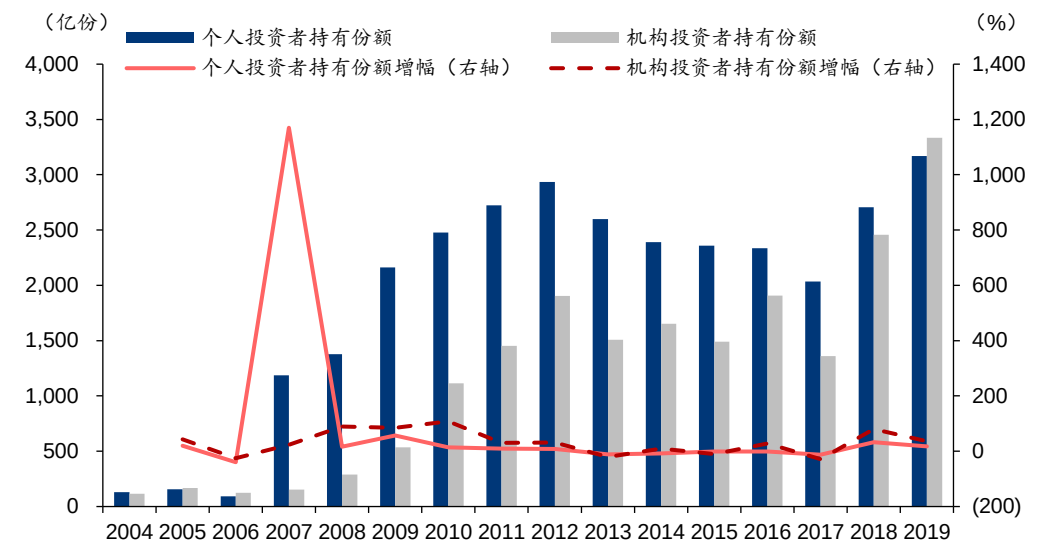
资料来源：Wind，华泰证券研究所

国内被动型产品主要的投资者结构

指数型基金：机构投资者逐渐成为认购主力

早期的被动指数型产品个人投资者是认购主力，但后期机构逐渐成为指数基金的认购主力。2007 年，在大牛市的背景下，个人投资者对指数型基金的认购突然快速增长，当年净申购了 1093.35 亿份，年末持有的基金份额是机构投资者持有份额的 7.76 倍。此后的 5 年间（2008-2012），个人投资者对于指数产品的热度有所减弱，机构投资者持有指数型基金份额的增幅开始持续高于个人投资者持有份额的增幅。2013-2017 年，指数型基金规模震荡，个人投资者持续赎回回了 901.58 亿份。自 2018 年起，机构投资者的持续申购是指数型基金扩张的主要原因，2019 年末较 2017 年末净申购了 1972.59 亿份，而个人投资者仅净申购 1136.88 亿份。

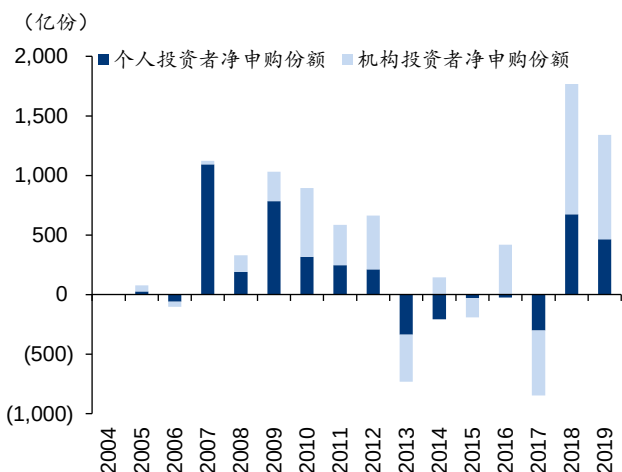
图表23： 个人投资者和机构投资者对指数型基金的持有份额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

