

从海外经验看中国 ETF 基金发展

华泰研究

2024 年 7 月 16 日 | 中国内地

专题研究

核心观点

开年来 ETF 市场规模已增长超 20% 至 2.5 万亿，占公募基金比例达 8%，未来发展路径、竞争格局备受基金管理人及投资者关注。目前权益市场波动加大、主动较难获得超额收益；长期利率中枢下行、固收回报收窄；信托与私募不确定性提升，ETF 基金成本低廉、风险分散，获得投资者青睐。借鉴全球经验，资金端、资产端、制度端共同发力是 ETF 市场发展的成功要素。当前发展耐心资本与养老体系优化有望培育长期资金、资本市场改革完善生态、新国九条等政策鼓励发展，我国 ETF 市场逐步具备快速发展的必要条件。建议龙头公司广泛布局强化马太效应、中小差异化探索实现弯道超车。

全球概览：美欧日领跑 ETF 赛道

2008-2023 年，全球 ETF 资产净值由 0.7 万亿美元增长至 11.1 万亿美元，CAGR 达 20%，占全球基金资产净值比例由 3% 增长至 16%。结构上，股票型 ETF 占主导地位，资产净值占比超 7 成；固收类占比约 2 成。区域上，美国占据领先地位，第一只 ETF 诞生于此、先发优势明晰，且政策支持发展、市场生态完善，全球市占率基本保持 70% 左右；欧洲引入 ETF 时间相对较晚但发展迅速，各类 ETF 先后上市；日本得益于央行购入 ETF，市场规模持续扩张。格局上，基金公司头部集中，2023 年末全球 CR3/CR5/CR10 分别达 67%/74%/83%，但近年竞争激烈，集中度呈现下降趋势。

成功经验：“天时地利人和”铸就发展

美国是全球最大的 ETF 市场，“天时地利人和”共同铸就美国 ETF 市场的快速发展。1) 资金端，80 年代开始兴起的 401(k)、IRA 等养老金计划，为 ETF 市场提供源源不断的资金供给，是增长的源动力；2) 资产端，利率长期下行、权益市场生态成熟，主动基金难以长期实现超额收益，叠加 ETF 基金的业绩稳健、低费率优势，不断收获机构与零售投资者青睐；3) 制度端，监管环境鼓励，SEC 降低 ETF 上市门槛并拓宽投资范围；产品创新持续，譬如杠杆/反向/主动/个股 ETF 等产品层出不穷。全球 ETF 资产净值 TOP 15 公司中，美国占据 9 席，且前 5 家均为美国公司。

龙头巡礼：贝莱德/先锋/道富各具特色

2023 年末，贝莱德、先锋、道富在全球 ETF 的市占率分别达 32%、23%、12%，合计 67%。贝莱德 2009 年收购 iShares 成为行业翘楚，主要分为核心系列和 MSCI 系列，创新推出主动 ETF 策略，费率高于行业平均；先锋创新基金持有人即股东架构，龙头地位及先发优势稳固，但 ETF 布局较晚，2000 年后奋起直追，管理规模持续扩张；道富为老牌 ETF 供应商，标普产品市场领跑，但近年扩张节奏较缓。其他机构如 Invesco（纳斯达克 ETF）、ProShares（杠杆及反向产品）、ARK（主动 ETF）各具特色。

展望中国：重视快速发展的窗口机遇

中国 ETF 市场正处于快速发展的窗口期。其一，政策鼓励支持，新国九条提出大幅提升权益类基金占比，建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展；其二，近年来权益市场波动加剧、投资者认同被动投资的长期稳健和费率优势，且利率持续走低，各类固收产品收益率下滑，比较优势明显；其三，目前国内 ETF 渗透率达 8%，相较 2004 年末 2% 大幅增长，但相较美国 24% 仍有较大差距。机构资金持续流入、养老金融体系优化，有望带来长期资金，推动 ETF 市场蓬勃发展。

风险提示：政策支持不及预期、产品业绩表现不及预期。

多元金融

增持 (维持)

证券

增持 (维持)

研究员

沈娟

SAC No. S0570514040002

shenjuan@htsc.com

SFC No. BPN843

+(86) 755 2395 2763

研究员

汪煜

SAC No. S0570523010003

wangyu017005@htsc.com

SFC No. BRZ146

+(86) 21 2897 2228

联系人

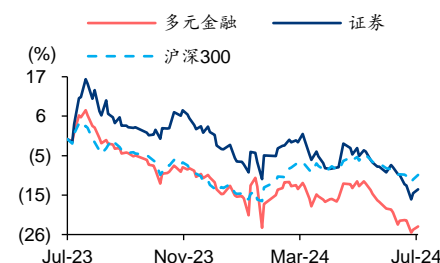
孙亦欣

SAC No. S0570123070041

sunyixin@htsc.com

+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

正文目录

引言：发展正当时，奋楫向前行.....	5
全球 ETF 市场：“天时地利人和”铸就发展.....	6
全球概况：被动投资潮起，欧美规模领先.....	6
发展脉络：美国先发主导，日欧紧随其后.....	8
竞争格局：头部集中显著，美国机构领衔.....	11
美国经验：监管政策保驾，开放生态护航.....	12
发展脉络：持续探索发展，形成多元合力.....	14
市场现状：规模数量提升，格局趋于稳定.....	15
产品结构：权益产品主导，投资策略多样.....	18
费率变化：呈现下降趋势，规模效应显著.....	19
龙头公司：头部各具特色，卡位差异赛道.....	21
贝莱德：收购 iShares，成就 ETF 市场龙头.....	21
先锋基金：股权结构+降费理念造就低价优势.....	23
道富环球：产品创新能力领先的 ETF 先驱.....	24
中国 ETF 市场：重视快速发展的窗口期.....	25
历程回溯：规模持续扩容，迈入发展快轨.....	25
产品结构：股票基金为主，赛道逐步丰富.....	27
新发情况：股票宽基独秀，发行整体趋缓.....	29
竞争格局：行业高度集中，龙头表现稳定.....	29
产品创新：多元探索突破，QDII 发展火热.....	32
管理费率：内部竞争分化，降费竞争持续.....	34
发展启示：形成突破创新的发展合力.....	36
立足底层资产，完善资本市场.....	36
做大长期资金，保障市场活力.....	36
加强产品创新，满足多元需求.....	37
顺应竞争格局，实现赛道突破.....	37
风险提示.....	37

图表目录

图表 1：中国与海外发达 ETF 市场对比（人民币亿元）.....	5
图表 2：全球 ETF 资产净值.....	6
图表 3：全球 ETF 资产净值占全球基金资产净值比例.....	6
图表 4：美国主被动权益基金年度收益率.....	6
图表 5：2008 年以来美国 ETF 资产净值及较年初变动.....	6
图表 6：欧洲主动权益基金滚动胜率.....	7
图表 7：2008 年以来欧洲 ETF 资产净值及较年初变动.....	7
图表 8：全球 ETF 资产净值结构（分产品类型）.....	7

图表 9: 全球 ETF 资产净值结构 (分地域)	8
图表 10: 1993-2000 年美国 ETF 资产净值及标普 500 累计涨跌幅	8
图表 11: 2008 年以来美国 ETF 资产净值及较年初变动	9
图表 12: 日本 ETF 数量	10
图表 13: 日本央行持有 ETF 净值及占东京交易所总市值比例	10
图表 14: 2008 年以来日本 ETF 资产净值及较年初变动	10
图表 15: 2008 年以来欧洲 ETF 资产净值及较年初变动	11
图表 16: UCITS ETF 资产净值占 UCITS 基金净值	11
图表 17: 全球基金公司 ETF 资产净值集中度	11
图表 18: TOP 3 基金公司 ETF 资产净值市占率	12
图表 19: 美国 ETF 市场成功原因总结	12
图表 20: 推动美国 ETF 市场发展的四大因素	14
图表 21: 美国 ETF 发展历程	14
图表 22: 美国 ETF 净资产总额	15
图表 23: 美国 ETF 产品总数量	15
图表 24: 美国指数型产品和主动管理型产品净资产占比	16
图表 25: 长期共同基金和 ETF 净流入额为正的公司占比	16
图表 26: 美国 Top10 ETF 产品净资产总额变化趋势	17
图表 27: Top3 ETF 品牌净资产总额市占率变化趋势	17
图表 29: 美国前 5、10、25 大公司共同基金和 ETF 净资产总额占比	17
图表 30: ETF 产品分类及特色产品	18
图表 31: 各类 ETF 净资产总额	19
图表 32: 各类 ETF 净资产占比	19
图表 33: 美国各类共同基金与 ETF 费率变化	19
图表 34: 1999-2008 年 ETF 净发行规模结构	20
图表 35: 权益类指数 ETF 费率变化	20
图表 36: 债券类指数 ETF 费率变化	20
图表 37: 2023 年末全球 ETF 资产净值 TOP 15 公司	21
图表 38: iSharesETF 资产净值及较年初变动	21
图表 39: 2013 年以来贝莱德营业收入及同比变动	22
图表 40: 2013 年以来贝莱德归母净利润及同比变动	22
图表 41: 2013 年以来贝莱德营业收入结构	22
图表 42: 2013 年以来贝莱德 ETF 管理费及同比变动	23
图表 43: 2013 年以来贝莱德 ETF 管理费占基础管理费比例	23
图表 44: 先锋基金是唯一一家“由投资者共同拥有的基金公司”	23
图表 45: 先锋基金 ETF 资产净值及较年初变动	24
图表 46: 道富 ETF 资产净值及较年初变动	24
图表 47: 中国 ETF 市场发展历程	25
图表 48: 2014-2024H1 中国 ETF 资产净值规模	26
图表 49: 各类型 ETF 历年资产净值规模 (亿元) 及结构占比 (%)	27



图表 50: 各类型 ETF 历年资产净值规模结构	27
图表 51: 2024H1 资产净值规模百亿以上基金的产品类型和基金公司分布	28
图表 52: 股票型 ETF 内部各类产品资产净值规模 (亿元) 及占比	28
图表 53: 股票型 ETF 内部各类型产品历年资产净值规模结构	28
图表 54: ETF 历年发行份额及产品类型占比	29
图表 55: ETF 历年发行份额及成立数量	29
图表 56: 各类型 ETF 历年发行份额结构	29
图表 57: ETF 基金资产净值集中度变化	30
图表 58: 2024H1 末 ETF 资产净值前 15 基金公司排名 (亿元)	30
图表 59: 2024H1 ETF 净值规模前五基金管理公司及其历年资产净值变化 (亿元)	31
图表 60: 2024H1 ETF 净值规模前五基金管理公司及其历年资产净值变化	31
图表 61: 2024H1 股票型 ETF 净值规模前五基金管理公司及其历年资产净值变化 (亿元)	32
图表 62: 2024H1 股票型 ETF 净值规模前五基金管理公司及其历年资产净值变化	32
图表 63: SmartBeta ETF 产品类型	33
图表 64: 指数增强 ETF 与宽基指数 ETF 资产规模对比	33
图表 65: 国内 ETF 互挂发展历程	34
图表 66: 24H1 末国内各类型 ETF 管理费率 (数量结构)	34
图表 67: 24H1 末国内各类型 ETF 管理费率 (规模结构)	34
图表 68: 2020-24H1 国内 ETF 加权管理费率 (测算)	35
图表 69: 2024 年以来部分降低管理费率的 ETF 梳理	35
图表 70: 24H1 末国内股票型 ETF 加权管理费率 (测算)	35
图表 71: 报告提及公司一览表	37

