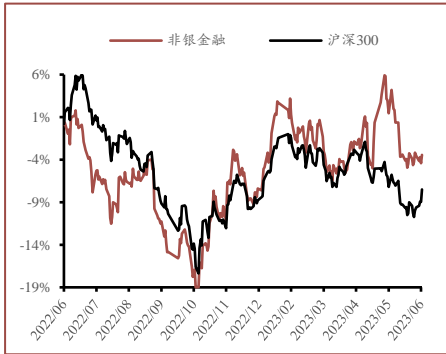


# 公募基金行业深度报告

■ 证券研究报告

**投资评级:看好(维持)**

最近 12 月市场表现


**分析师** 夏昌盛

SAC 证书编号: S0160522100002

xiacs@ctsec.com

## 相关报告

1. 《上市险企 5 月保费点评》 2023-06-15
2. 《政策支持力度加码, 盈利能力稳健修复》 2023-06-14
3. 《基金投顾业务管理规定征求意见稿点评》 2023-06-11

## ETF 有望成为券商财富管理转型破局的工具

### 核心观点

- ❖ **股票 ETF 逆势扩容, 2022 年以来与主动权益基金形成明显反差。**截至 2023Q1 末, 主动权益基金规模较 2021 年末-21.9%至 5.50 万亿元, 份额-7.0%至 4.26 万亿份; 而被动指数型基金规模较 2021 年末+9.8%至 1.65 万亿元, 份额增加+38.1%至 1.61 万亿份, 其中增量主要来自于股票型 ETF, 股票型 ETF 规模较 2021 年末+18.0%至 11349 亿元, 份额+52.7%至 9308 亿份。ETF 本身具有低费率、高透明度、交易灵活、风格稳定等多项优势, 2022 年以来规模逆势扩容的原因主要有: 1) 2022 年以来, 主动股票基金整体超额收益有所收敛, 或部分流向指数型基金。2) 注册制实施, 上市公司数量增加, 选股难度加大, 投资者由股票交易转向场内 ETF 交易。3) 发行端(基金公司)、销售端(券商)双双发力, 基金公司加大 ETF 发行力度, 抢占先发优势, 券商通过 ETF 抢占财富管理客户资产市场份额。
- ❖ **超额收益下降和买方投顾转型是 ETF 规模增长的核心驱动力, 国内 ETF 仍然具有巨大发展空间。**从美国经验来看, 当前指数型股票基金已占据美国股票基金的半壁江山, 近十年股票型 ETF 和指数型股票共同基金持续资金净流入, 而主动管理基金持续资金净流出。回顾美国股票 ETF 规模增长历史, 核心驱动力有二: 一是超额收益下降, 主动管理基金大多无法跑赢指数; 二是财富管理机构从卖方投顾向买方投顾转型, 越来越多的投资顾问在客户的投资组合中使用 ETF。当前我国 A 股市场个人投资者占比逐渐下降, 超额收益获取难度逐渐加大, 财富管理机构逐步开启买方投顾转型, 预计国内 ETF 仍有巨大发展空间, 我们测算未来十年中国股票 ETF 规模复合增长率达 21%。
- ❖ **ETF 有望成为券商财富管理转型破局的工具。**1) ETF 具有在行情低迷时作为底部加仓的工具属性。股票 ETF 的份额与市场行情存在明显的反向关系, 券商可利用 ETF 的这种属性和产品优势, 在市场行情低迷时积累客户规模。2) ETF 是券商开展专业化投资咨询业务的有力武器。一是 ETF 品种丰富, 满足大类资产配置需求; 二是 ETF 风格稳定、持仓透明, 是良好的底层标的; 三是 ETF 的波动性能够增强投顾与客户粘性。3) 券商可以通过 ETF 抢占财富管理市场份额, 为进一步的综合性服务奠定基础。一方面, 当前股民转基民的空间依然很大; 另一方面, 券商可以利用 ETF 的产品优势和底部加仓的工具属性, 吸引更多增量资金, 抢占银行的市场份额。
- ❖ **投资建议: 关注 ETF 布局领先的券商。**截至 2023 年 4 月末, 证券公司经纪业务持有深市 ETF 规模居前三位的证券公司为国泰君安、广发证券和中信证券, 持有规模市场占比分别为 9.21%、8.33%、8.07%。华泰证券虽然持营规模位居第四, 但成交额、交易账户数、申购 ETF 金额稳居第一。建议关注华泰证券、广发证券、中信证券。
- ❖ **风险提示:** 资本市场大幅波动; 行业竞争加剧; 监管趋严。

## 内容目录

1	ETF 逆势扩容，2022 年以来与主动权益基金形成明显反差 .....	4
1.1	现象：市场低迷背景下，ETF 仍保持高速增长，与主动权益基金形成反差 .....	4
1.2	原因：主动管理基金超额收益收敛，基金公司和券商双双发力 .....	6
2	超额收益下降和买方投顾转型是核心驱动力 .....	12
2.1	海外经验：超额收益下降+买方投顾转型是美国指数型基金崛起的主要驱动因素 .....	12
2.2	国内展望：A 股机构化+买方投顾转型开启，ETF 仍有巨大发展空间 .....	15
3	ETF 是券商财富管理转型过程中的重要抓手 .....	18
3.1	ETF 是市场行情低迷时重要的获客产品 .....	18
3.2	ETF 是券商开展专业化投资咨询业务的有力武器 .....	18
3.3	券商通过 ETF 抢占财富管理市场份额，为进一步的综合性服务奠定基础 .....	19
3.4	关注 ETF 布局领先的券商 .....	20
4	风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1. 主动&被动股票基金规模走势 .....	4
图 2. 主动&被动股票基金份额走势 .....	4
图 3. 主动股票&传统股票指数型基金&股票型 ETF 规模走势 .....	5
图 4. 主动股票&传统股票指数型基金&股票型 ETF 份额走势 .....	5
图 5. 股票型 ETF 投资者持有份额（亿份） .....	5
图 6. 股票型 ETF 投资者持有结构 .....	5
图 7. 国内 ETF 交易形式 .....	7
图 8. 2019 年以来主动&被动股票型基金指数涨跌幅 .....	7
图 9. 主动股票基金超额收益有所收敛 .....	7
图 10. 注册制实施后，科创板、创业板 IPO 数量增加（家） .....	8
图 11. 注册制实施后，退市公司数量增加（家） .....	8
图 12. 个人投资者通过场内买卖 ETF 和场外申赎联接基金参与 ETF 投资 .....	8
图 13. 场内外个人投资者持有 ETF 份额（亿份） .....	8
图 14. 个人投资者投资 ETF 的方式占比 .....	8
图 15. 不同类型的股票型 ETF 份额走势（亿份） .....	9

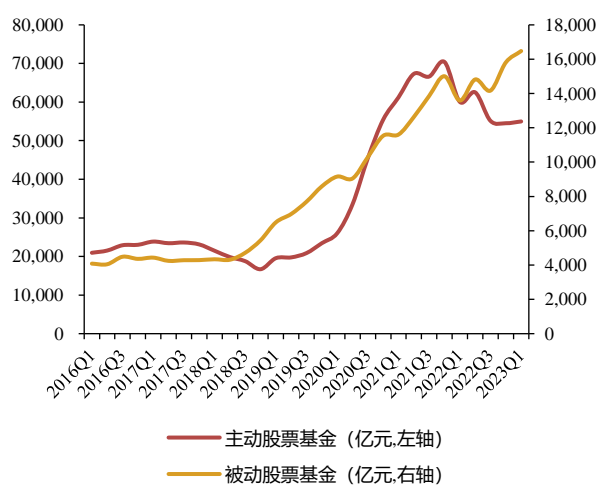
图 16. 股票型基金 ETF 发行数量及发行份额 .....	12
图 17. 权益基金前 100 销售机构各类型机构市场份额 .....	12
图 18. 美国股票型基金规模（亿美元） .....	13
图 19. 股票指数共同基金和股票 ETF 占股票基金的比例 .....	13
图 20. 资金流向指数型 ETF 和股票指数共同基金 .....	13
图 21. 美国国内主动型大盘股基金表现跑输标普 500 指数的比例 .....	14
图 22. 美国个人投资者持股比例逐渐下降 .....	14
图 23. 美国个股跑输标普 500 指数的比例 .....	14
图 24. 综合服务型经纪商客户家庭资产投资分布 .....	15
图 25. 收费型顾问机构客户家庭资产投资分布 .....	15
图 26. 上交所投资者持股结构 .....	15
图 27. A 股个人投资者交易占比 .....	15
图 28. 2010-2022 年 A 股个股跑赢沪深 300 的数量占比 .....	16
图 29. ETF 份额净增加值与市场涨跌幅走势相反 .....	18
图 30. ETF 份额净增加值与市场涨跌幅负相关 .....	18
图 31. 中金财富基金组合的超额收益 2/3 来自基金配置 .....	18
图 32. ETF 品种丰富，满足大类资产配置需求 .....	19
图 33. 前十券商持营深市 ETF 占比（2023 年 4 月） .....	21
图 34. ETF 当年累计成交额市场占比（2023 年 4 月） .....	21
图 35. ETF 交易账户数市场占比排名前十（2023 年 4 月） .....	21
图 36. 经纪业务申购 ETF 金额排名前十（2023 年 4 月） .....	21
表 1. ETF、ETF 联接基金、指数基金、主动股基的区别 .....	6
表 2. 场内外指数产品持有时长和交易频率 .....	9
表 3. 百亿以上规模股票 ETF 成立时间 .....	10
表 4. 沪深 300ETF 基金规模与成立时间 .....	10
表 5. ETF 管理人市场结构（截至 2023Q1 末，单位：亿元） .....	11
表 6. 公募基金管理人结构（截至 2023Q1 末，单位：亿元） .....	11
表 7. 目前获批基金投顾业务试点的 60 家机构名单（截至 2023 年 5 月） .....	16
表 8. 基金投顾试点机构展业情况（截至 2022 年末） .....	17
表 9. 国内股票 ETF 未来空间测算 .....	17
表 10. 券商与银行的零售客户数量及规模仍有较大差距（截至 2022 年末） .....	20