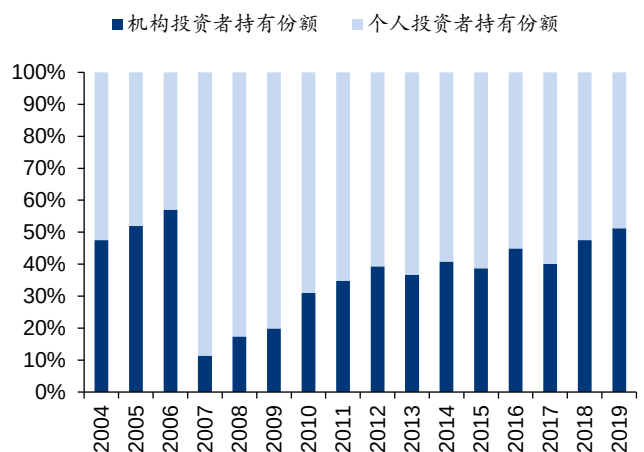
2019 年机构投资者占指数型基金的申购比重为 2007 年以来首次超过 50%。根据 wind 整理的基金年报数据，2007 年，仅有 11.41% 的指数型基金由机构投资者持有，此后机构投资者的持有比例稳步上升，在 2012 年达到 39.34%。此后的五年间（2013-2017），散户的持有比例在 60% 左右波动，仍占据相对主导地位。2018 年起，机构投资者的持有比例进一步加大，到 2019 年末，51.26% 的指数型基金由机构投资者申购。

图表24： 个人投资者与机构投资者对指数型基金的净申购份额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 个人投资者和机构投资者对指数型基金的持有比例变化

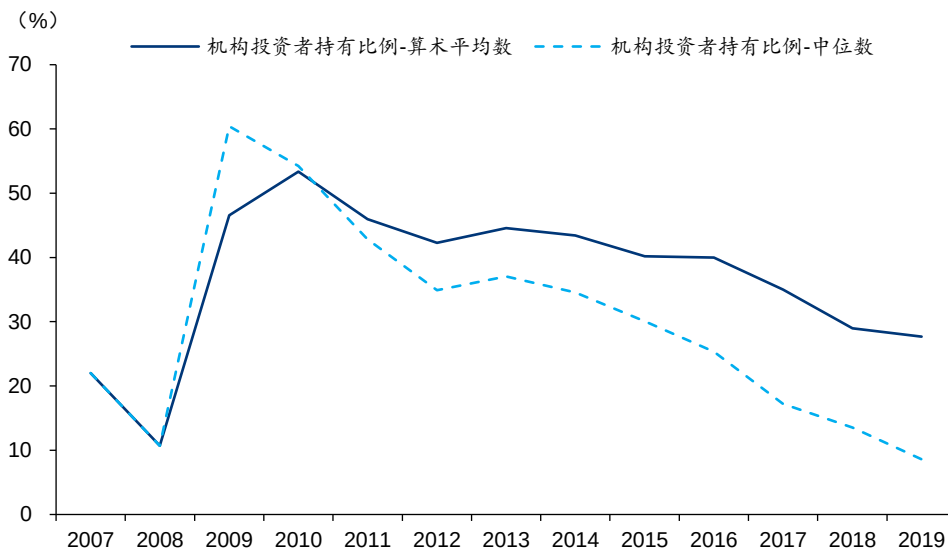


资料来源：Wind，华泰证券研究所

分级基金：机构投资者逐步撤出

分级基金由于带有高杠杆，天然吸引了较多高风险偏好的个人投资者。2009-2010 年，在分级基金推广的早期，由于个人投资者认知较少，机构投资者是分级基金的认购主力，但此后，随着分级基金逐步推广和普及，机构投资者对分级基金的持有比例持续下降。在 2019 年末，除少量分级基金由机构投资者大量持有以外，其余的分级基金均主要由个人投资者持有。

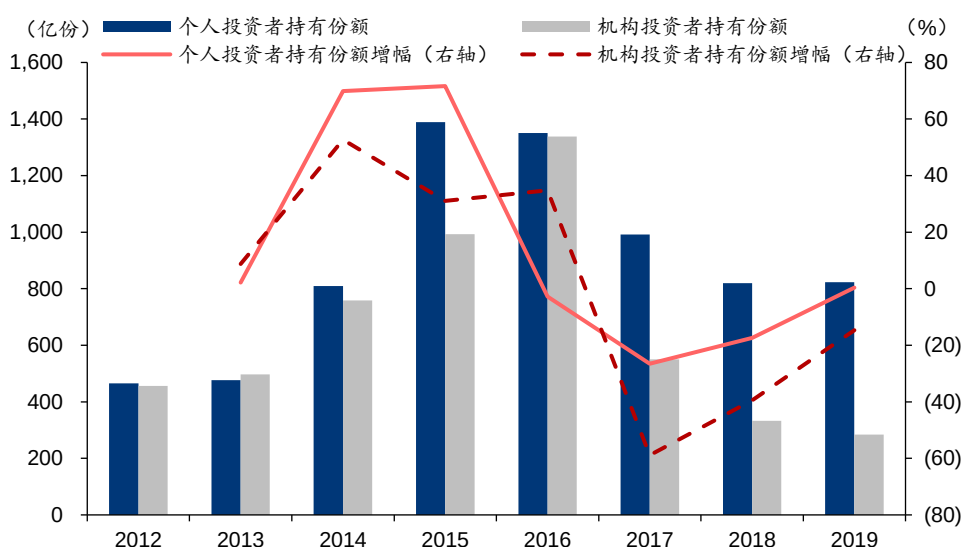
图表26： 机构投资者对分级基金的持有比例变化情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在 2014-2015 牛市期间，分级基金的份额加速扩张，个人投资者以 70% 的增速持续大量申购。2016 年开始，受到监管因素影响，个人投资者对分级基金的持有份额逐年减少。而在 2016 年，机构投资者净申购了 345.42 亿份，此后的三年间，以 -58.89%、-39.49%、-14.71% 的同比增速净赎回分级基金份额。