引言：发展正当时，奋楫向前行

开年来 ETF 市场规模已增长超 20% 至 2.5 万亿，占公募基金比例达 8%，处于快速扩容阶段，未来发展路径、竞争格局备受基金管理人及投资者关注。目前大资管行业生态逻辑重塑，权益市场波动加大、主动较难获得超额收益；长期利率中枢下行、固收回报收窄；信托与私募不确定性风险提升，ETF 基金成本低廉、风险分散，愈发获得投资者青睐。本篇是 ETF 系列报告的开篇之作，通过分析海外经验，探寻未来中国 ETF 基金发展之路。

借鉴海外，ETF 市场的大发展源于“天时地利人和”。全球视角看，ETF 市场在过去 15 年内以 20% 的 CAGR 增长至 11.1 万亿美元，其中股票型 ETF 占比超 7 成，美国、欧洲、日本等规模领跑。格局上，基金公司头部集中效应显著，2023 年末全球 CR3/CR5/CR10 分别达 67%/74%/83%。其中，全球 TOP 15 公司中，美国占据 9 席、且前 5 家均为美国公司。美国的成功源于“天时地利人和”，资金端，401(k)、IRA 等养老金计划为 ETF 市场提供源源不断的资金供给；资产端，利率下行、权益市场生态成熟，主动基金难以长期实现超额收益，叠加 ETF 基金的低费率优势，不断收获机构与零售投资者青睐；制度端，SEC 鼓励、创新持续，杠杆/反向/主动/个股 ETF 等新型产品层出不穷，为投资者提供丰富的底层资产选择。

站在当下，重视中国 ETF 快速发展的窗口机遇。我们认为，当前中国 ETF 市场正处于快速发展的窗口期。其一，顶层政策明确鼓励支持，新“国九条”提出大幅提升权益类基金占比，建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展；其二，近年来权益市场波动加剧、投资者逐步认同被动投资的长期稳健和费率优势，且利率持续走低，各类固收产品收益率下滑，使得投资者对权益产品关注度提升；其三，目前国内 ETF 渗透率达 8%，相较 2004 年末 2% 大幅增长，但相较美国 24% 仍有较大差距。机构资金持续流入、养老金体系优化，有望带来长期资金，进而推动 ETF 市场蓬勃发展。

图表1：中国与海外发达 ETF 市场对比（人民币亿元）

2023年，亿元，汇率折算	中国	美国
市场概况		
ETF总规模（资产净值）	20,522	574,027
占公募基金比例	8%	24%
产品结构	股票型71%、跨境型14%、货币型10%、债券型4%、商品型1%	股票型79%（宽基33%/其他国内30%/海外16%）、债券型19%、商品及混合型2%
基金费率	最高1%（指数增强）、最低0.15%（宽基、债基/货币）	部分主动/反向/商品ETF综合费率可达1%-2%、宽基类最低0.03%
发展驱动		
政策制度	新“国九条”鼓励支持、个人养老金逐步完善、投资顾问体系建设、第三阶段销售费率改革即将落地	监管政策鼓励发展、养老体系及税收优惠、投资顾问制度、销售费率改革
市场环境	权益市场生态持续完善、政策鼓励头部机构通过并购做大做强、资本市场双向开放不断深化	权益市场长牛、主动管理难以长期跑赢、行业并购较为频繁、出海投资限制较少
资金来源	机构投资者、零售投资者	养老金为主要来源（401k计划、IRA账户等）
产品创新	互联互通、海外互挂、浮动费率等创新产品	反向、杠杆、主动等创新产品
竞争格局		
集中度	CR5/CR10/CR25分别为42%/55%/78%	CR5/CR10/CR25分别为56%/69%/85%
龙头公司	华夏、易方达、华泰柏瑞	贝莱德iShares、先锋基金、道富环球
新发&清盘	新发160只、清盘24只	新发518只、清盘或并购194只

注：美国集中度为 ETF 及公募基金合计市场占有率

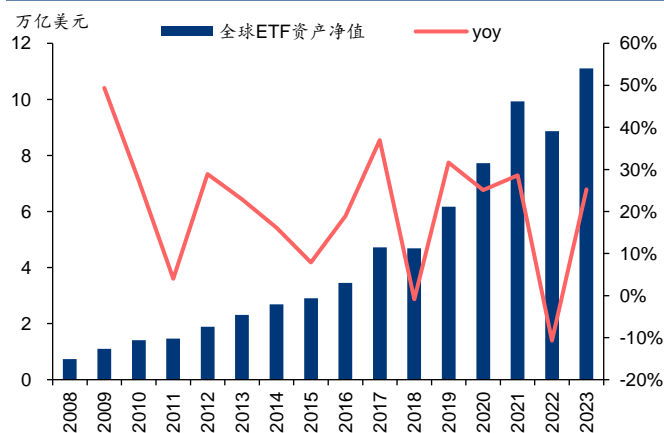
资料来源：ICI, Wind, 华泰研究

全球 ETF 市场：“天时地利人和”铸就发展

全球概况：被动投资潮起，欧美规模领先

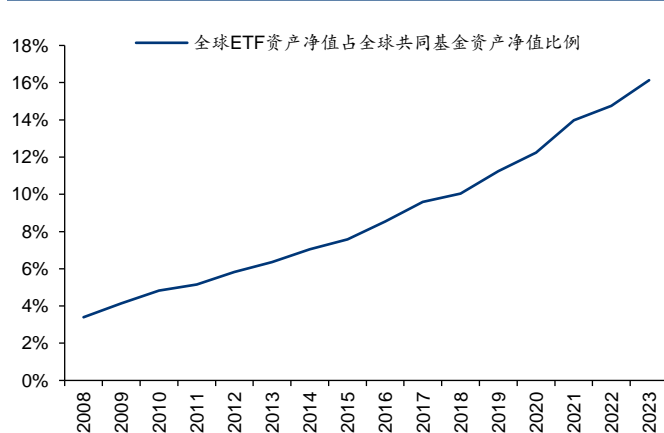
被动投资优势逐渐凸显，ETF 发展迅猛。自 1993 年全球首只上市 ETF 推出以来，由于透明度高、投资分散、费率较低等特点，ETF 受到了众多投资者的青睐。2008-2023 年，全球 ETF 资产净值由 0.7 万亿美元增长至 11.1 万亿美元，年复合增长率为 20%，占全球基金资产净值比例由 3% 增长至 16%。且在以美国为首的发达资本市场中，由于市场透明度和定价效率较高，主动管理持续捕捉超额收益难度提升，被动投资优势逐步显现，ETF 迅速扩张。例如，2009-2016 年，据晨星数据，美国被动权益基金年度收益率持续跑赢主动，2009 年末美国 ETF 资产净值较 2008 年末大幅增长 372%，CAGR 达到 21%；在欧洲市场，据晨星数据，2016-2017 年、2018-2019 年期间主动权益基金跑赢被动产品的概率下滑至较低水平，欧洲 ETF 净值也在 2017 年、2019 年实现显著增长，分别+41%、+37%。

图表2：全球 ETF 资产净值



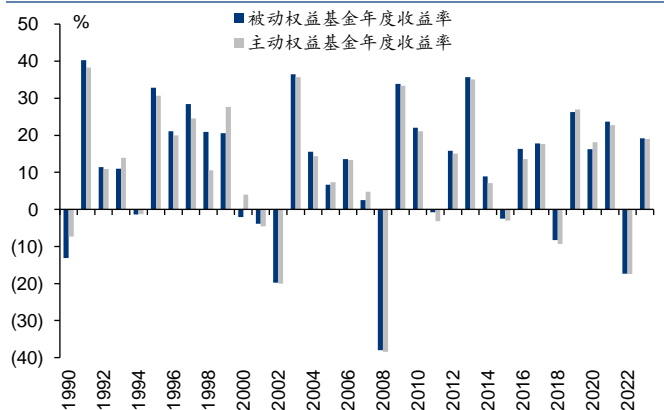
资料来源：晨星，华泰研究

图表3：全球 ETF 资产净值占全球基金资产净值比例



资料来源：晨星，ICI，华泰研究

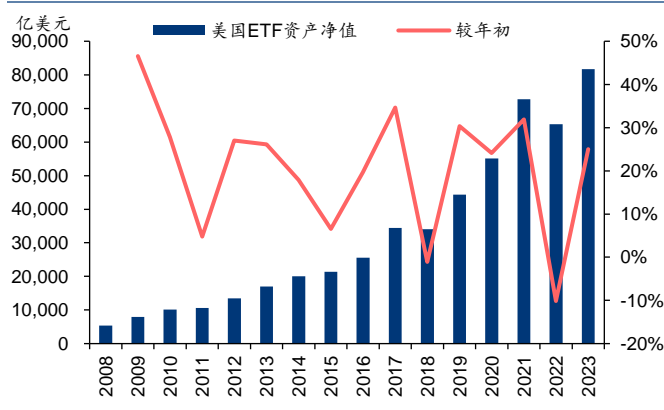
图表4：美国主被动权益基金年度收益率



注：使用晨星各类股票投资风格（大盘/中盘/小盘及价值/成长/混合）的年度收益率平均值

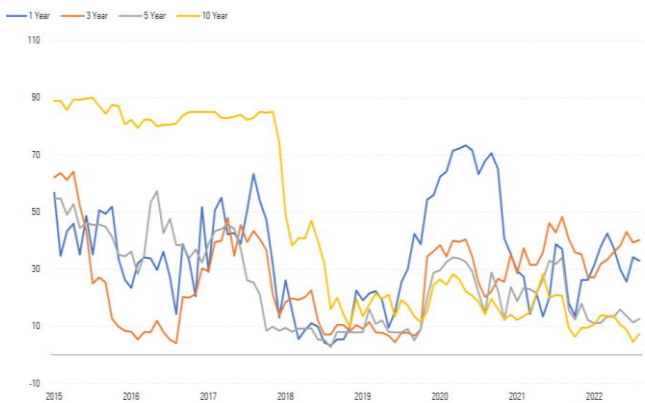
资料来源：晨星，华泰研究

图表5：2008 年以来美国 ETF 资产净值及较年初变动



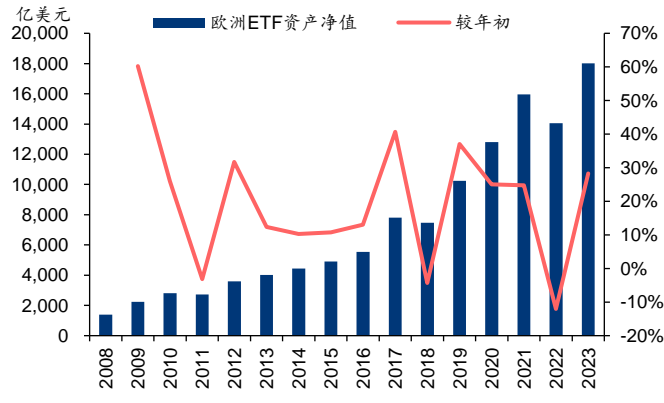
资料来源：晨星，华泰研究

图表6：欧洲主动权益基金滚动胜率



注：数据截至 2022 年末，胜率为当期跑赢被动权益基金的主动权益基金占比
资料来源：晨星，华泰研究

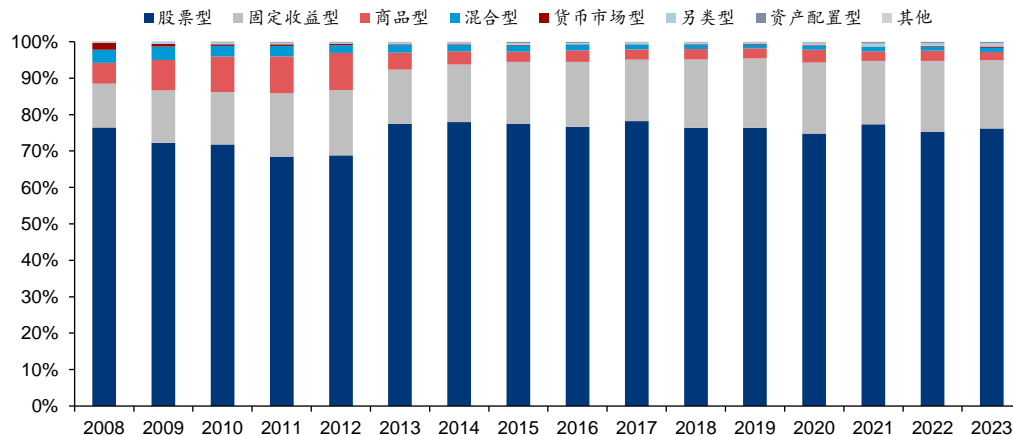
图表7：2008 年以来欧洲 ETF 资产净值及较年初变动



资料来源：晨星，华泰研究

股票型 ETF 占主导地位，资产净值占比超 7 成。全球首只 ETF——1993 年成立的标准普尔 500 存托仓单——便是以股票型产品的形式出现，经历 30 余年发展后，当前在全球 ETF 市场，股票型产品仍然占据主导地位。截至 2023 年末，全球股票型 ETF 资产净值达到 8.5 万亿美元，占比为 76.2%；固定收益型 ETF 资产净值首次突破 2 万亿美元，占比达 18.7%，其余产品资产净值占比相对较小。