# 1 ETF 逆势扩容，2022 年以来与主动权益基金形成明显反差

## 1.1 现象：市场低迷背景下，ETF 仍保持高速增长，与主动权益基金形成反差

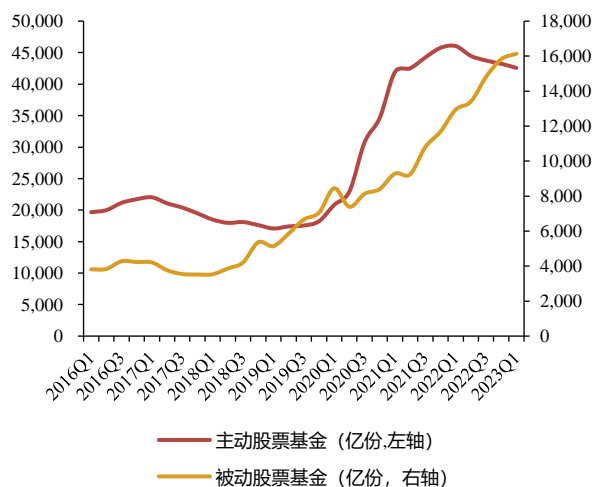
2022 年以来，指数型股票基金规模及份额逆势增长，与主动权益基金出现明显的反差。2018 年以来，指数型股票基金规模及份额维持高增长趋势，2019-2021 年，伴随居民财富搬家及股市结构性行情，权益基金迎来了高速扩容，主动股票基金和被动股票基金均大幅增长。但 2022 年以来 A 股震荡下行，主动权益基金结束了 2020-2021 连续两年的高速增长，份额及规模下行，但被动指数型基金不降反增，份额仍然保持高速增长趋势，规模因单位净值变化保持波动上行。截至 2023Q1 末，主动权益基金规模较 2021 年末-21.9%至 5.50 万亿元，份额-7.0%至 4.26 万亿份；而被动指数型基金规模较 2021 年末增加 1469 亿元（+9.8%）至 1.65 万亿元，份额增加 4456 亿份（+38.1%）至 1.61 万亿份。

图1.主动&被动股票基金规模走势



数据来源：wind，财通证券研究所

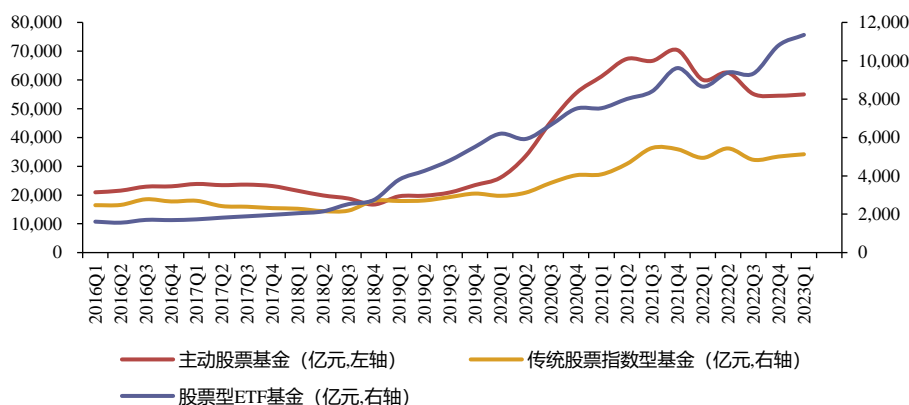
图2.主动&被动股票基金份额走势



数据来源：wind，财通证券研究所

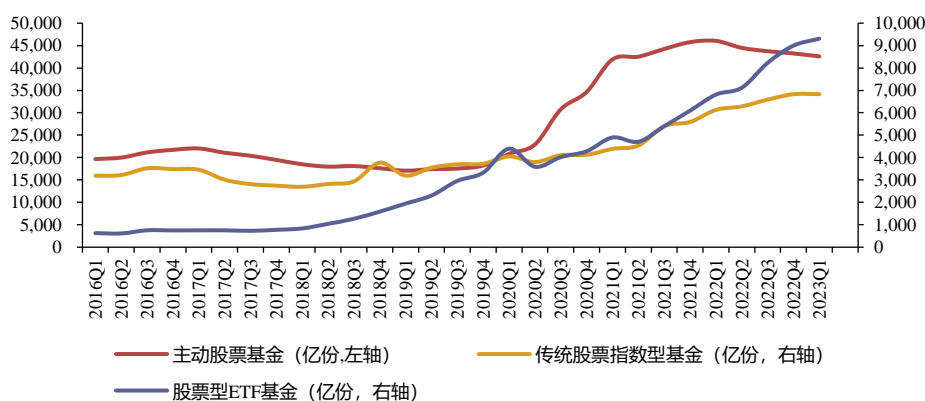
**指数型股票基金市场规模增量主要来自于股票型 ETF。**指数型股票基金含 ETF（交易型开放式指数基金）和传统的场外股票指数型基金。拆解来看，截至 2023Q1 末，股票型 ETF 规模较 2021 年末增加 1730 亿元（+18.0%）至 11349 亿元，份额增加 3214 亿份（+52.7%）至 9308 亿份；传统股票指数型基金规模较 2021 年末减少 261 亿元（-4.9%）至 5127 亿元，份额增加 1242 亿元（+22.2%）至 6831 亿份。

图3.主动股票&传统股票指数型基金&股票型ETF 规模走势



数据来源：wind，财通证券研究所

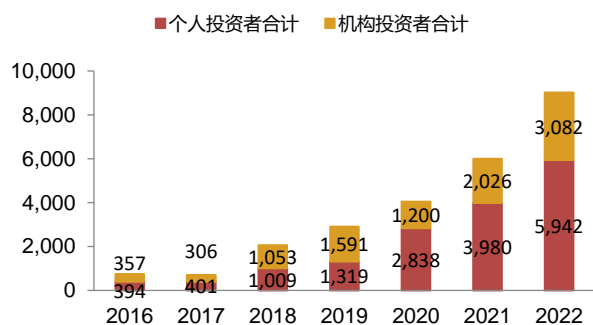
图4.主动股票&传统股票指数型基金&股票型ETF 份额走势



数据来源：wind，财通证券研究所

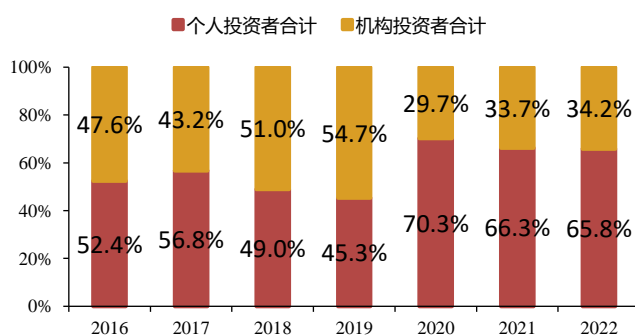
**个人投资者涌入股票ETF市场。**穿透联接基金计算，截至2022年末，个人投资者持有股票ETF份额为5942亿份，2016-2022年复合增长率达57.2%，占比从2016年的52.4%提升至2022年的65.8%；机构投资者持有股票ETF份额为3082亿份，2016-2022年复合增长率达43.2%，占比从2016年的47.6%降至2022年的34.2%。

图5.股票型ETF投资者持有份额（亿份）



数据来源：wind，财通证券研究所

图6.股票型ETF投资者持有结构



数据来源：wind，财通证券研究所



## 1.2 原因：主动管理基金超额收益收敛，基金公司和券商双双发力

ETF 本身具有低费率、高透明度、交易灵活、风格稳定等多项优势。ETF 全称为交易型开放式指数基金，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，既可以在场外用一揽子证券申赎（开放式），也可以在二级市场像股票一样低买高卖（交易型）。

**1) 低费率：**ETF 的管理费率一般为 0.5%，低于传统指数基金管理费率（0.5%-1%），更低于主动股票基金一般为 1.5% 的管理费率；ETF 可以在场内购买，佣金费率在 0.02%-0.03% 左右，传统指数基金和主动股票基金在场外的申购费率最高达 1.5%，即使渠道打 1 折，也达到 0.15%。