图表27： 个人投资者和机构投资者持有分级基金份额的变化情况

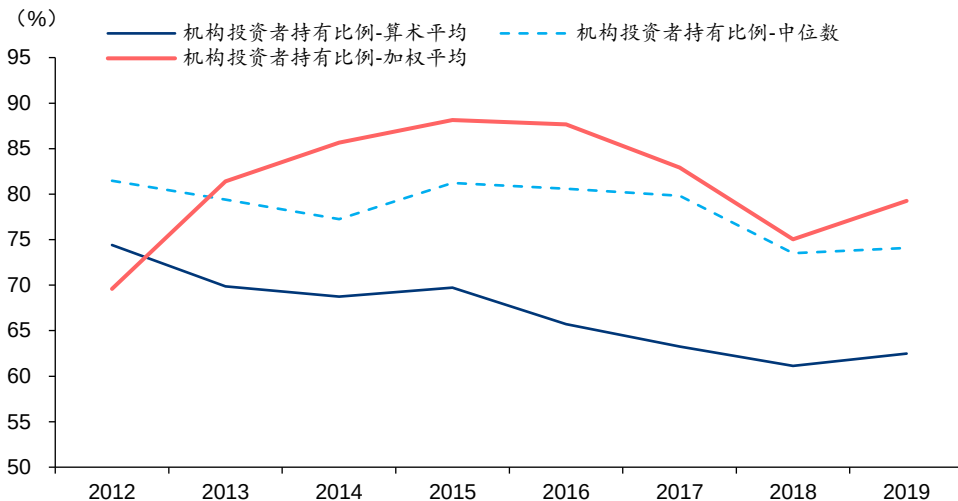


资料来源：Wind，华泰证券研究所

ETF：个人投资者的影响权重加大

机构投资者是当前 ETF 的认购主力，但个人投资者影响权重加大。ETF 在国内的推广相对较晚，叠加早期的 ETF 产品种类较少，主要以宽基 ETF 为主，因而早期的 ETF 产品机构是认购主力。我们用 ETF 各年资产净值作为加权因子，得到加权后的机构投资者持有比例，2015-2018 年，机构投资者对 ETF 的持有比例开始逐步下降，三年间从 88.14% 降至 75.03%，而 2019 年机构投资者持有比例从下降趋势转为小幅上升，加权后的持有比例为 79.26%。此外，我们发现加权的持有比例平均值显著大于算术平均值，表明机构投资者主要认购的是规模较大的 ETF（如宽基指数 ETF 等）。