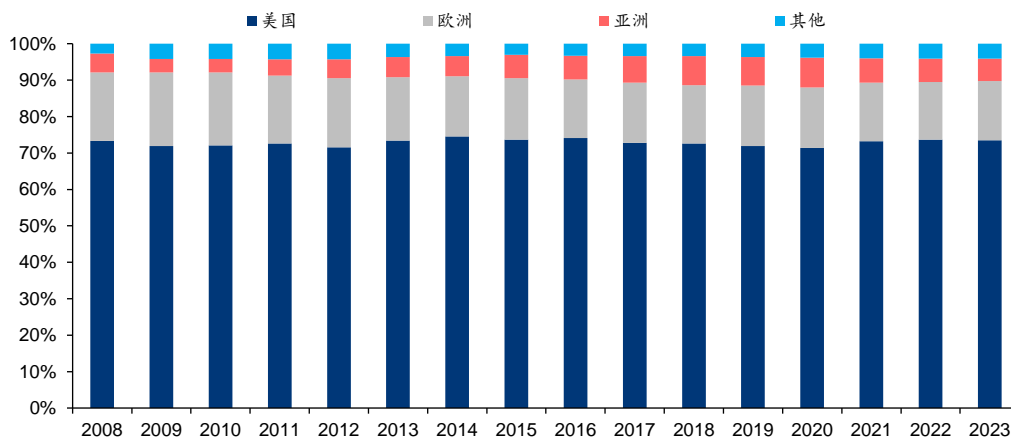
图表8：全球 ETF 资产净值结构（分产品类型）



资料来源：晨星，华泰研究

欧美地区 ETF 市场规模全球领先，美国 ETF 市场引领发展。发达的资本市场、完善的制度体系和丰富的机构资金是 ETF 市场发展的基础，全球范围内欧美地区 ETF 市场的资产净值规模始终领先。2008-2023 年，美国 ETF 资产净值在全球的市占率基本保持在 70% 左右，2023 年为 73.5%，处于绝对的领先地位；欧洲地区仅次于美国，资产净值占比约 15%-20%。

图表9：全球ETF资产净值结构（分地域）



资料来源：晨星，华泰研究

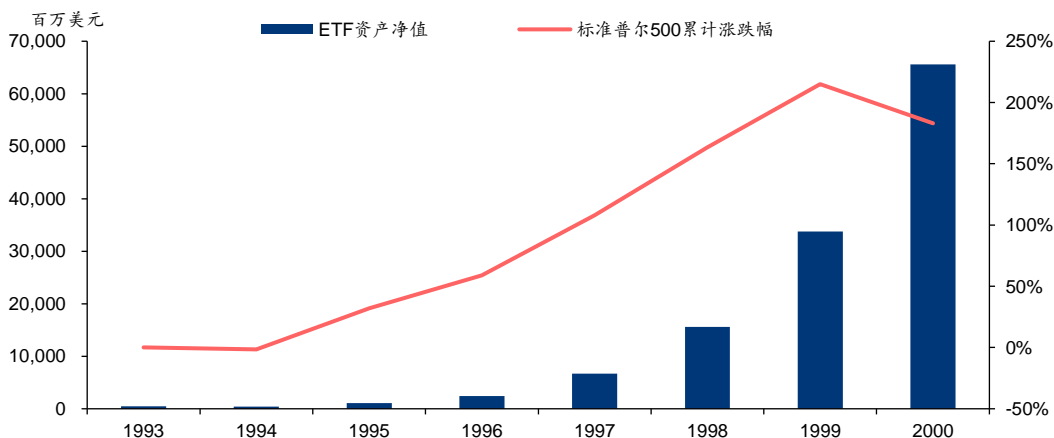
发展脉络：美国先发主导，日欧紧随其后

纵览全球ETF发展历程，ETF最早于美国诞生并迅速发展，随后被接连引入日欧市场。1993年，全球首只ETF在美国面世，由道富环球推出，追踪标普500指数。之后受益于完善的监管制度和发达的资本市场，美国ETF市场迎来长足发展，并在产品种类、创新突破等维度占据主导优势，引领全球发展；1995年，野村资管率先创立日本第一只ETF，之后ETF作为日本政府解决不良贷款、刺激经济发展的重要工具，发挥着至关重要的作用；2000年，ETF才在欧洲资本市场逐渐起步，但由于欧盟一体化进程加快，ETF相关制度得到完善，发展加速，整体资产净值逐步反超日本，位列第二。

1) 美国ETF：产品历久弥新，引领全球发展

全球首只ETF于美国问世，受益于投顾法案的通过和较好的市场环境，发展持续加速。1993年，全球首只ETF产品标准普尔存托凭证SPDR于美国证券交易所（AMEX）上市，完全复制S&P500指数，正式拉开ETF创新发展帷幕。同年《投资顾问法案》通过，投顾法律框架基本确立，投资顾问追求稳定、低风险收益的投资风格与被动投资策略相一致，ETF逐渐成为资产配置时的重要考量。此外，由于信息技术革命兴起和利率水平呈下降趋势，美股迎来长牛行情，进一步为ETF市场的发展创造了良好环境。

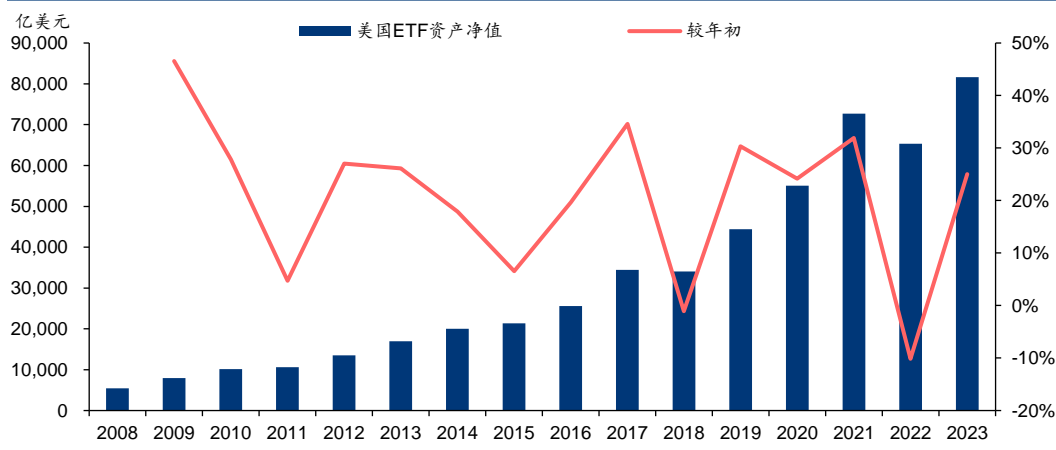
图表10：1993-2000年美国ETF资产净值及标普500累计涨跌幅



资料来源：ICI，华泰研究

主动管理获取超额收益难度提升，长期资金入市驱动发展，ETF 相关制度逐步完善。一方面，21 世纪初美国接连经历互联网泡沫、次贷危机，股市震荡下行，且市场有效性较高，主动管理难以获取明显超额收益，而 ETF 依靠低成本、投资分散等优势逐步受到市场投资者青睐。另一方面，养老金制度驱动资金纷纷入市，为 ETF 快速发展提供了大量资金，进一步催化 ETF 创新历程加快，Smart Beta ETF 和主动管理 ETF 分别于 2000 年、2008 年正式发行。此外，美国证监交易委员会于 2008 年将 ETF 正式列为单独资产类别后，进行专门监管，并于 2019 年采用“ETF 规则”，降低 ETF 上市门槛，优化相关流程。2008-2023 年，美国 ETF 资产净值由 0.5 万亿美元增长至 8.2 万亿美元，CAGR 达 20%。

图表11：2008 年以来美国 ETF 资产净值及较年初变动



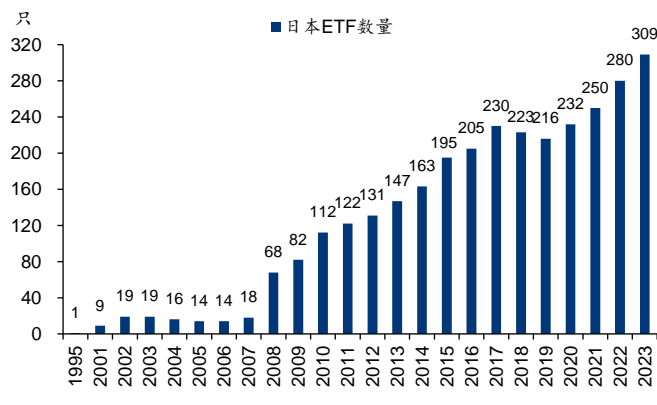
资料来源：晨星，华泰研究

2) 日本 ETF：推出时间较早，市场重要工具

早期 ETF 作为解决银行不良贷款的重要工具被引入日本市场。1990 年日本经济泡沫破裂后，房市和股市下行。1995 年，野村资管推出日本首只 ETF，跟踪日经 300 指数，但由于股票市场持续震荡、投资者接受度不足，成交额较低。同时，泡沫破裂后金融机构资产负债表质量持续恶化，不良债权问题亟待解决。2001 年，日本政府为改善银行所持的股票价格大幅下跌而造成的损失，决定从银行购入股票并逐步以 ETF 的形式向市场出售，但由于其是为刺激股票市场或出售银行持有的股票而设立，只与金融厅规定的 4 个指数挂钩。

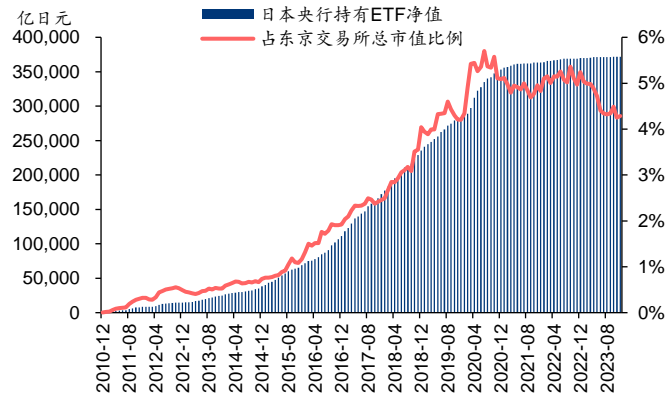
金融改革加速 ETF 发展，日本央行宣布买入 ETF 缓解通缩。2001-2007 年，日本 ETF 市场发展相对缓慢。但 2007 年末，日本金融厅发布《强化金融资本市场竞争力计划》，明确提出推进 ETF 多样化进程。2008 年末，ETF 数量便增至 68 只且产品种类持续扩容，日本 ETF 开启快速发展。2010 年 10 月，日本央行宣布将购买股票 ETF 作为货币宽松政策的一部分，以提高居民风险偏好，缓解通缩。之后十数年，日本央行多次修正 ETF 买入计划，提升买入规模，拓展买入范围。2008-2023 年，日本 ETF 资产净值由 280 亿美元增至 5338 亿美元，CAGR 为 22%；截至 2023 年末日本央行所持有的 ETF 净值占东京交易所总市值比例已超 4%。