**2) 高透明度：**相对于主动股票基金，ETF 跟踪指数成分股，持仓透明且每日公开。相对于传统指数基金，ETF 基金通常采用一篮子股票进行申赎，不需要预留现金，跟踪指数误差小。

**3) 交易灵活：**投资者买入 ETF，可以像买股票一样当日确认。相较普通指数型基金和主动股票基金 T 日申赎、T+1 确认，资金效率更高。

**4) 风格稳定：**相比主动基金由于排名压力存在风格漂移的可能性，ETF 以跟踪指数为目标，风格稳定。

表1.ETF、ETF 联接基金、指数基金、主动股基的区别

	ETF	ETF 联接基金	传统指数基金	主动股票基金
类型	指数基金	指数基金	指数基金	主动管理基金
投资方式	既可以场外申赎，也可以场内交易	场外	场外	场外
申赎方式	股票实物申赎	现金申赎	现金申赎	现金申赎
申购门槛	较高，至少几十万	较低，一般 10 元起	较低，一般 10 元起	较低，一般 10 元起
投资范围	标的成分股及其备选成分股	90%以上投资 ETF	90%以上跟踪标的成分股及备选成分股	股票型基金的股票仓位不低于 80%；混合型基金没有 80%仓位限制
跟踪目标	100%标的的指数收益率	95%标的的指数收益率+5%活期存款	95%标的的指数收益率+5%活期存款	追求超额收益
最高权益仓位	100%	95%	95%	95%
购买费率	场内：根据券商的佣金费率而定，一般在万 3 左右	最高申购费率 1%-1.5%，渠道普遍打 0.1-1 折	最高申购费率 1%-1.5%，渠道普遍打 0.1-1 折	最高申购费率一般为 1.5%，部分渠道打 1 折
管理费率	一般为 0.5%	一般为 0.5%	0.5%-1%，平均值为 0.63%	一般为 1.5%
流动性	场内成交价根据交易情况实时结算，资金 T+1 结算	成交价须等到交易日收盘后，以最终收盘价作为申赎价格进行结算；资金 T+2 结算		

数据来源：wind，新华网，天天基金网，财通证券研究所

图7.国内 ETF 交易形式

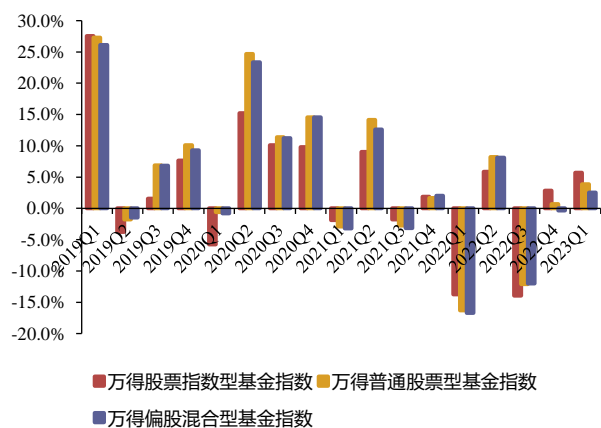


数据来源：上交所，财通证券研究所

基于 ETF 自身优势，我们认为，近年 ETF 增长的原因主要有：

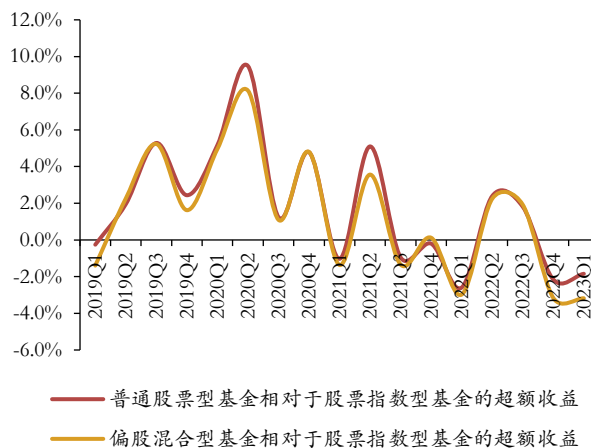
- 2021 年下半年以来，主动股票基金整体超额收益有所收敛，或部分流向指数型基金。截至 2023Q1 末，主动股票基金中普通股票型基金指数、偏股混合型基金指数分别较 2021 年末下跌 16.2%、18.5%，股票指数型基金指数仅下跌 14.1%。

图8.2019 年以来主动&被动股票型基金指数涨跌幅



数据来源：wind，财通证券研究所

图9.主动股票基金超额收益有所收敛

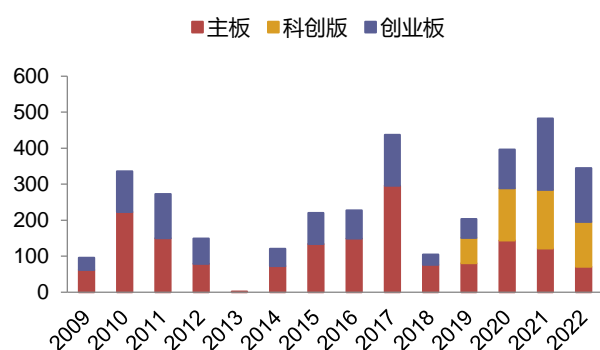


数据来源：wind，财通证券研究所

- 从科创板、创业板注册制到全面注册制，ETF 的投资优势逐渐突显，投资者由股票交易转向场内 ETF 交易。随着科创板、创业板实施注册制，IPO 数量及退市数量大幅增加，投资者选股难度进一步增加，需要采用专业方法甄别优质投资标的。而资本市场本身优胜劣汰的机制与指数基金定期调整、优选领域龙头企业的逻辑相一致。因此，更多普通投资者可能更倾向于通过 ETF 进行指数化投资。从投资方式来看，个人投资者投资 ETF 一般有两种方式，在场内买卖 ETF 或在场外申购联接基金。近年个人投资者通过场内投资 ETF

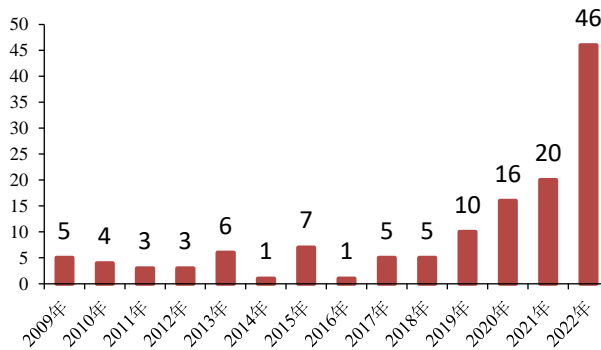
的比例明显提升，由 2016 年的 25% 提升至 2022 年的 67%，而通过联接基金场外申购 ETF 的个人投资者占比从 2016 年的 75% 降至 2022 年的 33%。从场内外指数基金投资者习惯来看，场内 ETF 投资者持有时长较短，交易频次较高，其中场内行业 ETF 平均持有时长更短，交易频次更高，短炒的意图更强，预计为股票投资者转化而来。