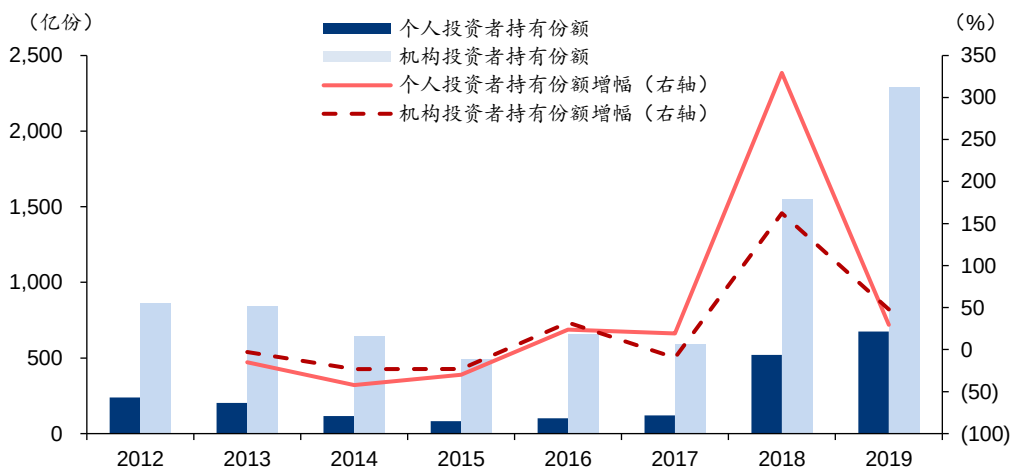
图表28：机构投资者对 ETF 的持有比例变化情况



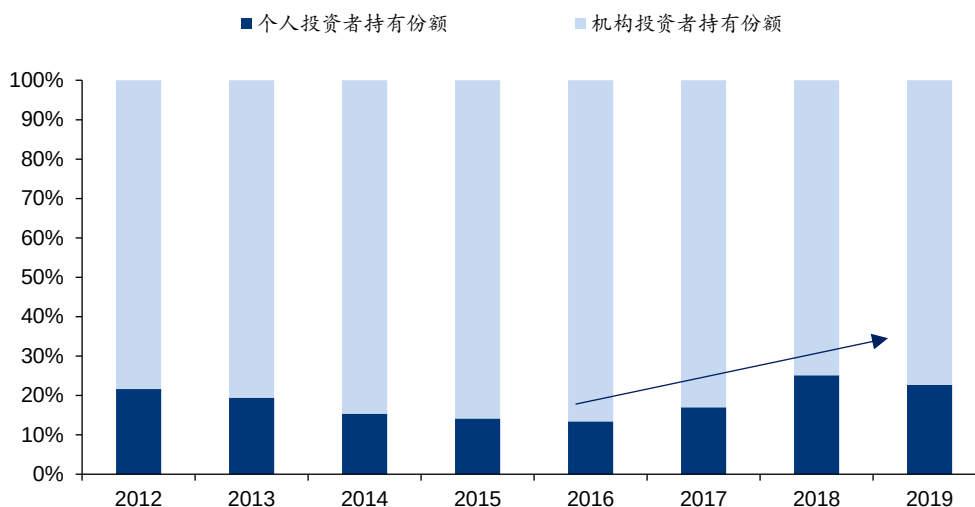
资料来源：Wind，华泰证券研究所

ETF 持仓结构变化的阶段划分：2012-2015 年，个人投资者对于 ETF 的热度弱于机构投资者：个人投资者对股票型 ETF 持有份额比例从 21.62% 下降至 14.19%。具体来看，个人投资者在 2015 年末持有 81.92 亿份 ETF，较 2012 年末减少了 65.69%。机构投资者 3 年间仅减少了 42.75%。**2016-2018 年，个人投资者对股票型 ETF 的热度相对于机构投资者开始逐渐增加：**持有份额比例从 13.42% 上升至 25.11%。2018 年末，个人投资者持有 520 亿份 ETF，持有份额较上年末增长了 329.31%；机构投资者持有 1550.88 亿份 ETF，持有份额较上年末增长了 162.32%。2019 年，个人投资者和机构投资者的持有份额增速回落，但仍分别保持 29.61% 和 47.92% 的正增长。

图表29：个人投资者和机构投资者持有 ETF 份额的变化情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 个人投资者和机构投资者对 ETF 的持有比例变化

资料来源：Wind，华泰证券研究所

相对来看，个人投资者偏爱行业ETF，机构投资者更青睐宽基ETF。我们将ETF分为宽基ETF、行业ETF和主题ETF，在宽基ETF机构投资者认购比例较高，且机构投资者或更偏爱大盘股，截至2019年12月31日，沪深300ETF的机构投资者认购比例达到89.41%，而创业板指ETF仅为70.37%。在行业ETF中，跟踪中证全指证券公司指数和中证军工指数的ETF主要由个人投资者认购，机构投资者的认购比例的加权平均值仅为31.08%、44.47%。在主题ETF中，权重类的主题如央企创新、恒生国企等，机构投资者认购比例较高，分别达到99.02%、83.15%，而产业类主题如半导体、5G通信等机构投资者比例相对较小，分别为25.13%、36.93%。

图表31： 截至2019年12月31日，机构投资者对各类ETF的认购比例 (%)

类型	跟踪指数	算术平均数	中位数	按基金资产净值加权的平均数
宽基ETF	沪深300	83.51	94.65	89.41
	中证500	83.32	83.82	78.26
	创业板指	67.23	74.42	70.37
行业ETF	中证全指证券公司	52.89	49.51	31.08
	中证全指银行	57.53	62.56	58.07
	中证军工	39.02	40.77	44.47
主题ETF	央企创新	98.62	98.66	99.02
	恒生中国企业指数	68.18	74.62	83.15
	中华半导体CNY	25.13	25.13	25.13
	5G通信	36.93	36.93	36.93