图表12：日本 ETF 数量



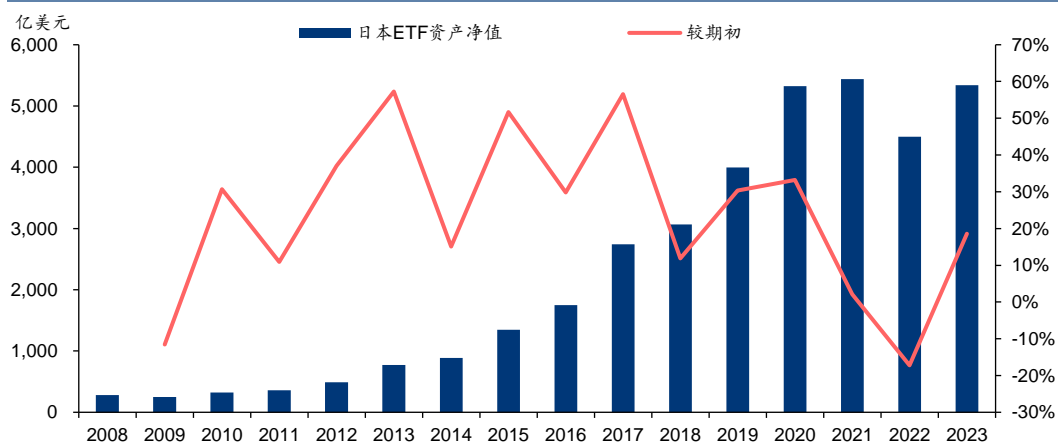
资料来源：日本交易所集团，华泰研究

图表13：日本央行持有 ETF 净值及占东京交易所总市值比例



资料来源：日本央行，Wind，华泰研究

图表14：2008 年以来日本 ETF 资产净值及较年初变动



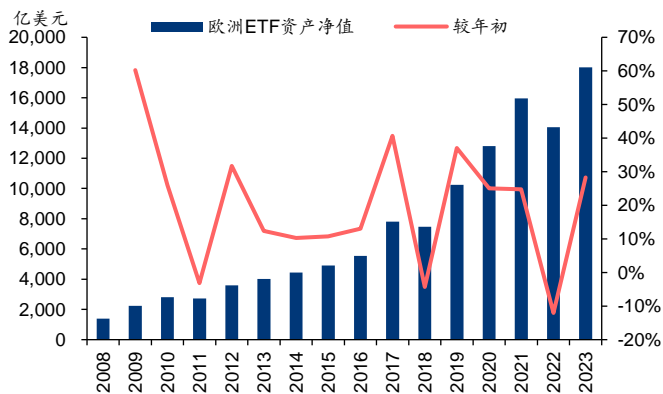
资料来源：晨星，华泰研究

3) 欧洲 ETF：起步阶段略晚，规模后来居上

欧洲引入 ETF 时间相对较晚但发展迅速，各类 ETF 先后上市。2000 年 4 月 11 日，欧洲首批 ETF 才在德意志交易所上市，同年瑞典、瑞士和英国陆续开始进行 ETF 交易。随后几年欧洲 ETF 多样性持续提升，2001 年，道富推出欧洲首只行业 ETF，随后法国 Lyxor 公司推出全球首支合成 (synthetic) ETF，使用掉期跟踪 EURO STOXX 50，2003 年巴克莱 BGI 将债券 ETF 带入欧洲市场，进一步拓宽投资边界。2004 年，欧盟正式实施 UCITS III 指令，创造统一的公募基金监管框架，允许 UCITS 基金对属于 UCITS 的 ETF 进行更多投资，ETF 对各类基金经理的吸引力大幅增加。2007 年，db x-trackers 发布货币市场 ETF，弥补了欧洲 ETF 资产类型的最后一块空白。

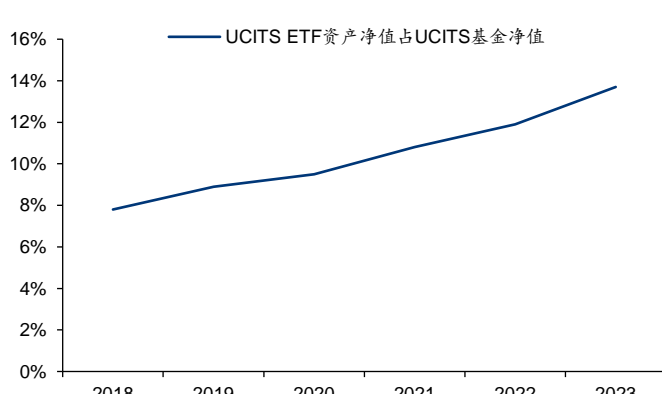
债券 ETF 发展活跃，ETF 相关制度得到完善，欧洲 ETF 资产规模逐步提升。2010 年，欧债危机爆发后，欧洲债券 ETF 因能够为投资者提供投资特定债券市场的机会，受到众多投资者欢迎，债券 ETF 市场十分活跃。2014 年，欧洲证券及市场管理局 (ESMA) 明确规定所有受 UCITS 监管的 ETF 名称中必须包含“UCITS ETF”标签，以区分 ETF 和其他基金产品，进一步提高欧洲基金透明度。2008-2023 年，欧洲 ETF 资产净值由 1391 亿美元增至 18016 亿美元，CAGR 达 19%，UCITS ETF 资产净值占全部 UCITS 基金净值提升至 13.7% (2023 年末)。

图表15: 2008年以来欧洲ETF资产净值及较年初变动



资料来源: 晨星, 华泰研究

图表16: UCITS ETF资产净值占UCITS基金净值

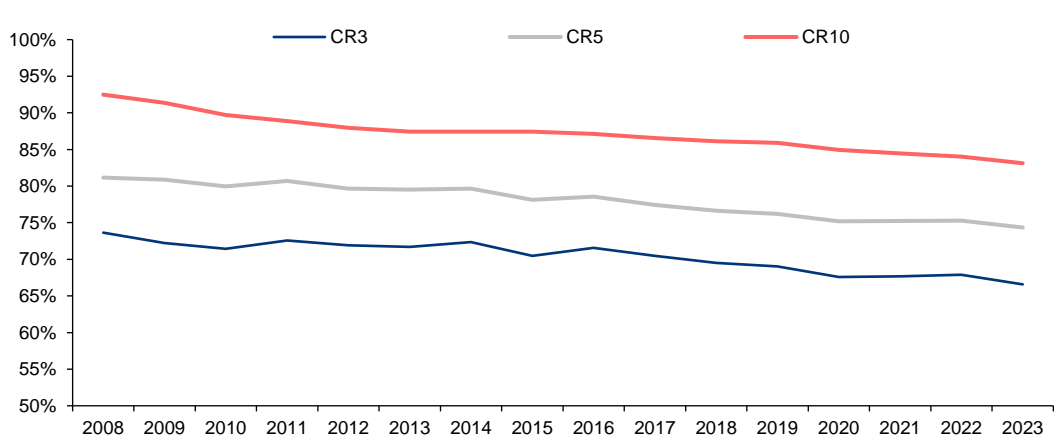


资料来源: EFAMA, 华泰研究

竞争格局: 头部集中显著, 美国机构领衔

行业高度集中但竞争激烈, 近年来集中度整体呈下降趋势。全球ETF市场表现出显著的基金公司头部集中效应, 2023年末CR3、CR5、CR10分别达67%、74%、83%。其中贝莱德旗下的iShares、先锋基金(Vanguard)和道富(State Street)自2008年以来始终稳居前三。但从集中度变化趋势来看, 近年来头部集中效应有所弱化, 主要系ETF产品具有同质化竞争问题, 且伴随全球被动化投资趋势持续加强, 行业内参与机构持续增加, 竞争越发激烈。

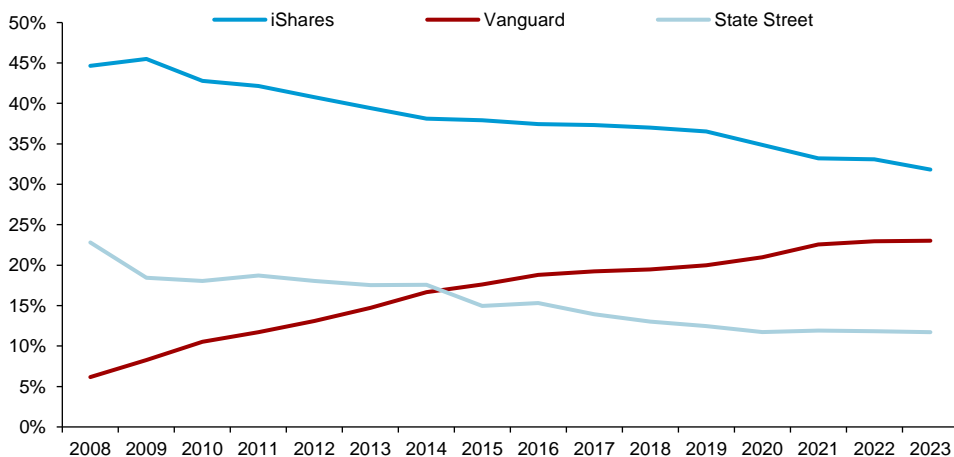
图表17: 全球基金公司ETF资产净值集中度



资料来源: 晨星, 华泰研究

iShares 稳居龙头, 先锋基金后来居上、赶超道富。三家龙头公司地位稳固, 但内部市占率演进分化。iShares为绝对龙头, 市占率始终稳居行业第一, 截至2023年末ETF资产净值已经突破3万亿美元, 市占率为32%, 占据全球ETF市场约三分之一的份额。道富是老牌ETF公司, 于1993年推出了世界上第一只真正意义上的ETF产品——SPDR标准普尔500指数ETF, 自此开创了全球ETF新纪元。但20世纪以来, 全球ETF市场竞争激烈, Vanguard以其特有的股权架构优势(公司股权由旗下的基金共同持有, 投资者通过持有基金产品间接持有公司, 无需向外部股东支付额外利润)推动旗下ETF产品大幅度降费, 先是于2010年宣布免除旗下ETF产品的佣金, 又在2018年宣布扩大免佣范围, 取消平台上所有ETF产品的交易手续费。凭借低费率优势, 先锋基金市占率持续增长并赶超道富, 2023年末达到23%。