图10.注册制实施后，科创板、创业板 IPO 数量增加（家）



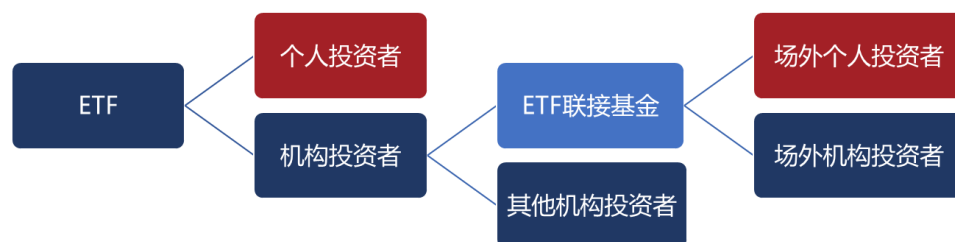
数据来源：wind，财通证券研究所

图11.注册制实施后，退市公司数量增加（家）



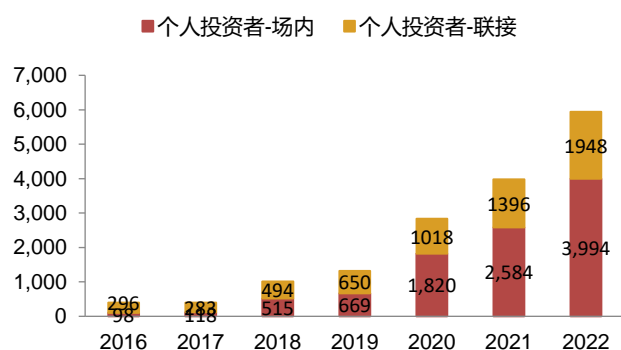
数据来源：wind，财通证券研究所

图12.个人投资者通过场内买卖 ETF 和场外申赎联接基金参与 ETF 投资



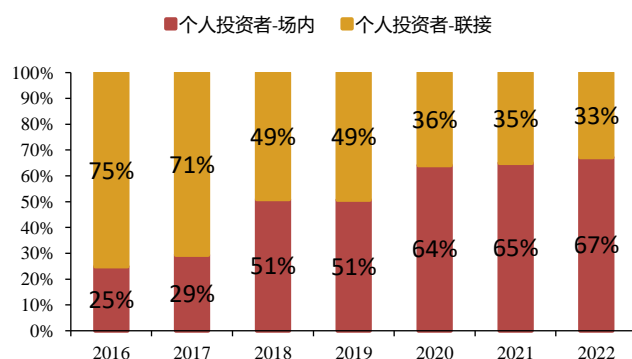
数据来源：财通证券研究所

图13.场内外个人投资者持有 ETF 份额（亿份）



数据来源：wind，财通证券研究所

图14.个人投资者投资 ETF 的方式占比



数据来源：wind，财通证券研究所



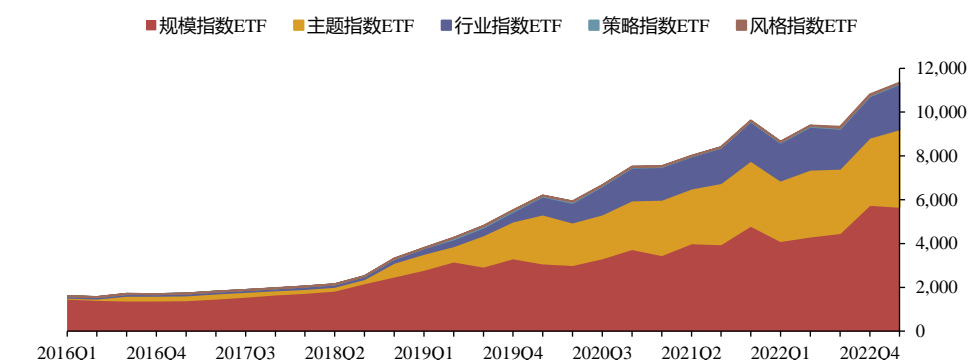
表2.场内外指数产品持有时长和交易频率

产品类型	平均持有时长	持有时长中位数	平均多少天交易一次
场外指数	234 天	47 天	23 天
场内 ETF	51 天	11 天	14 天
其中：宽基 ETF	56 天	13 天	16 天
行业 ETF	50 天	11 天	13 天

数据来源：天弘基金&amp;深交所《ETF 行业发展蓝皮书》，财通证券研究所

**结构性行情催生行业 and 主题 ETF 崛起。**2019-2020 年股票型 ETF 增长主要是行业 and 主题 ETF 崛起，2018 年底至 2020 年底，行业、主题 ETF 份额分别增长 861%、160%至 1220 亿份、1816 亿份，而规模指数 ETF 份额下降 9%至 1223 亿份。我们认为，行业 and 主题 ETF 崛起意味着 ETF 被投资者作为交易型工具，代替个股参与市场的结构性投资机会。2021 年以来，三大主要类型的 ETF 均大幅增长，截至 2023Q1 末，规模、主题、行业 ETF 份额分别较 2020 年末增长 165%、104%、88%至 3241 亿份、3704 亿份、2291 亿份。

图15.不同类型的股票型 ETF 份额走势（亿份）



数据来源：wind，财通证券研究所

### ➤ 发行端（基金公司）、销售端（券商）双双发力。

- 1) **发行端，被动化是必然趋势，基金公司抢占先发优势。**先发优势是ETF和基金管理人管理规模的重要影响因素，中国、美国管理规模最大的ETF产品成立时间均较早。国内来看，目前11只百亿规模指数ETF中，8只成立于2013年及之前。以沪深300ETF为例，4只百亿以上的ETF均成立于2012和2013年。海外来看，美国规模最大的ETF产品，多数成立于2008年金融危机之前。原因在于：1) ETF跟踪指数，产品同质化程度高，发行较早的产品及管理人更容易形成品牌效应；2) 由于ETF产品同质化高，管理人一般通过低费率来吸引投资者，做大规模后形成规模效应摊低固定成本，从而进一步降低费率吸引更多投资者。因此，ETF运营时间越长，规模做大的机会更大。

表3.百亿以上规模股票 ETF 成立时间

证券简称	发行日期	基金规模 (单位: 亿元)	业绩比较基准	基金管理人
沪深 300ETF	2012-04-05	670.9845	沪深 300 指数	华泰柏瑞基金管理有限公司
科创 50ETF	2020-09-22	560.5860	上证科创板 50 成份指数收益率	华夏基金管理有限公司
上证 50ETF	2004-11-29	539.9828	上证 50 指数	华夏基金管理有限公司
中证 500ETF	2013-01-10	499.1907	中证 500 指数	南方基金管理股份有限公司
创业板 ETF	2011-08-15	336.2532	创业板指数	易方达基金管理有限公司
300ETF 基金	2012-12-17	246.8415	沪深 300 指数	华夏基金管理有限公司
沪深 300ETF	2012-04-05	216.1033	沪深 300 指数	嘉实基金管理有限公司
科创 50ETF 易方达	2020-09-22	206.3369	上证科创板 50 成份指数收益率	易方达基金管理有限公司
上证 180ETF	2006-03-09	201.7004	上证 180 指数	华安基金管理有限公司
创业板 50ETF	2016-06-06	175.4608	创业板 50 指数收益率	华安基金管理有限公司
沪深 300ETF 易方达	2013-02-18	173.6151	沪深 300 指数	易方达基金管理有限公司

数据来源: wind, 财通证券研究所。数据截至 2023 年 3 月 31 日

表4.沪深 300ETF 基金规模与成立时间

证券简称	发行日期	基金规模 (单位: 亿元)	业绩比较基准	基金管理人
沪深 300ETF	2012-04-05	670.98	沪深 300 指数	华泰柏瑞基金管理有限公司
300ETF 基金	2012-12-17	246.84	沪深 300 指数	华夏基金管理有限公司
沪深 300ETF	2012-04-05	216.10	沪深 300 指数	嘉实基金管理有限公司
沪深 300ETF 易方达	2013-02-18	173.62	沪深 300 指数	易方达基金管理有限公司
300ETF 天弘	2019-11-04	71.14	沪深 300 指数收益率	天弘基金管理有限公司
泰康沪深 300ETF	2019-11-15	37.38	沪深 300 指数收益率	泰康基金管理有限公司
工银沪深 300ETF	2019-02-11	27.53	沪深 300 指数收益率	工银瑞信基金管理有限公司
沪深 300ETF 基金	2015-07-10	16.41	沪深 300 指数收益率	广发基金管理有限公司
沪深 300ETF 南方	2013-02-25	16.38	沪深 300 指数	南方基金管理股份有限公司
国联安沪深 300ETF	2019-08-28	13.38	沪深 300 指数	国联安基金管理有限公司
国寿 300ETF	2017-10-13	11.53	沪深 300 指数	国寿安保基金管理有限公司
沪深 300ETF 平安	2017-12-04	7.33	沪深 300 指数收益率	平安基金管理有限公司
沪深 300ETF 华安	2019-10-28	2.27	沪深 300 指数收益率	华安基金管理有限公司
方正沪深 300ETF	2019-08-01	1.52	沪深 300 指数收益率	方正富邦基金管理有限公司
民生加银 300ETF	2019-10-21	1.44	沪深 300 指数	民生加银基金管理有限公司
沪深 300ETF 博时	2020-03-09	0.71	沪深 300 指数收益率	博时基金管理有限公司
沪深 300 指数 ETF	2019-09-27	0.59	沪深 300 指数收益率	汇添富基金管理股份有限公司
300 指数 ETF	2020-08-24	0.44	沪深 300 指数收益率	兴业基金管理有限公司

数据来源: wind, 财通证券研究所。数据截至 2023 年 5 月 11 日

ETF 比普通公募基金头部效应更强, 前十大管理人管理近八成资产。截至 2023Q1 末, 全部 ETF、非货币 ETF、股票 ETF 管理人 CR10 均在 79% 左右, 而普通公募基金、非货币基金、股票型+混合型基金 CR10 分别为 40%、39%、46%。

表5.ETF 管理人市场结构（截至 2023Q1 末，单位：亿元）

排名	全部 ETF		非货币 ETF		股票 ETF	
	基金公司	规模	基金公司	规模	基金公司	规模
1	华夏基金	3,002	华夏基金	3,000	华夏基金	2,301
2	易方达基金	1,963	易方达基金	1,958	易方达基金	1,395
3	华宝基金	1,763	华泰柏瑞基金	1,213	华泰柏瑞基金	1,094
4	银华基金	1,351	国泰基金	1,065	南方基金	983
5	华泰柏瑞基金	1,213	南方基金	998	国泰基金	980
6	国泰基金	1,065	广发基金	762	华宝基金	603
7	南方基金	1,010	华安基金	621	广发基金	537
8	广发基金	762	华宝基金	603	天弘基金	437
9	华安基金	621	博时基金	495	嘉实基金	434
10	博时基金	495	嘉实基金	459	富国基金	414
前十基金公司合计		13,245	前十基金公司合计	11,174	前十基金公司合计	9,178
全市场总计		16,824	全市场总计	14,164	全市场总计	11,592
CR10		78.73%	CR10	78.89%	CR10	79.17%