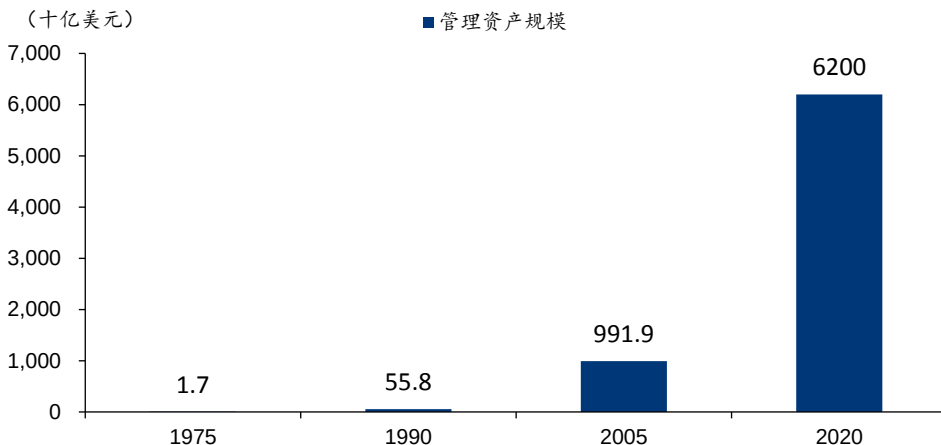
资料来源：Wind，华泰证券研究所

案例研究：先锋基金的崛起 VS 贝莱德的逆袭

顺应被动投资之势，先锋基金凭借指数基金快速崛起

先锋集团（Vanguard）于 1975 年 5 月 1 日成立，是全球最大的投资管理公司之一。作为指数基金巨头，先锋发展迅速，2013 年管理的资产超过 2 万亿美元；2014 年，在创记录现金流入的推动下，管理资产超过 3 万亿美元；2017 年，管理资产超过 4 万亿美元。截至 2020 年 1 月 31 日，先锋集团为美国投资者提供 191 只指数基金和积极管理基金，为美国以外的投资者提供 226 只其他基金，在大约 170 个国家/地区拥有超过 3000 万投资者。截至 2020 年 1 月 31 日，先锋管理着 6.2 万亿美元的全球资产。

图表32：先锋资产管理规模的变化



资料来源：Vanguard，华泰证券研究所；注：2020 年管理资产总值数据截至 2020.01.31

先锋集团开创了被动指数基金的新纪元。1976 年，刚成立不久的先锋基金推出了第一只指数共同基金—Vanguard 500 指数基金，至今它仍是全球最大的共同基金之一。1986 年，该公司推出了第二个共同基金—先锋总债券市场指数基金，它也是面向个人投资者的首个债券指数基金。1987 年，先锋发起了第三个基金—先锋扩张市场指数基金，该基金投资于除标普 500 指数成分股外的所有流通股股票。1989 年，推出小盘股指数基金。1990 年，先锋国际股票指数基金成立，该基金包括了欧洲和太平洋地区的投资组合，1994 年又新增了新兴市场投资组合。至今，先锋集团已经建立了指数组合的完整产品线。

不断降低的投资成本是先锋集团管理资产规模扩张的关键因素。指数基金由于管理门槛相对较低，基金公司可以根据相同或非常相似的指数构建基金组合，因而成本最低的管理人通常能成功的吸引长期投资者。在先锋创立之初，创始人约翰伯格就多次强调，先锋的目标是成为整个共同基金行业成本最低的管理人。目前，先锋是公认的低成本投资领导者，它的资产加权平均基金费用比率一降再降，从 1975 年的 0.68% 稳步降低到 1990 年的 0.35%，到 2019 年最终降至 0.10%。同期美国行业平均共同基金和 ETF 费用比率为 0.57%，可见先锋基金具有低成本投资的优势。

较低的费率水平下，先锋基金的业绩表现却非常突出。根据先锋基金官网披露的业绩报告，截至 2018 年 12 月 31 日，短期来看，如果持有期为 1 年，先锋集团全部基金战胜同业基金的比重为 80%，共有 175 只股票型基金、114 只债券型基金战胜了同业基金。长期来看，如果持有期为 10 年，先锋集团全部基金战胜同业基金的比重为 84%。其中，股票型基金战胜同业基金的比重为 88%，货币市场基金战胜同业基金的比重为 100%。