图表18: TOP 3 基金公司 ETF 资产净值市占率



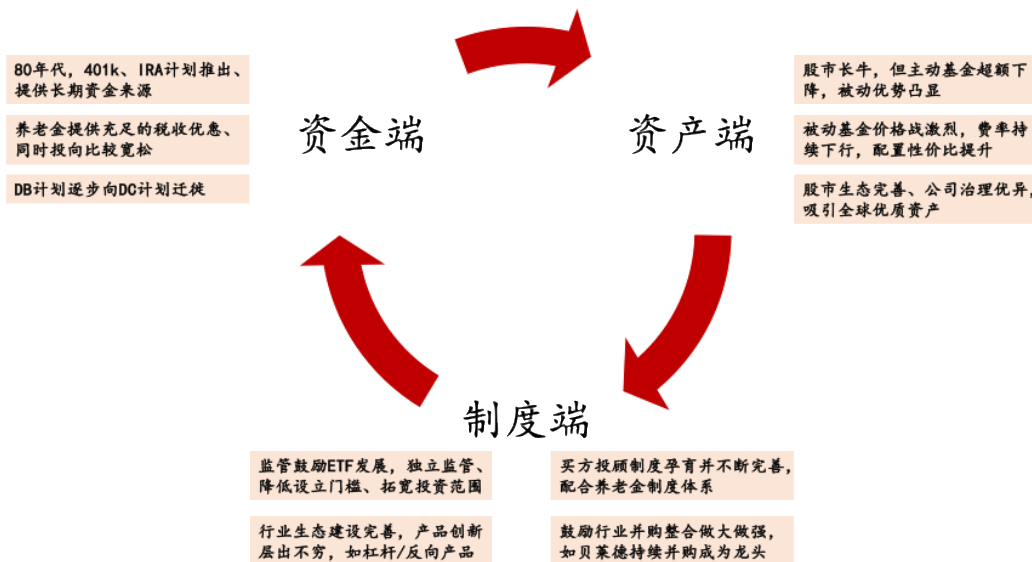
资料来源: 晨星, 华泰研究

美国经验: 监管政策保驾, 开放生态护航

回顾成功原因, 美国 ETF 发展聚集“天时地利人和”。首先, 从基金市场整体看, 系统的政策制度、完善的监管体系、开放的市场格局、良好的市场生态是其长期领跑且不断创新的重要驱动力。其次, 从 ETF 市场看, 其快速发展的重要原因是实现聚集“天时地利人和”。

1) “天时”: 资金端, 80 年代开始兴起的 401(k)、IRA 等养老金计划, 为 ETF 市场提供源源不断的资金供给, 是 ETF 市场增长的源动力; 2) “地利”: 资产端, 利率长期下行、权益市场生态成熟, 主动基金难以长期实现超额收益, 叠加 ETF 基金的业绩稳健、低费率优势, 不断收获机构与零售投资者青睐; 3) “人和”: 制度端, 监管环境鼓励、产品创新持续, 譬如杠杆/反向/主动/个股 ETF 等新型产品层出不穷, 为投资者提供丰富的底层资产选择。

图表19: 美国 ETF 市场成功原因总结



资料来源: ICI, 华泰研究

从 1980 年开始，推出一系列推动 ETF 发展的政策制度。首先，养老金制度在 20 世纪 80-90 年代持续驱动着 ETF 市场向繁荣迈进。其激励机制如税收优惠等驱动上游居民资产持续向养老金转移并流向下游的高风险收益产品，为 ETF 市场的发展提供大量资金。1980 年开始，美国废除固定佣金制，投资顾问免佣金费用制自此开始盛行，出现了独立经纪商、混合模式投资顾问等。到 1999 年，《金融服务现代化法案》的出台打破了银行业、证券业和保险业之间的阻隔，使得原本分业经营的金融业得以混业经营。混业经营使得研究、投资、管理、销售等环节得以串联，产业链上下游机构间的业务合作更加通畅，ETF 市场快速成长。2000 年起，仅收取用户端服务费的纯独立投资顾问出现，投资顾问相关体系随着时代的更新日益成熟。这也使得投资者能够更加便捷和快速地进入 ETF 市场实现交易。

2008 年后，围绕 ETF 的规则生态持续完善。首先，2008 年，美国证券交易委员会（SEC）将 ETF 列为单独资产类别，开始专门监管。2019 年 9 月开始，美国证券交易委员会采用“ETF 规则”，即只要基金发行机构满足一定条件便可申请成立 ETF，不再需要走申请特殊许可证的繁琐流程。由此，ETF 的上市门槛降低，审批和上市流程被简化，交易、管理和运营成本降低，主动型 ETF 的活力被激发。此外，ETF 的申赎模式最大程度减少了投资者的应税事件。与共同基金相比，ETF 使用一篮子股票，即采用实物形式（In-kind）进行申购和赎回，通常不涉及现金交易，不产生资本利得，不被视为应税销售，在一定程度上发挥了税盾作用，进一步刺激 ETF 投资需求的迸发。在市场层面，金融危机之后的长期上涨行情，第三次科技革命带来的巨大发展红利，大量海外资金向美国市场的涌入，也显著增加了对 ETF 的需求。因此，随着市场规模的拓展，美国 ETF 发展愈发高效和成熟。

开放的市场格局也是美国 ETF 市场的重要保障。总体而言，作为全球最大、最成熟的 ETF 市场，美国市场本就对 ETF 投资者充满吸引力。在这一基础上，美国努力打造良好开放的市场环境，在加强国内发展的同时，降低海外交易门槛和成本。一方面，美国持续推出极具吸引力的跨境 ETF 产品，另一方面，提供完备高效的海外交易平台，并在特定的 ETF 产品上为投资者提供一定的税收优惠，从而吸引了一部分对税收敏感的海外投资者。在各方面的综合作用下，美国不断吸引海外资金的流入，进一步扩大了市场规模，加强了市场之间的流动性。

搭建的良好市场生态为 ETF 的繁荣持续注入活力。首先，灵活的销售体系与扎实的人力资本将投资者在不同阶段的风险承受能力与资产配置比例合理匹配，为投资者提供更加合适、更加多元的选择。在销售体系维度，美国 ETF 市场将传统的银行等与现代化电子交易平台高效结合，在为不同客户定制个性化产品的同时，提高成交效率。无论是交易平台还是产品选择，都具有高度灵活性。在人力资本维度，美国在 ETF 诞生初期就持续培育和积累着相关领域金融人才，并通过与时俱进的薪酬体系更好地留住和吸引人才。长期的积累与新人的挖掘使得美国 ETF 行业拥有比较扎实的人力资本。此外，美国 ETF 市场的高流动性在保障交易速度和提供多种多样做市对冲工具的同时，也推动着相关服务不断升级，比如数字化平台使得个人投资者更便捷地购买和交易 ETF，推动了 ETF 在零售市场的普及。在良好的市场生态下，美国 ETF 与时俱进地蓬勃发展。

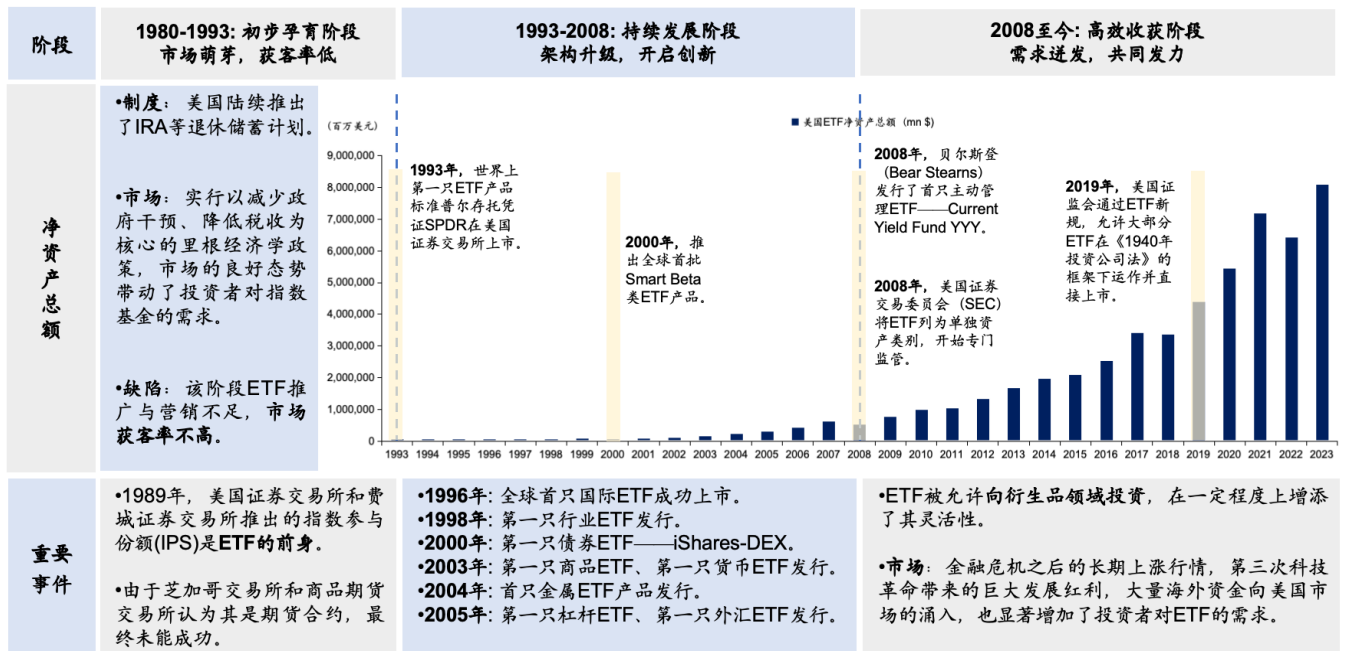
图表20：推动美国ETF市场发展的四大因素

因素	系统的政策制度	完善的监管体系	开放的市场格局	良好的市场生态
具体分析	<ul style="list-style-type: none"> •20世纪80-90年代：养老金制度在激励机制下作用于ETF市场，刺激并拉动需求。 •1980年开始，美国废除了固定佣金制，投资顾问免佣金费用制自此盛行。 •1999年，《金融服务现代化法案》的出台打破行业阻隔，实现混业经营。 •2000年起，仅收取用户端服务费的纯独立投资顾问出现。 •严苛的退市制度、严格的奖惩制度、举报奖赏制度。 	<ul style="list-style-type: none"> •2008年以后，美国证券交易委员会（SEC）将ETF列为单独资产类别，开始专门监管。 •2019年，SEC采用“ETF规则”，避免了原先申请特殊许可证的繁琐流程，降低了ETF的上市门槛，简化了审批和上市流程，降低了交易、管理和运营的成本。 •SEC要求ETF定期披露其投资组合和业绩表现。 •放宽上市和运营要求，鼓励产品创新。 	<ul style="list-style-type: none"> •在加强国内发展的同时，不断吸引海外资金的流入，进一步扩大市场规模，加强市场之间的流动性。 •以贝莱德（BlackRock）、先锋（Vanguard）和道富（State Street）等大型投资公司为首形成了竞争激烈的市场氛围，在促进创新的同时大大降低了成本。 	<ul style="list-style-type: none"> •灵活的销售体系与扎实的人力资本将投资者在不同阶段的风险承受能力与资产配置比例合理匹配。 •高流动性在保障交易速度和提供多种多样做市对冲工具的同时，也推动着相关服务升级。 •管理费逐年降低使得ETF成为一种成本效益极高的投资工具，降低了投资者的交易成本。 •灵活的薪酬体系吸引了大量优秀的金融人才进入ETF市场，推动了市场的创新和发展。
原因归纳	制度的推广等使得ETF市场更加体系化和规范化，完备的监管体系为ETF市场发展保驾护航，开放的市场格局是ETF市场长期处于领先地位的重要保障，良好的市场生态为ETF的繁荣持续注入活力。多因素形成合力，推动美国ETF市场高速发展。			

资料来源：ICI，华泰研究

发展脉络：持续探索发展，形成多元合力

美国ETF市场的发展总体上经历了初步孕育、持续发展和高效收获三个阶段。在初步孕育阶段，制度和市场还未完善，缺乏推广导致获客率低。1993年，随着第一只ETF产品的发行，美国ETF市场进入持续发展阶段。在此阶段，ETF系列产品被持续普及并开始流行。2008年起，在政策制度、市场环境和指数生态的共同作用下，美国ETF市场需求迸发，愈发成熟，进入高效收获阶段。