数据来源：wind，财通证券研究所

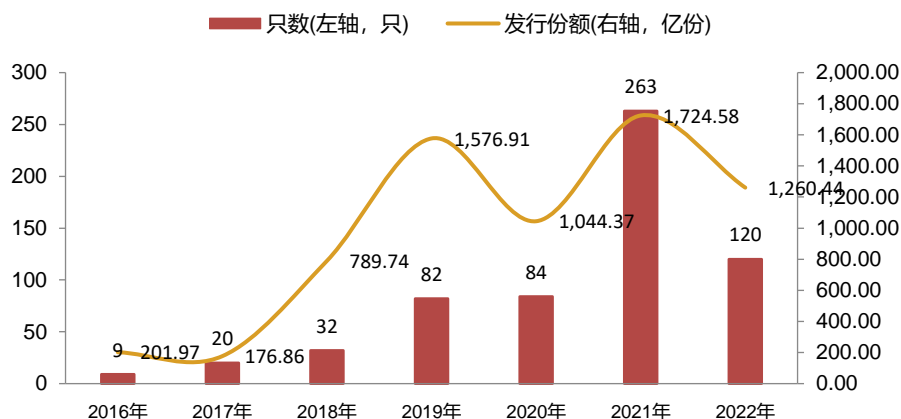
表6.公募基金管理人结构（截至 2023Q1 末，单位：亿元）

排名	全部基金		非货币基金		股票+混合型基金	
	基金公司	规模	基金公司	规模	基金公司	规模
1	易方达基金	16,541	易方达基金	10,050	易方达基金	5,840
2	广发基金	12,611	华夏基金	7,132	华夏基金	4,431
3	华夏基金	11,395	广发基金	6,667	广发基金	3,769
4	天弘基金	10,659	富国基金	6,000	富国基金	3,291
5	南方基金	10,625	招商基金	5,546	汇添富基金	2,953
6	博时基金	8,919	嘉实基金	5,006	中欧基金	2,836
7	富国基金	8,750	南方基金	4,995	南方基金	2,759
8	鹏华基金	8,687	汇添富基金	4,966	嘉实基金	2,574
9	汇添富基金	8,624	博时基金	4,899	招商基金	2,154
10	嘉实基金	8,345	鹏华基金	4,332	景顺长城基金	2,074
前十基金公司合计		105,156	前十基金公司合计	59,594	前十基金公司合计	32,680
全市场总计		263,815	全市场总计	154,284	全市场总计	71,456
CR10		39.86%	CR10	38.63%	CR10	45.74%

数据来源：wind，财通证券研究所

从海外经验来看，权益基金被动化是必然趋势，国内基金公司近年来开始发力。2019 年起，基金公司发行数量及募集规模明显提升，2019-2022 年年均发行只数达 137 只，年均发行份额达 1402 亿份；2016-2018 年年均发行只数仅 20 只，年均发行份额仅 390 亿份。

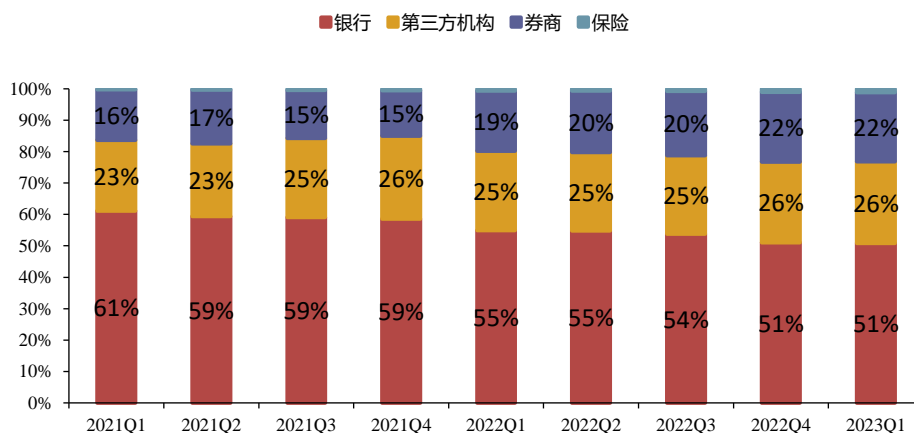
图16.股票型基金 ETF 发行数量及发行份额



数据来源: wind, 财通证券研究所

2) 销售端, 券商通过 ETF 抢占财富管理客户资产市场份额。在主动基金销售低迷时, 券商以 ETF 抢占市场份额。2022 年以来券商权益基金市占率不断提升, 在市场低迷时与银行形成明显的反差。我们认为, 原因即在于券商发力销售 ETF, 通过 ETF 抢占财富管理客户资产市场份额。

图17.权益基金前 100 销售机构各类型机构市场份额



数据来源: 基金业协会, 财通证券研究所

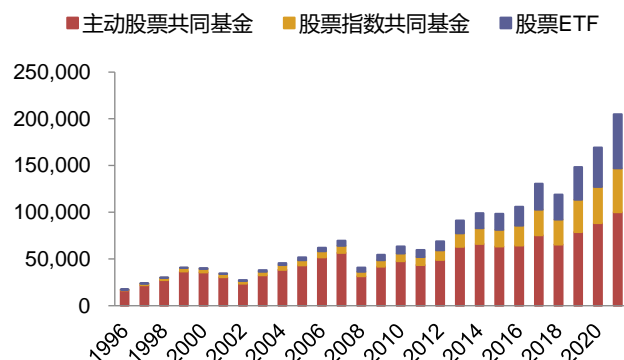
## 2 超额收益下降和买方投顾转型是核心驱动力

### 2.1 海外经验: 超额收益下降+买方投顾转型是美国指数型基金崛起的主要驱动因素

指数型基金已占据美国股票基金的半壁江山。截至 2021 年末, 美国股票指数共同基金、股票 ETF 规模分别达 4.72、5.78 万亿美元, 合计规模达 10.50 万亿美元, 合计规模超过主动股票型基金。2000-2021 年股票指数共同基金、股票 ETF CAGR 分别达 13%、24%, 同期主动股票基金规模 CAGR 仅 5%。股票指数共

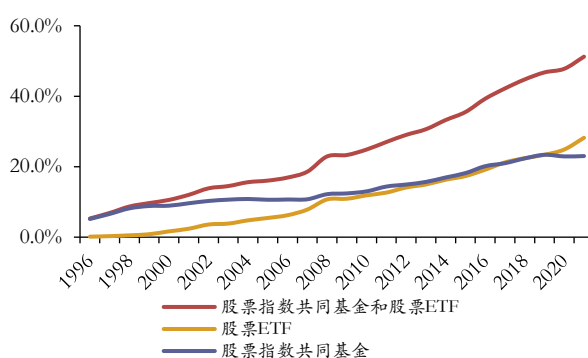
同基金、股票 ETF 占股票基金总规模的比例分别由 2000 年的 8.9%、1.6% 提升至 2021 年的 23.0%、28.2%。

图18.美国股票型基金规模（亿美元）



数据来源：ICI，财通证券研究所

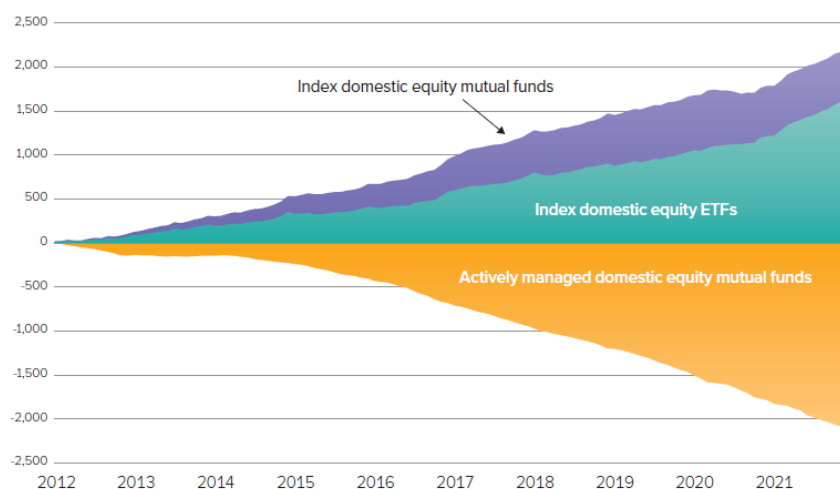
图19.股票指数共同基金和股票 ETF 占股票基金的比例



数据来源：ICI，财通证券研究所

股票型 ETF 和指数型股票共同基金获得持续资金净流入，而主动管理共同基金持续资金净流出。2012-2021 年，股票指数共同基金和股票 ETF 实现了 2.2 万亿美元的净现金流入，而主动管理的股票共同基金净现金流出 2.1 万亿美元。股票 ETF 的增长尤为迅速，其净现金流入量是股票指数型共同基金的近 3 倍。