图表33： 先锋集团基金的业绩表现（截至 2018.12.31）

基金种类	相关指标	1 年	3 年	5 年	10 年
全部基金	战胜同业基金比重	80%	82%	93%	84%
	全部基金数量	382	359	334	238
	战胜同业基金数量	305	296	310	199
	全市场基金数量	21136	18105	15189	9940
货币市场基金	战胜同业基金比重	100%	100%	100%	100%
	全部基金数量	9	9	9	9
	战胜同业基金数量	9	9	9	9
	全市场基金数量	483	417	388	357
股票型基金	战胜同业基金比重	81%	82%	94%	88%
	全部基金数量	216	205	200	146
	战胜同业基金数量	175	169	188	129
	全市场基金数量	12232	10569	9013	6286
债券型基金	战胜同业基金比重	72%	75%	88%	68%
	全部基金数量	114	108	100	60
	战胜同业基金数量	82	81	88	41
	全市场基金数量	4431	3771	3287	709
混合型基金	战胜同业基金比重	91%	100%	100%	87%
	全部基金数量	43	37	25	23
	战胜同业基金数量	39	37	25	20
	全市场基金数量	3990	3348	2501	1588

资料来源：Vanguard，华泰证券研究所

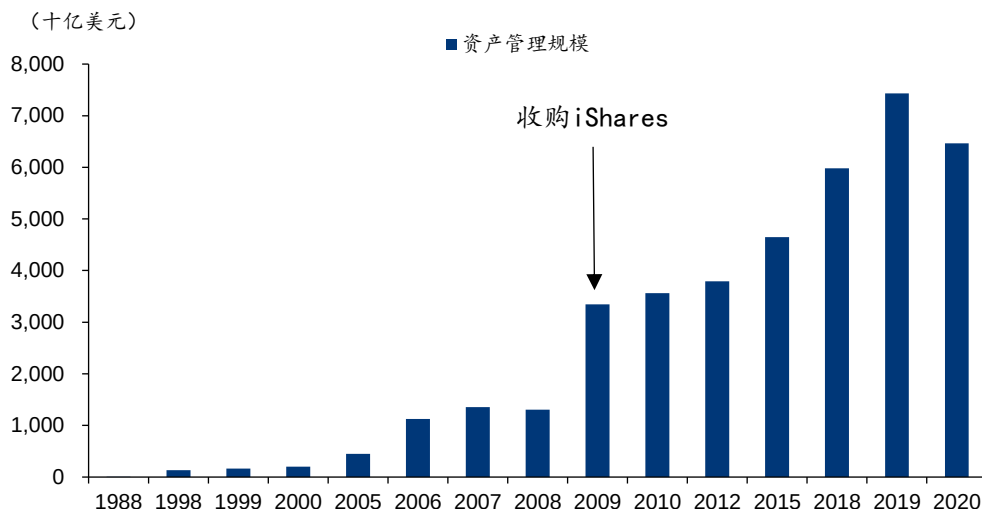
当前来看，先锋基金的被动投资扩张依然在延续。2020 年以来，先锋基金在 1 月和 2 月吸引了 774 亿美元，而 3 月在海外疫情的影响下，先锋基金经历了 17 亿美元的温和净流出，但总体维持着良好的发展态势，其中：3 月份的股票基金和货币市场基金资金流入强劲，分别为 365 亿美元和 297 亿美元，而债券和平衡型基金的净流出分别为 636 亿美元和 42 亿美元。虽然美国的被动投资发展相对较早，但即使发展至今，我们认为先锋基金当前的规模扩张表明被动投资的趋势仍然没有结束。

借道 ETF，贝莱德在被动产品中后来居上

先锋集团虽然依靠指数产品快速崛起，但在 ETF 领域因布局较晚被贝莱德和道富后来居上。ETF 与指数共同基金是美国的主要被动型产品，1993 年，道富基金（美国三大指数公司之一）发布了美国首款 ETF 产品 SPY，投资标的为标普 500 指数。凭借先发优势，2000 年，道富占有全球 ETF 市场份额的 75% 左右。而先锋集团于 2001 年才推出首个 ETF——先锋股票市场综合指数 ETF。此后，先锋集团在传统宽基市场指数基金上增设了 ETF 份额，如增长、价值、大盘股、小盘股等；也逐渐扩展到细分市场领域，如能源，医疗保健和信息技术等。尽管 ETF 产品逐渐丰富，但先锋在前期的市场份额占比并不具有优势。根据 ICI 数据，到 2009 年，贝莱德旗下的安硕 ETF (iShares) 全球市场份额为 49%，道富旗下的 State Street 市场份额为 26%，先锋的市场份额不到 10%。