图表21：美国ETF发展历程


资料来源：Wind，ICI，华泰研究

初步孕育阶段(1980-1993年): 市场萌芽, 获客率低。1980年起, 美国陆续推出了IRA等退休储蓄计划, 在ETF行业开启初步探索。此后, 随着全球化进程的加快, 美国实行了以减少政府干预、降低税收为核心的里根经济学政策, 推动着资本市场流动性的提升, 促进了资本市场发展。市场的良好态势提振了投资者的信心, 带动了投资者对指数基金的需求。1989年, 美国证券交易所和费城证券交易所推出的指数参与份额(IPS), 代表S&P500指数, 即是ETF的前身。但该指数被芝加哥交易所和商品期货交易所认为是期货合约, 所以最终未能成功。在这一阶段, 尽管政策因素和市场因素在持续萌芽, 但并未对ETF市场带来显著推动作用。并且ETF在该阶段的推广与营销不足, 市场获客率并不高。

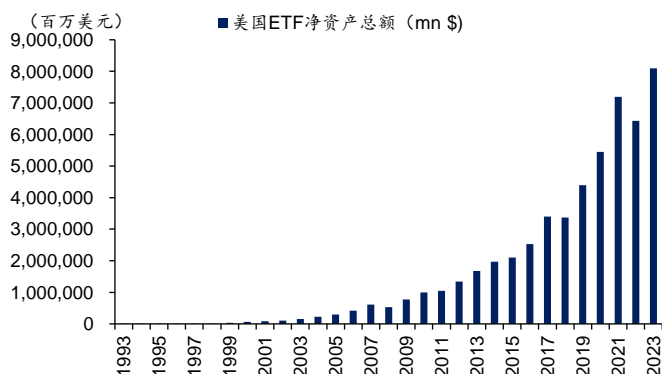
持续发展阶段(1993年-2008年): 架构升级, 开启创新。1993年, 世界上第一只ETF产品标准普尔存托凭证SPDR在美国证券交易所上市。该产品采用完全复制的方式跟踪S&P500指数, 具有交易灵活简单、对冲风险、成本较低等特性。在第一只产品发行后, ETF开始了数十年的创新历程。与此同时, 在指数领域, 部分基金公司专注于对其他公司的并购并因此提升了自己的市占率。**政策层面, 投资顾问的法律框架确立, 促进了ETF系列产品的普及。**1993年《投资顾问法案》通过, 确立了投资顾问的法律框架。由于指数基金的被动投资策略与投资顾问追求稳定、低风险收益的需求相一致, 指数基金逐渐被投资顾问纳入重点考量的范围。此外, 纳斯达克市场板块的设立为科技公司提供了更好的上市平台, 也促进了ETF在科技板块的探索。在这一阶段, 全球利率水平呈下降趋势, 市场有效性提升, 为ETF市场的进一步发展创造了良好的环境。

高效收获阶段(2008年至今): 需求迸发, 共同发力。2008年3月, 贝尔斯登(Bear Stearns)发行了首只主动管理ETF——Current Yield Fund YYY。该产品是一只货币市场基金, 主要持有国债、政府债券、银行债券等短期投资工具。此后ETF市场逐渐进入快速发展期。近年来, 更是经历了2017年的大幅增长, 2019至2021年的快速增长, 2022年的回落以及2023年的增长修复。其中2017年, 美国实施的促增长政策提振了投资者信心, 使得标普500指数上涨了19%。与此同时, 互联网和电子商务向世界各地的扩展也促进了ETF市场的增长。2021年前后, 比特币ETF引发大量投资需求, 但2022年国际地缘政治等因素影响下市场景气度下滑, 直到2023年, 成长型股票ETF市场回暖开始推动行业规模回升。

市场现状: 规模数量提升, 格局趋于稳定

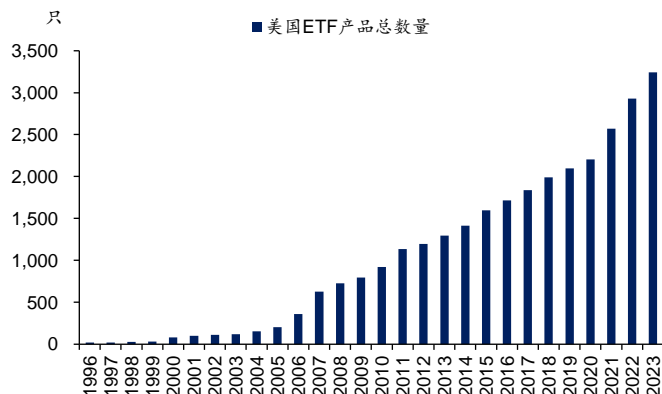
美国ETF市场需求持续表现强劲, 净资产总额与产品数量显著上升。美国近年来不断推出各类型创新产品, ETF产品数量大幅增加, 从1993年的1只增加至2023年的3243只。ETF市场规模则从1993年的4.6亿美元增加到2023年的8.1万亿美元, 复合增长率达到38.5%。其中, 宽基类境内ETF始终占据市场主力地位, 但其净资产占比呈现先降后升的趋势, 从1993年的100%逐渐下降至2012年的38%, 近年来又稳步回升。此外, 债券ETF自首次发行以来市场份额呈现波动上升趋势, 商品ETF和混合ETF资产规模则相对较小。进一步细分, 美国ETF市场净资产主要集中于国内大盘股产品(隶属于宽基类境内ETF)。

图表22: 美国ETF净资产总额



资料来源: Wind, 华泰研究

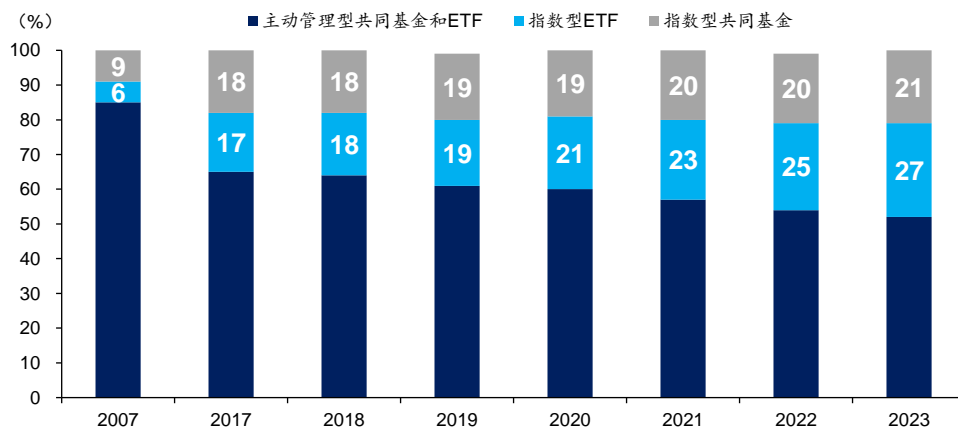
图表23: 美国ETF产品总数量



资料来源: Wind, 华泰研究

被动化投资趋势显著，指数型 ETF 净资产占比持续上升。从管理模式维度看，美国被动管理的产品主要包括指数型 ETF 和指数型共同基金。指数型 ETF 净资产占比从 2007 年的 6% 大幅提升至 2023 年的 27%，指数型共同基金净资产占比则从 9% 提升至 21%。然而，主动管理型产品净资产占比则从 2007 年的 85% 降至 2023 年的 52%。2023 年数据显示，被动管理型和主动管理型产品净资产占比都在 50% 左右浮动，形成分庭抗礼的局面。

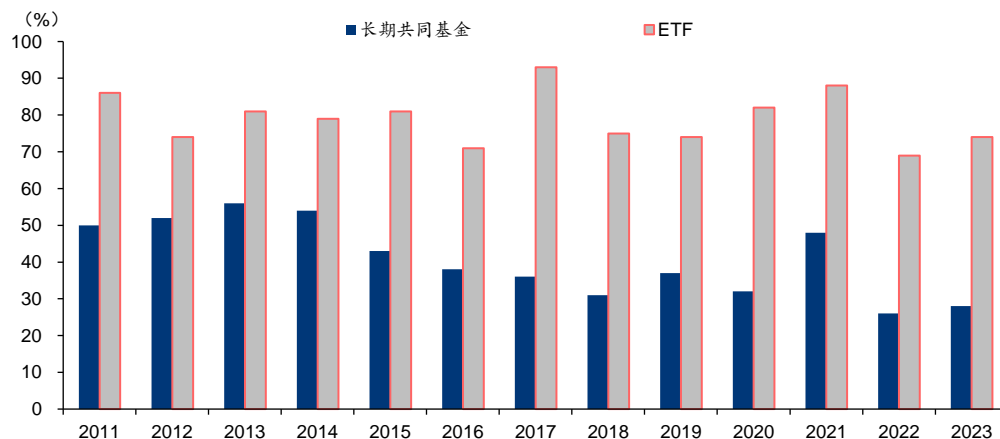
图表24：美国指数型产品和主动管理型产品净资产占比



资料来源：晨星，华泰研究

资金持续流入 ETF 产品。2011-2023 年，每年约 70% 的基金公司 ETF 净流入额为正。其中，ETF 净流入额为正的市场巅峰时期为 2017 年，年内 ETF 净流入额为正的公司占比约 93%，2023 年占比下降至 74%。就长期共同基金而言，2011-2023 年，平均每年有 30% 的基金公司长期共同基金净流入额为正。2023 年，长期共同基金净流入额为正的公司占比 28%。

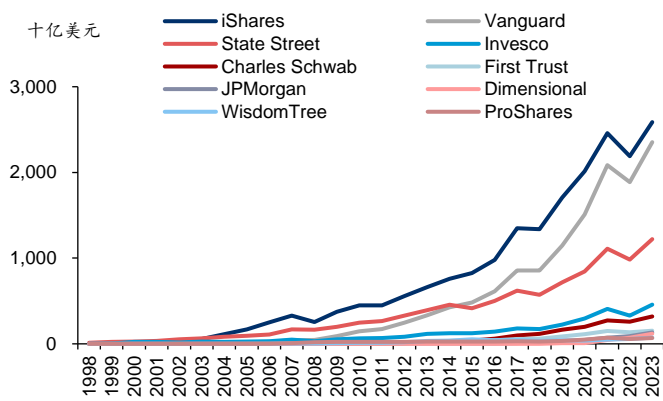
图表25：长期共同基金和 ETF 净流入额为正的公司占比



资料来源：ICI，华泰研究

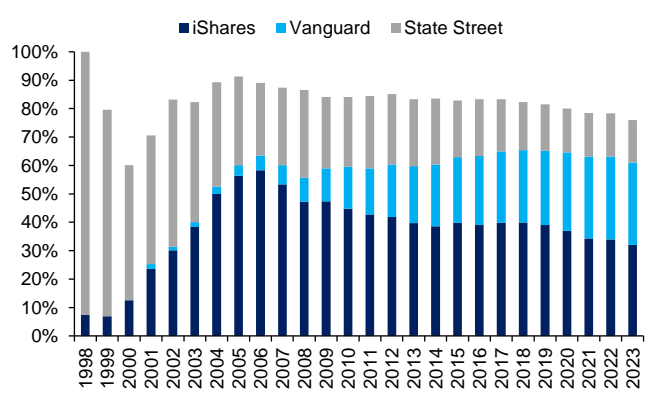
美国 ETF 市场呈现寡头垄断竞争，三足鼎立的格局近年来较为稳固。截至 2023 年底，贝莱德 (Blackrock)、先锋领航集团 (Vanguard) 和道富环球 (State Street) 三家公司净资产规模总和占美国市场的 75%。具体而言，近年来贝莱德旗下的安硕 (iShares) 规模始终占据美国市场榜首，但呈现下降趋势，从 2006 年的市占率 58% 波动下降至 2023 年的 32%；先锋领航作为第二大 ETF 供应商，大有争夺头把交椅的趋势，市场份额从 2002 年的 1% 大幅提升至 2023 年的 29%，上升势头显著；然而，道富环球则略显疲态，市场份额大幅下降，市场份额从 2002 年的 52% 逐年波动下降至 2023 年的 15%，与前两名 ETF 发行商具有一定差距。