图20.资金流向指数型 ETF 和股票指数共同基金



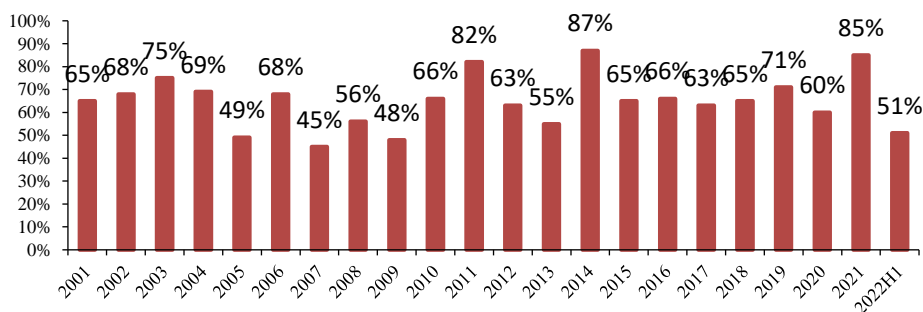
数据来源：ICI，财通证券研究所

**驱动力一：超额收益下降，主动管理基金大多无法跑赢指数。**在过去 21 年里，超过 50% 的美国大盘股主动管理型基金有 18 年跑输了标普 500 指数。在截至 2022 年 6 月 30 日的 20 年期间，95% 的美国大盘股基金表现逊于标普 500 指数。原因在于：1) 机构投资者占比提升，市场有效性提升。美国的个人投资者占比较低，2000 年以来持股比例稳定在 40% 左右，机构投资者的投研能力、决策的理性程度比个人投资者强，能够使股市价格发现的能力增强、市场有效性提升。2) 龙头公司强者恒强，其他个股难以跑赢龙头。龙头公司持续扩张，若主动基金不配置龙



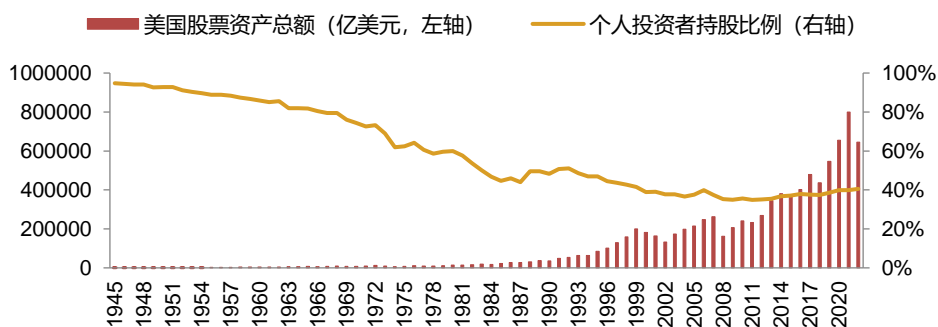
头企业，由于其他个股难以跑赢龙头，该主动基金亦难以跑赢指数；若主动基金配置龙头企业，那么该主动基金与指数的收益率将会趋同，亦难以创造超额收益。

图21.美国国内主动型大盘股基金表现跑输标普 500 指数的比例



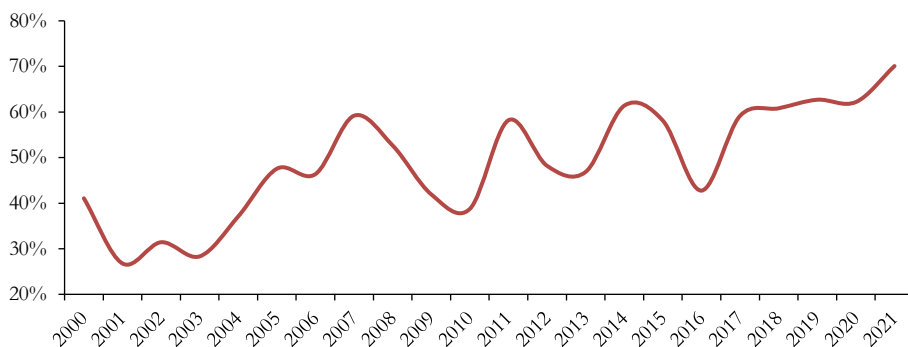
数据来源：标普道琼斯指数有限公司，财通证券研究所

图22.美国个人投资者持股比例逐渐下降



数据来源：wind，财通证券研究所

图23.美国个股跑输标普 500 指数的比例

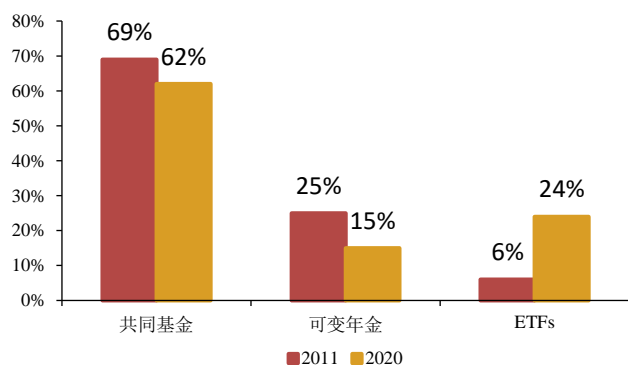


数据来源：wind，财通证券研究所

**驱动力二：卖方投顾向买方投顾转型，越来越多的投资顾问在客户的投资组合中使用ETF。**2020年，综合服务型经纪商（Full-service brokers）和收费型顾问机构（Fee-based advisers）的客户家庭资产投资于ETF的比例分别为24%、35%，远

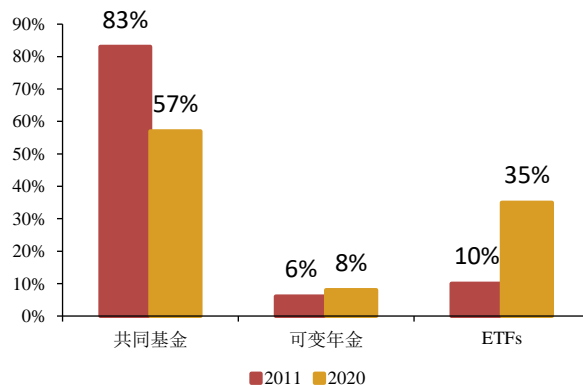
高于 2011 年的 6%、10%。原因在于，买方投顾的盈利模式基于客户资产规模收费，投顾旨在提高客户收益率从而做大资产规模，ETF 费率低能够降低客户交易成本进而提高盈利空间，且 ETF 产品特征清晰稳定、持仓透明度高，便于进行配置应用。

图24.综合服务型经纪商客户家庭资产投资分布



数据来源：ICI, 财通证券研究所

图25.收费型顾问机构客户家庭资产投资分布



数据来源：ICI, 财通证券研究所

## 2.2 国内展望：A 股机构化+买方投顾转型开启，ETF 仍有巨大发展空间

**驱动力一：超额收益获取难度逐渐加大。**1)机构投资者持股及交易占比逐渐提升。上交所个人投资者持股占比从 2014 年的 61.0%降至 2021 年的 52.2%（剔除一般法人），A 股个人投资者交易占比由 2019 年的 78%降至 2022 年前三季度的 61.35%。2)近年来能够跑赢指数的个股占比中枢在下降。在不同的市场环境下，能够跑赢沪深 300 指数的 A 股数量占比波动较大，但整体来说中枢在下降，2013-2017 年每年跑赢沪深 300 指数的个股数量占比平均值为 53.88%，2018-2022 年该值降至 43.31%。

图26.上交所投资者持股结构

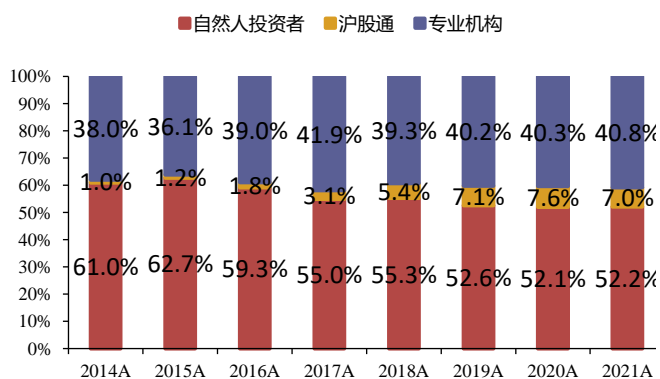
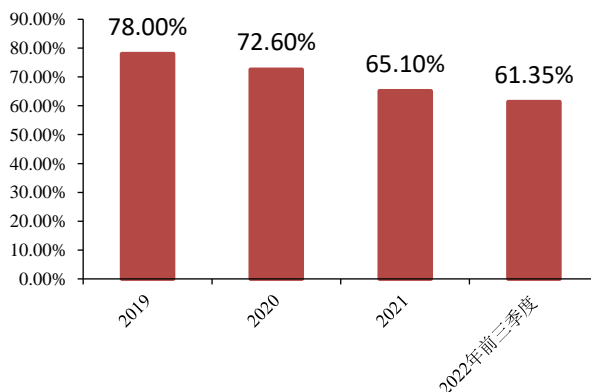

 数据来源：上交所，财通证券研究所  
 注：不含法人投资者

图27.A 股个人投资者交易占比



数据来源：财新网，财通证券研究所

图28.2010-2022年A股个股跑赢沪深300的数量占比



数据来源: wind, 财通证券研究所

**驱动力二: 基金投顾业务试点转常规, 我国财富管理机构逐步开启买方投顾转型。**

2019年10月25日, 中国证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》, 试点机构开展管理型基金投资顾问服务。2023年6月9日, 证监会就《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》(以下简称《规定》)公开征求意见, 推动基金投顾业务试点转常规。截至2023年4月末, 我国公募基金数量达10813只, 权益类基金数量达6769只, 基金投资的复杂性与专业性凸显, 预计基金投资者对专业投资服务的需求将更加强烈。截至2023年3月底, 共有60家机构纳入试点, 服务客户总数524万户, 资产规模1464亿元, 占全市场公募基金规模仅为0.5%, 基金买方投顾仍处于初级阶段, 尚有较大发展空间。