贝莱德集团是全球最大的资产管理公司，通过对 BGI 的收购，贝莱德在 ETF 市场上占据优势地位。2009 年，贝莱德出资 135 亿美元收购了英国巴克莱银行旗下资产管理子公司——Barclays Global Investors (BGI)，获得了全球最大的 ETF 交易平台 iShares。当时 iShares 拥有超过 350 只基金，管理资产超过 3000 亿美元，在全球 ETF 市场占有率接近 50%，这项收购为贝莱德的 ETF 王者之位奠定了坚实基础。截至 2019 年年底，贝莱德的 iShares 全球管理规模超过 2 万亿美元，占据全球 ETF 市场份额的 33%。

iShares 的快速增长成为贝莱德资产规模扩张的关键。2008 年次贷危机以来，贝莱德的资产规模依靠被动产品加速扩张。根据贝莱德官网披露的数据，2017 年，流入贝莱德 iShares 的资金近 2500 亿美元，而 2019 年，贝莱德的资金净流入创下了 4280 亿美元的历史新高，大幅超过其竞争对手先锋集团的资金净流入（2680 亿美元），其中：1830 亿美元的资金流入到贝莱德的 iShares，而主动管理型基金仅净流入了 1100 亿美元。

图表34： 贝莱德资产管理规模的变化

资料来源：BlackRock，华泰证券研究所；注：2020 年管理资产总值数据截至 2020.03.31

先锋集团和贝莱德被动产品发展启示

成本控制是先锋集团崛起的关键词。独特的企业结构、较低的渠道成本和显著的规模效应是先锋集团低成本投资的助推器：在企业结构方面，先锋采用互惠型企业结构，先锋基金的持有人同样也是先锋的拥有者，不存在分享利益的企业拥有人。在基金产品销售方面，广告投入等宣传成本相对较低，客户的购买渠道主要是成本效应较高的互联网和独立的投资顾问。此外，指数基金能够带来显著的规模效应，降低了固定成本。1997 年，先锋运营成本总计为净资产的 0.28%，远低于 1.24% 的美国行业平均水平。

低管理费率是被动投资基金的发展趋势。作为 ETF 市场的后起之秀，先锋集团采取的策略是用低费率应对。2010 年，先锋集团 ETF 的平均费率不及贝莱德和道富的二分之一。面对竞争对手的威胁，贝莱德旗下的 iShares 在价格上迅速与先锋靠拢，甚至采取更激进的策略以保持竞争力；而道富旗下的 State Street 则在降低收费方面相对犹豫，其旗舰 ETF 产品 SPDR S&P 500 (SPY) 多年来一直没有降低管理费。根据 ICI 数据，2019 年，道富的在 ETF 全球市场份额从 2009 年的 26% 逐步下降至 16%，而先锋的全球市场份额则从 10% 逐步增长至 25%。

贝莱德和先锋集团成为全球 ETF 双巨头。截至 2019 年 6 月 18 日，先锋 ETF 规模突破万亿美元，成为全球第二家 ETF 规模超过万亿美元的资管机构，而同期贝莱德的 ETF 管理规模达到 1.6 万亿美元，但先锋凭借其低费率的优势市场份额的增长态势强劲，我们认为有望借助其品牌效应和低成本优势，在后发的情形下亦有潜力将 ETF 规模进一步做大。目前，先锋集团 ETF 的明星产品是市值加权美国股票型 ETF 和标准普尔 500ETF，前者提供全市值敞口，后者是费率最低的标准普尔 500 指数 ETF，仅为 0.03%。