图表26: 美国 Top10 ETF 产品净资产总额变化趋势



资料来源: 晨星, 华泰研究

图表27: Top3 ETF 品牌净资产总额市占率变化趋势



资料来源: 晨星, 华泰研究

产品方面, 规模排名前 10 的 ETF 产品中有 8 只来自三巨头。截至 2024 年 6 月, 规模排名前 10 的 ETF 产品中有 5 只来自于先锋领航, 有 2 只来自于贝莱德, 1 只来自于道富环球。先锋领航在规模排名前 10 的 ETF 产品中净资产规模为 1.26 万亿美元, 净资产规模占比为 44.4%。尽管道富环球整体规模落后于先锋领航, 但道富环球仍拥有单只规模最大的 ETF, 净资产规模达 5409 亿美元。此外, 排名前 2 的 ETF 产品均为跟踪标普 500 的指数, 其净资产规模占比为前十大 ETF 产品的 36.2%。

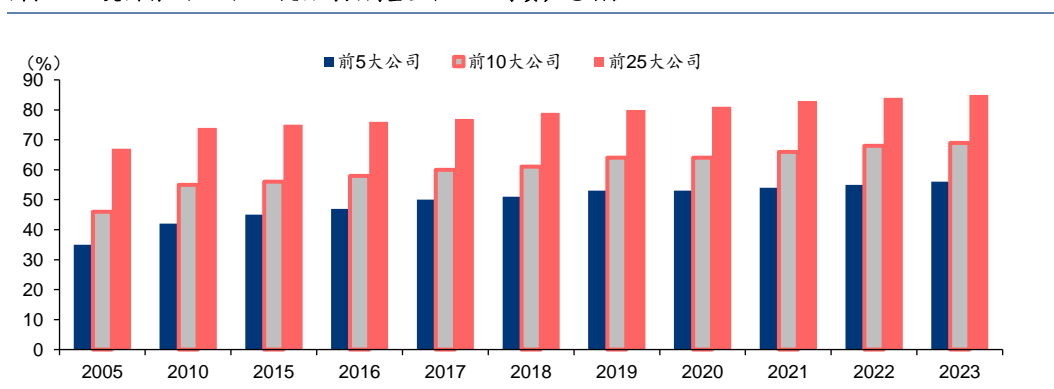
图表28: 2024 年 6 月规模排名 TOP 10 的 ETF 产品

产品名称	管理人	净资产总额 (亿美元)	规模排名
SPDR® S&P 500® ETF Trust	State Street	5,408.76	1
iShares Core S&P 500 ETF	iShares	4,879.46	2
Vanguard 500 Index Fund	Vanguard	4,720.09	3
Vanguard Total Stock Market Index Fund	Vanguard	4,084.59	4
Invesco QQQ Trust	Invesco	2,866.33	5
NEXT FUNDS TOPIX ETF	Nomura	1,491.10	6
Vanguard Growth Index Fund	Vanguard	1,338.21	7
Vanguard Developed Markets Index Fund	Vanguard	1,321.61	8
iShares Core MSCI EAFE ETF	iShares	1,162.96	9
Vanguard Value Index Fund	Vanguard	1,158.44	10

资料来源: 晨星, 华泰研究

共同基金和 ETF 的资产管理集中度上升。其中, 前 5 家最大的基金管理主体管理的资产份额由 2005 年底的 35% 提升至 2023 年底的 56%, 前 10 家最大的公司管理的资产份额由 2005 年底的 46% 提升至 2023 年底的 69%。数据表明, 头部公司的马太效应增强, 中部公司的竞争更加白热化。

图表29: 美国前 5、10、25 大公司共同基金和 ETF 净资产总额占比

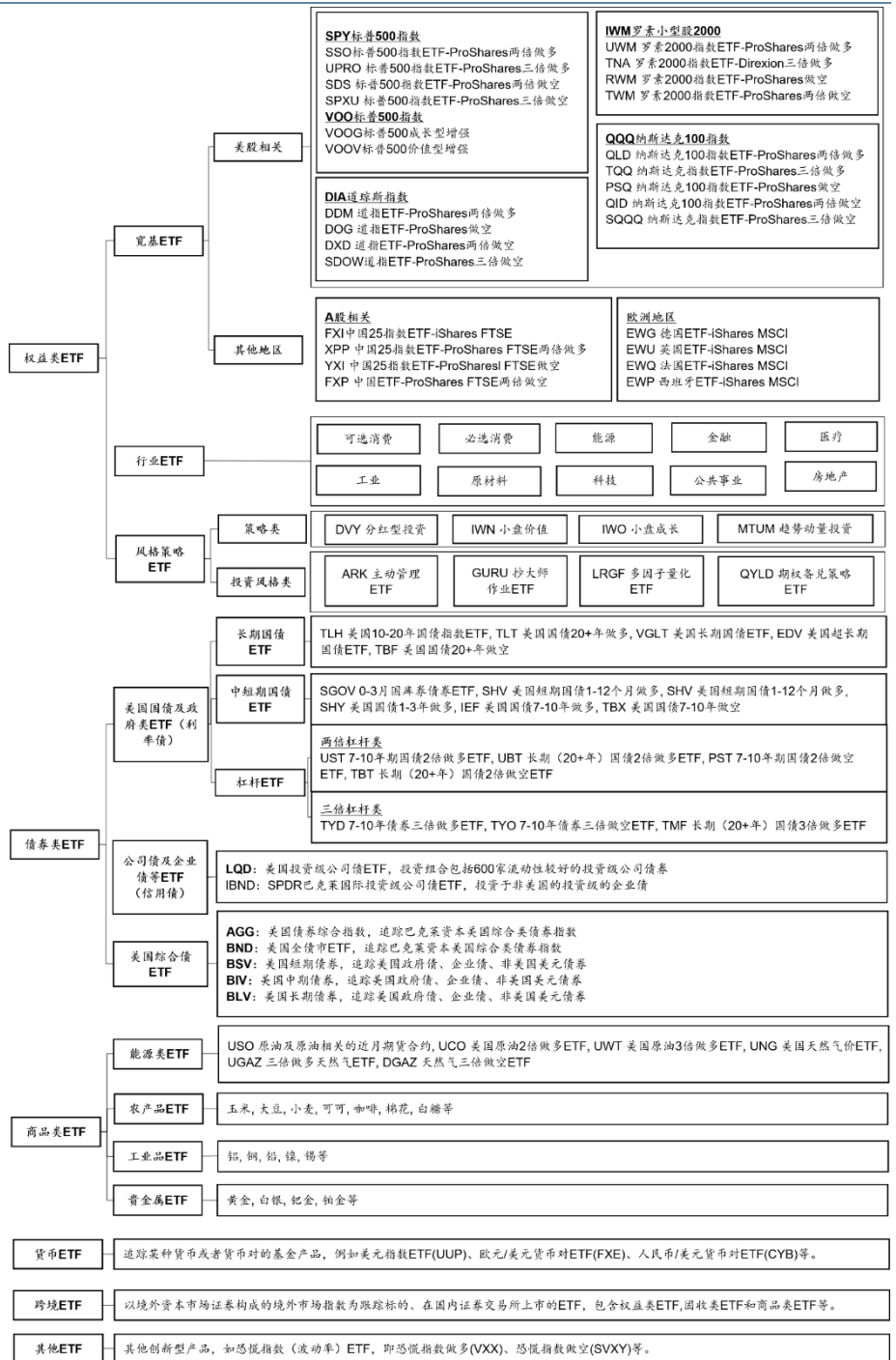


资料来源: ICI, 华泰研究

产品结构：权益产品主导，投资策略多样

按照投资标的分类，ETF可分为权益类、债券类、商品类、货币类、跨境类等。就权益类ETF而言，可细分为宽基ETF、行业ETF和风格策略ETF。其中宽基ETF主要追踪全市场指数，行业ETF则追踪特定的行业指数，风格策略ETF又可分为策略类和投资风格类。就债券类ETF而言，其可细分为利率债ETF、信用债ETF和综合债ETF。商品类ETF则可细分为能源类ETF、农产品ETF、工业品ETF和贵金属ETF。而货币ETF主要追踪某种货币或者货币对的基金产品，例如美元指数ETF(UUP)、欧元/美元货币对ETF(FXE)、人民币/美元货币对ETF(CYB)等。跨境ETF主要指以境外资本市场证券构成的境外市场指数为跟踪标的、在国内证券交易所上市的ETF。最后，其他ETF类还包括一些创新型产品，如恐慌指数ETF等。

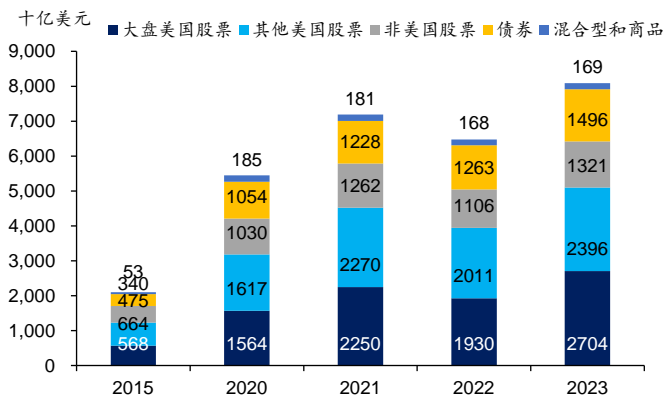
图表30：ETF产品分类及特色产品



资料来源: Wind, 华泰研究

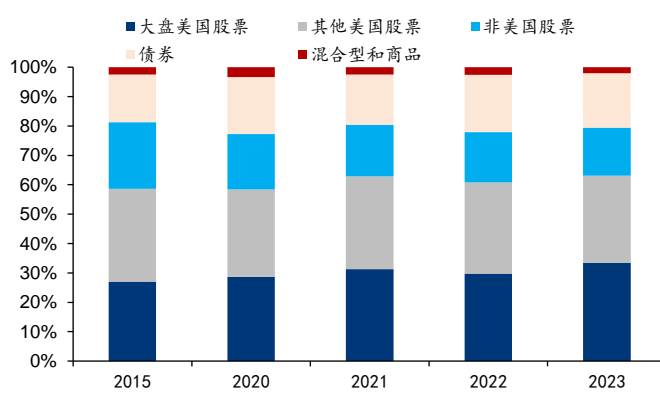
股票类 ETF 规模占据较大比例，且整体呈波动增长态势。按照 ETF 细分种类比较各类 ETF 资产总额，从 2020-2023 年，大盘股美国股票类、其他美国股票类、非美国股票类除 2022 年有轻微下降，其他年份较上一年都有显著增长。债券类一直呈增长状态，混合型和商品类净资产总额变动不大。在该分类下，大盘股美国股票类和其他美国股票类相对占比较多，且大盘股美国股票类在 2023 年反超其他美国股票类，成为净资产总额最多的细分类型。就混合型和商品类而言，尽管其 2020 年的净资产总额相较于 2015 年有较大提升，但与其他细分类型 ETF 产品相比还是有较大差距，市场份额小。