表7.目前获批基金投顾业务试点的60家机构名单(截至2023年5月)

机构家数	机构类型	机构简称
25	基金公司及其子公司	中欧基金、易方达基金、南方基金、华夏财富、嘉实财富、华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金、国泰基金、国海富兰克林基金、工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、富国基金、鹏华基金、农银汇理基金
3	第三方独立销售机构	先锋领航、腾安基金、珠海盈米基金
3	银行	招商银行、工商银行、平安银行
29	券商	银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安证券、申万宏源证券、华泰证券、国联证券、光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富、华宝证券、华西证券、兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券、财通证券、华创证券、渤海证券

数据来源: 资本市场标准网、招商银行官网、工商银行官网、21财经, 财通证券研究所

表8.基金投顾试点机构展业情况（截至 2022 年末）

证券公司	投顾品牌	展业时间	服务规模	客户数量
中金公司	中国 50、微 50、公募 50、 中金财富 FoF、海外 30	2019 年 10 月	800 亿元	-
华泰证券	涨乐星投	2020 年 10 月	139.13 亿元	61.76 万户
申万宏源	星基汇	2020 年 9 月	人均 6.0 万元	6 万人
招商证券	E 招投	2021 年 11 月	96.52 亿元	4.02 万户
东方证券	东方证券基金投顾	2021 年 11 月	约 149 亿元	16 万户
国联证券	基智投	2020 年 4 月	68.8 亿元	24.03 万户
国泰君安	君弘智投	2020 年 8 月	57.22 亿元	-
财通证券	聚财投顾	2021 年 12 月	超 21 亿元	-
中信证券	中信证券基金投顾	2021 年 11 月	超 100 亿	14 万户
中信建投	蜻蜓管家	2020 年 9 月	-	12.6 万户

数据来源：各券商公司公告，中欧财富，财通证券研究所

预计未来十年中国股票 ETF 规模复合增长率达 21%。截至 2022 年末，中国股票 ETF 占 A 股总市值的比例为 1.37%，相当于美国 2006 年左右的水平。2006-2020 年美国股票 ETF 占美股总市值的比例由 1.41% 提升至 7.82%，年均提升比例为 0.46%。我们假设，未来中国股票 ETF 占 A 股总市值的比例提升程度与美国类似，假设逐年提升 0.45%。则 2032 年，中国股票 ETF 规模可达 7.54 万亿元，2022-2032 年复合增长率达 21.44%。

表9.国内股票 ETF 未来空间测算

中国（单位：亿元）												
年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	...	2031E	2032E
沪深两市市值	508245	567475	434977	593075	797238	916088	788006	827406	868777		1222456	1283579
股票 ETF 规模	1694	1970	2740	5512	7502	9619	10804	15068	19730		66270	75360
股票 ETF 占 A 股市值的比例	0.33%	0.35%	0.63%	0.93%	0.94%	1.05%	1.37%	1.82%	2.27%		5.42%	5.87%
美国（单位：亿美元）												
年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	...	2019	2020
美国上市公司总市值	163237	170009	195690	199223	115903	150773	172835	156407	186683		338908	407197
美国股票 ETF 规模	1840	2158	2761	3650	3245	3861	4762	5093	6447		25835	31826
股票 ETF 占美股市值的比例	1.13%	1.27%	1.41%	1.83%	2.80%	2.56%	2.76%	3.26%	3.45%		7.62%	7.82%

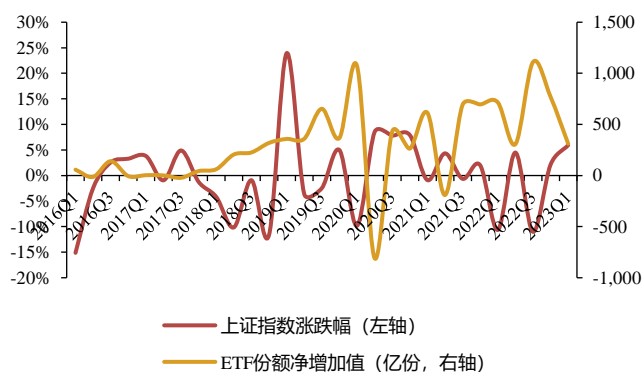
数据来源：wind，ICI，财通证券研究所

### 3 ETF 是券商财富管理转型过程中的重要抓手

#### 3.1 ETF 是市场行情低迷时重要的获客产品

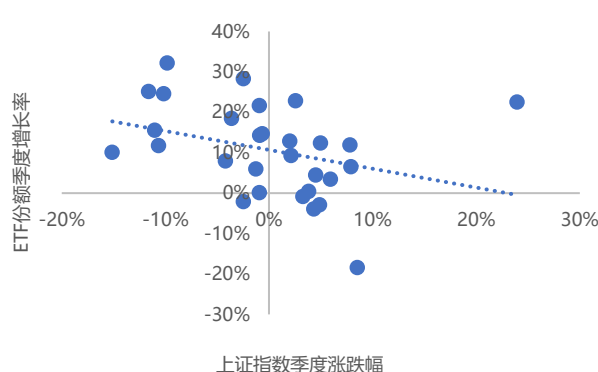
ETF 具有在行情低迷时作为底部加仓的工具属性。股票 ETF 的份额与市场行情存在明显的反向关系，即在指数下跌时，ETF 份额增速更高；指数上涨时，ETF 份额增速降低或份额下降。我们认为原因或在于场内客户投资经验更加丰富成熟，底部加仓长期来看获取收益的确定性更强。利用 ETF 的这种属性和产品优势，在行情低迷时积累客户资产。

图29.ETF 份额净增加值与市场涨跌幅走势相反



数据来源：wind，财通证券研究所

图30.ETF 份额净增加值与市场涨跌幅负相关



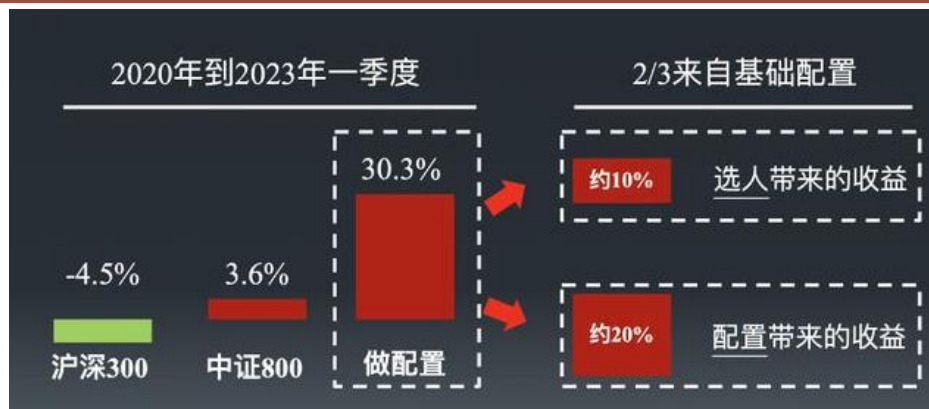
数据来源：wind，财通证券研究所

#### 3.2 ETF 是券商开展专业化投资咨询业务的有力武器

ETF 既可以作为中长期资产配置工具，又能够作为中短期交易策略工具，是券商开展专业化投资咨询业务的有力武器。

1) 基金组合的超额收益更多来自于配置而非选品：从中金财富统计的数据来看，配置账户收益的 1/3 来自基金经理，2/3 的收益来自基金配置。我们认为，未来通过配置费率较低的 ETF 或就能够为客户带来大部分超额收益。

图31.中金财富基金组合的超额收益 2/3 来自基金配置



数据来源：财联社，中金财富，财通证券研究所



2) ETF 品种丰富, 满足大类资产配置需求: ETF 覆盖各类投资主题(主题、行业、风格)、多种资产类别(A股、港股、美股、债券、商品)、覆盖不同投资地域(欧美、亚太、香港), 可以进行产品组合后, 满足不同风险承受能力投资者的投资需求。ETF 底层足够分散, 投顾可以较少考虑个股微观逻辑, 而将主要精力放在宏观、中观逻辑的研判上。

图32.ETF 品种丰富, 满足大类资产配置需求

股票型ETF					债券型ETF		商品型ETF	货币型ETF	跨境ETF
规模指数	行业指数	策略指数 (Smart Beta)	风格指数	主题指数	债券	Smart Beta			
沪深300、中证500、中证1000、中证800、创业板、上证180、深证2000、深证100、科创50、MSCI中国A50、富时中国A50等	电力、交通运输、半导体、消费、地产、家电、公共卫生与健康、食品饮料、医疗器械、券商、医药、能源、信息基建、原材料、金融、银行、钢铁、煤炭	价值、红利、低波、高股息、基本面、等权重等	成长、价值	央企结构调整、国企创新、一带一路、光伏、基建、信息安全、数字经济等	国开债、国债、地方政府债、城投债、可转债、政策性金融债、短融等	利差因子	黄金、有色金属、金融、豆粕等	银行活期存款、七天通知存款等	恒生指数、恒生消费、恒生科技、港股通、标普500、纳斯达克100、德国30、日经225、中韩半导体等