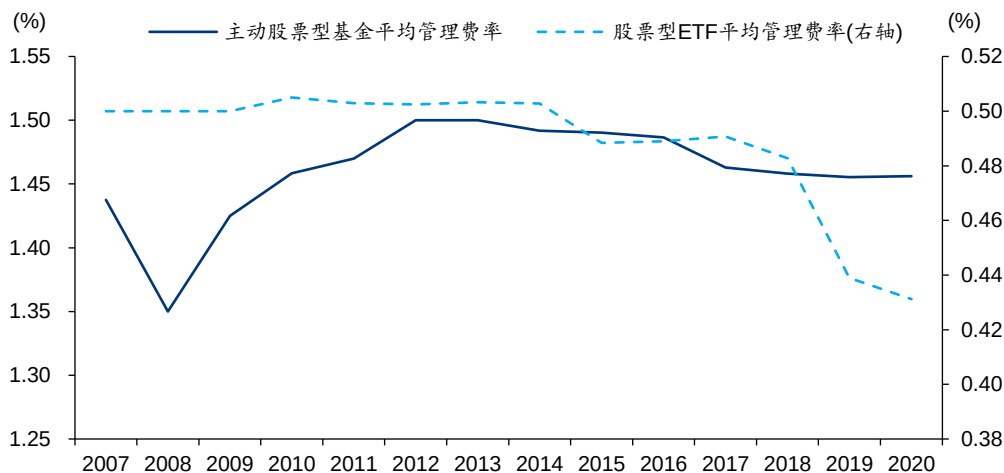
研究结论：国内资管机构或加速抢占 ETF 产品赛道

从国内外的情况来看，被动型的产品崛起是大势所趋，而国内与海外相比，被动型的产品发展尚处于早期。从股票型的被动产品来看，国内的被动基金主要包括：指数基金、分级基金、ETF 等，其中指数型产品发展历史较长，也相对成熟；分级基金曾是 2015 年的大牛市中的明星产品，但高杠杆属性使得其在资管新规的约束下，注定慢慢淡出历史舞台；ETF 则是近年来被动型产品的新生力量，交易机制以及配置方式更加灵活使其具有强大的生命力。

从投资者结构来看，国内的指数基金以跟踪宽基指数为主，而行业或主题指数产品规模相对较小，在早期投资者结构以个人投资者为主，随着时间推移，机构逐步成为指数基金的认购主力。分级基金曾经在 2015 年牛市时展现了强大的魅力，一度成为当时市场的明星产品，但其高杠杆、高波动等属性，与监管的要求相违背，因而在资管新规的约束下，2015 年以来分级基金规模已经快速缩水，未来或逐步退出历史舞台。ETF 是当前市场追捧的热点产品，其交易机制相比于指数基金更加灵活，可以类似单一股票实现日内实时交易，且其配置组合也呈现多样性的特征，能够迎合广大投资者的需要，因而 ETF 在 2018 年以来展现了强大的生命力。过去 ETF 与指数基金类似，主要以跟踪宽基指数为主，因而机构也是 ETF 的认购主力，但近年来随着 ETF 产品的日趋丰富，个人投资者的占比不断提升。机构投资者的比重相对减少。从偏好来看，机构投资者更偏好规模相对较大的宽基类 ETF，而个人投资者相对更偏好规模相对较小的行业或主题 ETF。

从海外经验来看，先锋基金在上世纪 80 年代开始凭借指数基金，逐步取代主动管理基金而快速崛起，逐步发展成为当前全球最大的资产管理公司，但其在 ETF 产品上布局相对较晚，贝莱德通过收购 iShares 从而在 ETF 领域逆袭。从以上案例可以大致看出，被动投资优于主动投资是趋势；而 ETF 优于传统指数基金同样是趋势。在先锋基金崛起的过程中，其更低费用率以及相对能跑赢平均的收益率是其指数产品快速发展的关键词，而后续先锋基金在于贝莱德的竞争中，同样依靠低费用率，在 ETF 产品中占据了一席之地。我们认为未来机构在被动产品的竞争过程中或始终无法绕开费用率的门槛，未来国内基金产品费用率的下降或仍然是大势所趋。

图表35：国内主动股票型基金和股票型 ETF 管理费比较（算术平均）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

总结来看，对于国内的资管机构而言，随着竞争的逐渐加剧，我们认为未来基金管理费用率的走低是大势所趋，而主动降低管理成本，布局被动型产品不失为一种有效选择。具体来看，国内的指数基金以跟踪宽基指数为主，产品同质化较为严重，而往往先发者更具规模和流动性的优势；而 ETF 虽然依然可以跟踪宽基指数，但我们认为未来的竞争更在于具体产品的设计，比如根据不同的风险收益比打造不同的组合，以满足不同投资者的需要等，因而 ETF 相比于指数基金更有主观能动性的空间（如发掘前瞻性产业方向、更精选个股等）。因此，我们认为多样化的 ETF 产品或成为未来机构竞争的主战场，对于后布局的机构，一方面，可以通过主动降低管理费来吸引更多的投资者，另一方面可能着力点在于打造与现有产品的差异化方向。

风险提示

- （1）资管机构市场博弈以及市场竞争加剧的风险；
- （2）监管层出于某种原因限制被动产品的发展节奏；
- （3）金融市场开放条件下，海外金融机构介入使得国内竞争加剧；
- （4）宏观经济、流动性等因素导致市场系统性风险，抑制被动型基金产品发展。

免责声明

分析师声明

本人，张馨元、钱海，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张馨元、钱海本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司