数据来源: wind, 财通证券研究所

3) ETF 风格稳定, 是良好的底层标的。对于基金组合业务来说, 风格稳定的底层资产提供了更可预测的回报模式, 使投顾能够更好地规划和实施长期投资策略。

4) ETF 是增强投顾与客户粘性的有效工具: 相对于银行理财、储蓄型保险等固收类产品, ETF 的波动性增加了与客户交流沟通的机会, 更容易与客户创造粘性。

### 3.3 券商通过 ETF 抢占财富管理市场份额, 为进一步的综合性服务奠定基础

**股民转基民: 当前产品转化空间依然很大。**截至 2023Q1 末, 沪深两市流通总市值为 848855 亿元, 根据上交所 2021 年的数据, 自然人投资者持股比例为 24.48%, 假设个人投资者持股比例保持不变, 则测算个人投资者持股市值为 20.78 万亿元。根据基金业协会销售机构前 100 保有量数据, 截至 2023Q1 末, 前 100 销售机构股票+混合型基金保有规模为 57949 亿元。其中, 前 100 中券商股票+混合型基金保有规模合计 12782 亿元, 占前 100 销售机构合计规模的 22.06%。由于前 100 销售机构股票型+混合型基金保有规模的市占率达 76.6%, 因此我们认为全市场销售结构与前 100 销售机构结构一致, 假设全市场所有券商的市场份额亦为 22.06%, 则券商股票+混合型基金保有规模合计为 16684 亿元, 与 20.78 万亿的直接持股市值相比, 股民转基民未来仍具备较大的转化空间。然而, 让原本交易个股的投资者直接转向基金长期配置具有一定的困难, 因此可以先引导投资者从交易个股到

交易 ETF，保持交易习惯，然后逐步引导客户配置主动管理基金等其他产品进行长期投资。

**抢占银行市场份额：券商的经纪业务客户基数决定财富管理市场份额的基本盘，客户的投资习惯是搭建财富管理模型的关键要素。**1) 财富管理业务需要盘活客户资产进行变现，因此零售业务体系中客户数量越多、客户资产规模越大，则业务的边界越宽。当前券商的客户数量及客户资产规模都远不及银行，根据 2022 年年报，头部银行的零售客户数量均为亿户级别，而龙头券商中信证券零售客户数量仅 1300 万户；头部券商中金公司的高净值客户资产规模为 7796 亿元，与招行的 3.79 万亿元亦有较大差距。基于银行的账户优势，当前财富管理市场的主导权依然掌握在银行手中。利用 ETF 的产品优势和底部加仓的工具属性，可以吸引更多增量客户和客户资产。2) 客户的投资和交易习惯是搭建财富管理模型的关键要素，通过客户购买和卖出 ETF 的交易记录，券商可以获得有关客户投资行为、交易频率、买入和卖出的时间等关键信息，这些数据可以了解客户的风险偏好、投资目标和交易策略，为专业化、个性化、综合化的财富管理服务奠定基础。

表10. 券商与银行的零售客户数量及规模仍有较大差距（截至 2022 年末）

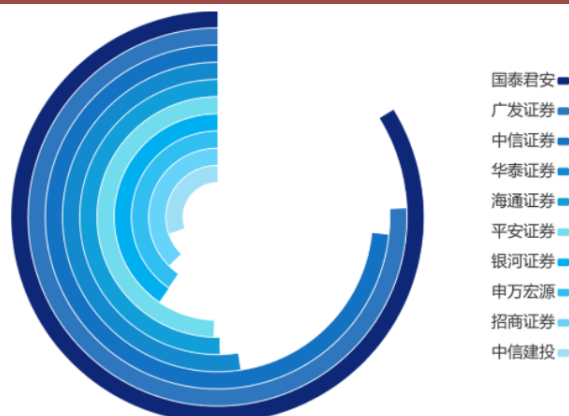
	零售客户数量 (万户)	零售客户资产规模 (亿元)	高净值客户数量	高净值客户资产规模 (亿元)
招商银行	18,400	121,230	1000 万元及以上的零售客户 13.48 万户	37924
中国建设银行	73,900	170,000	600 万及以上的零售客户 19.37 万户	22500
中国工商银行	72,000	186,600	800 万及以上的零售客户 22.6 万户	26300
中国农业银行	86,200	/	600 万及以上的零售客户 20.0 万户	22000
中国银行	/	130,000	600 万及以上的零售客户 15.96 万户	24200
平安银行	12,308	35,873	600 万及以上的零售客户 8.05 万户	16200
中金公司	582	27,600	300 万及以上的零售客户 3.44 万户	7796
中信证券	1,300	/	200 万以上资产的财富管理客户数量近 16 万户	/
东方证券	244	/	/	/
国泰君安	1,563	/	富裕客户及高净值客户数 33.88 万户	/
招商证券	1,644	/	/	/

数据来源：wind，各券商、银行公司公告，财通证券研究所

### 3.4 关注 ETF 布局领先的券商

**华泰、东财、中信、广发、国君等券商布局领先。**截至 2023 年 4 月末，证券公司经纪业务持有深市 ETF 规模居前三位的证券公司为国泰君安、广发证券和中信证券，持有规模市场占比分别为 9.21%、8.33%、8.07%。华泰证券虽然持营规模位居第四，但成交额、交易账户数、申购 ETF 金额位居第一。

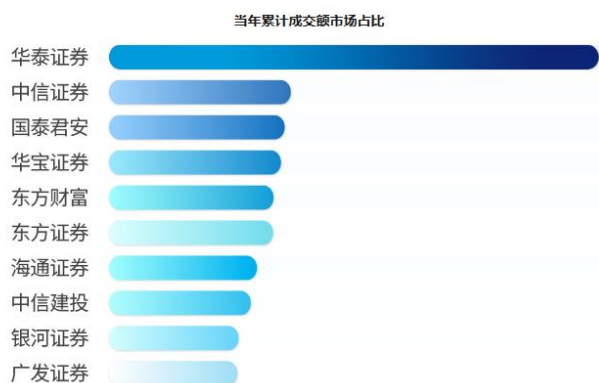
图33.前十券商持营深市 ETF 占比（2023 年 4 月）



数据来源：深市基金，财通证券研究所

注：以上数据仅统计经纪业务，不含自营、做市业务

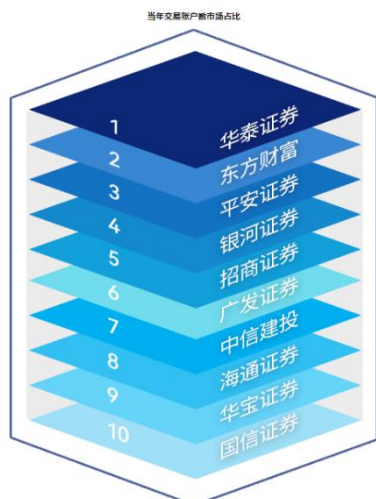
图34.ETF 当年累计成交额市场占比（2023 年 4 月）



数据来源：深市基金，财通证券研究所

注：以上数据仅统计经纪业务，不含自营、做市业务

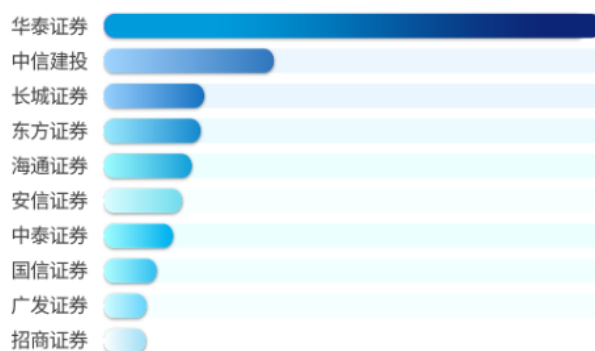
图35.ETF 交易账户数市场占比排名前十（2023 年 4 月）



数据来源：深市基金，财通证券研究所

注：以上数据仅统计经纪业务，不含自营、做市业务

图36.经纪业务申购 ETF 金额排名前十（2023 年 4 月）



数据来源：深市基金，财通证券研究所

注：以上数据仅统计经纪业务，不含自营、做市业务

## 4 风险提示

**资本市场大幅波动。**资本市场大幅波动可能影响投资者入市情绪，导致 ETF 份额与规模增长不及预期。

**行业竞争加剧。**ETF 产品同质化属性较强，常见的宽基、行业、主题指数上，有多只 ETF 竞争，行业竞争加剧可能会导致 ETF 管理费率、场内交易费率、场外申购费率等下行，进而影响基金管理人及销售机构的收入水平。

**监管趋严。**ETF 业务推进受监管政策的影响较大，若政策收紧，ETF 业务进展或不及预期。

**信息披露****● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**● 资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**● 公司评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**● 行业评级**

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

**● 免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。