图表31：各类 ETF 净资产总额



资料来源：Wind, 华泰研究

图表32：各类 ETF 净资产占比



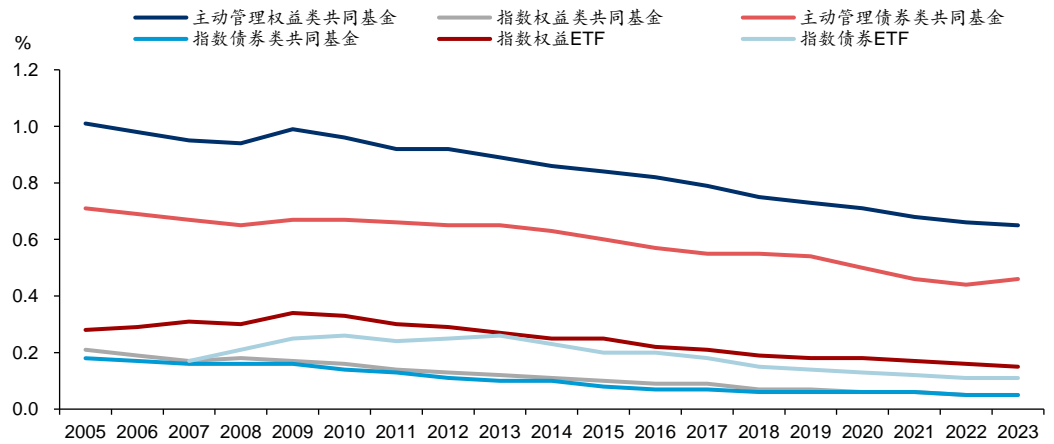
资料来源：Wind, 华泰研究

Smart Beta ETF 是创新型 ETF 的代表。其起源于 CAPM 模型，二十年来高速发展。CAPM 模型将投资组合的期望收益分为两部分，即承担市场系统风险而获得的收益 β 和超越市场基准的收益 α 。随后，Fama-French 于 1993 年提出第一个多因子模型以来，多因子模型逐渐成为量化投资领域应用最广泛也是最成熟的量化选股模型之一。2003 年，市场上出现了第一只 Smart Beta 指数基金，该策略从此成为全球市场中高速发展的新型投资策略。

费率变化：呈现下降趋势，规模效应显著

不同类型共同基金间费率差异较大，但整体呈下降趋势。从内部结构来看，由于基金投资资产和投资策略不尽相同，各类基金费率出现较大差异，指数型产品由于平均管理成本较低，且投资者无需支付申购赎回费，整体费率相对更小。从历史变动来看，受基金行业竞争加剧、投资者对费率的敏感性提高和基金的规模效应等因素影响，美国基金行业费率整体呈现下行趋势。

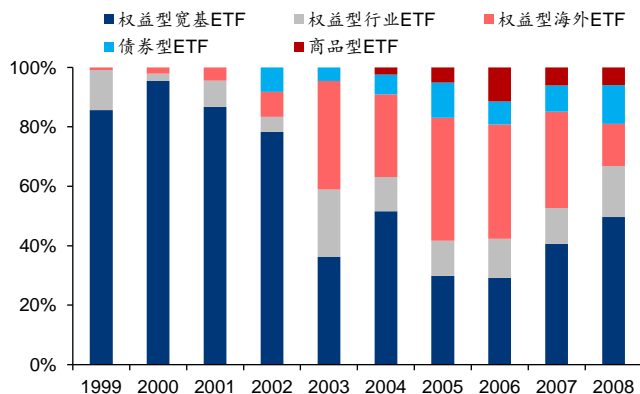
图表33：美国各类共同基金与 ETF 费率变化



资料来源：ICI, 华泰研究

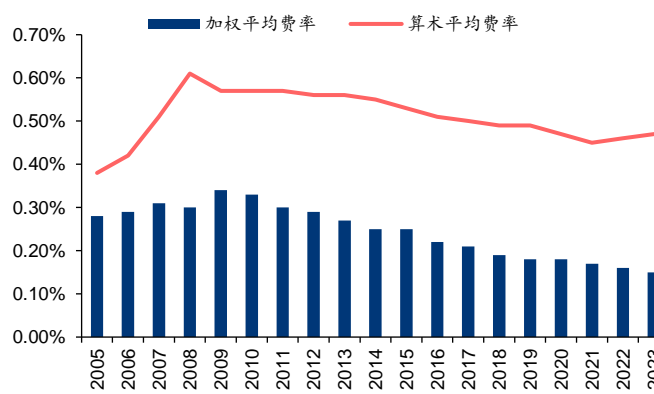
ETF 降费趋势尤其突出，且低费率产品更受投资者青睐。ETF 产品管理成本较主动产品更低，且相对同质化，降费趋势尤其明显。2005-2023 年，权益类指数 ETF、债券类指数 ETF 加权平均费率分别由 0.28%、0.17% 下降至 0.15%、0.11%。其中 2005-2008 年费率有阶段性提升，预计主要系产品结构变化所致。例如，过去权益 ETF 以宽基类产品为主，但 2005-2008 年行业 ETF、海外 ETF 逐渐被投资者关注，产品发行提速，而这类产品管理成本较普通的宽基产品略高，因此费率通常更高，拉高了行业整体费率。此外，从算术平均费率维度比较，其始终高于基金资产加权平均费率，反映投资者通常更青睐低费率产品，低费率产品资产规模显著高于高费率产品。

图表34：1999-2008 年 ETF 净发行规模结构



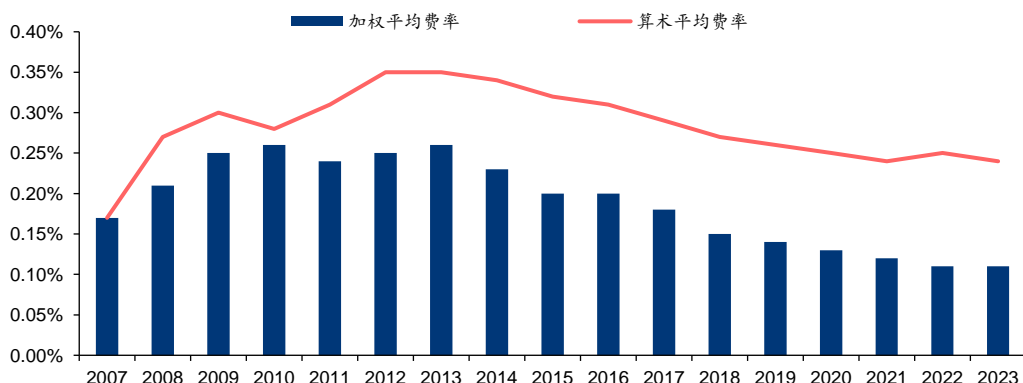
资料来源：ICI，华泰研究

图表35：权益类指数 ETF 费率变化



资料来源：ICI，华泰研究

图表36：债券类指数 ETF 费率变化



资料来源：ICI，华泰研究

指数型 ETF 费率高于指数型共同基金费率。2023 年，指数型权益类共同基金的资产加权平均费率为 0.05%，而指数型权益类 ETF 的费率为 0.15%；指数型债券类共同基金 2023 年的加权平均费率为 0.05%，而指数型债券类 ETF 为 0.11%。根据 ICI 的研究，指数型 ETF 费率高于指数型共同基金费率的原因可能包括：1) 指数型共同基金的净资产更多集中于低于平均费率的市场、地区及类别；2) 由于规模效应，基金管理规模的增加可以使费率进一步降低。2022 年，长期指数型共同基金的平均规模为 94 亿美元，约为指数型 ETF 平均规模（33 亿美元）的三倍。与指数型共同基金市场相比，指数型 ETF 市场成熟度相对较低。随着 ETF 市场的趋于成熟，管理规模进一步提升，指数型 ETF 和指数型共同基金的费率差距有望缩小。

龙头公司：头部各具特色，卡位差异赛道

全球 ETF 资产净值 TOP 15 公司中美国占据 9 席。截至 2023 年末，全球 ETF 资产净值排名前五的公司均来自美国，市占率合计达到 74.3%；前 15 的公司中则有 9 家都来自美国，此外还有 3 家日本机构和 3 家欧洲机构。从龙头公司看，贝莱德 2009 年收购 iShares 成为行业翘楚，主要分为核心系列和 MSCI 系列，创新推出主动 ETF 策略，费率高于行业平均；先锋在指数基金龙头地位及先发优势稳固，但对于 ETF 布局较晚，2000 年后奋起直追，得益于低费率模式，管理规模持续扩张；道富为老牌 ETF 供应商，标普产品市场领跑，但近年扩张节奏较缓。其他机构如 Invesco（纳斯达克 ETF）、ProShares（杠杆及反向产品）、ARK（主动 ETF）均各具特色。

图表37：2023 年末全球 ETF 资产净值 TOP 15 公司

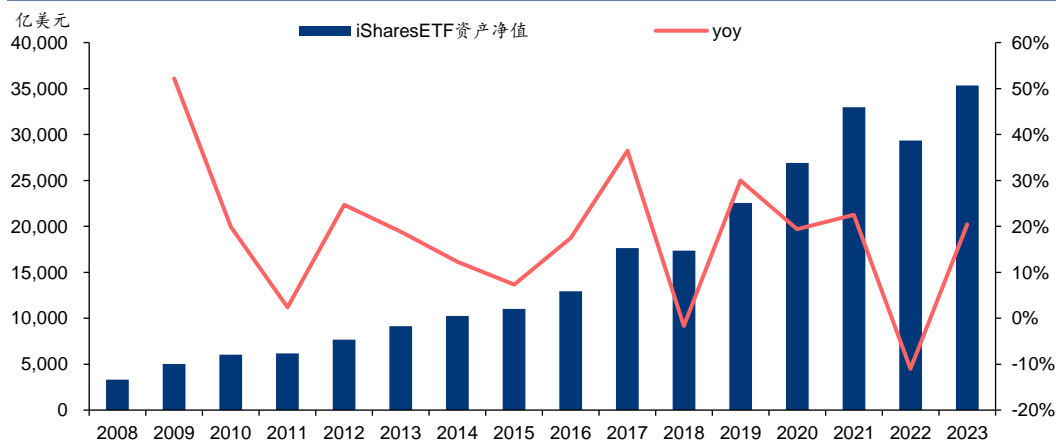
公司	国家	2023 年末 ETF 净资产		2023 年末市占率	同比
		(亿美元)	同比		
iShares	美国	35,344.39	20.4%	31.8%	-1.3pct
Vanguard	美国	25,571.07	25.5%	23.0%	持平
State Street	美国	13,032.28	24.3%	11.7%	-0.1pct
Invesco	美国	5,432.13	37.2%	4.9%	0.4pct
Charles Schwab	美国	3,194.52	23.2%	2.9%	持平
Nomura	日本	2,303.83	17.0%	2.1%	-0.1pct
Amundi	法国	2,292.13	25.7%	2.1%	持平
Xtrackers	德国	2,071.74	30.7%	1.9%	0.1pct
First Trust	美国	1,551.82	14.8%	1.4%	-0.1pct
JPMorgan	美国	1,528.99	53.2%	1.4%	0.3pct
Dimensional	美国	1,192.90	64.7%	1.1%	0.3pct
Nikko AM	日本	1,064.11	17.7%	1.0%	-0.1pct
Daiwa	日本	1,007.37	16.9%	0.9%	-0.1pct
WisdomTree	美国	1,001.36	22.3%	0.9%	持平
UBS	瑞士	974.43	16.1%	0.9%	-0.1pct

资料来源：晨星，华泰研究

贝莱德：收购 iShares，成就 ETF 市场龙头

收购全球最大 ETF 提供商 iShares，坐稳 ETF 市场头把交椅。贝莱德的发展历程整体可分为 3 个阶段，其中 1988-1994 年为起步期，公司起源于黑石集团，专注于固收类产品；1995-2004 年为内生增长期，伴随客户需求不断扩展，产品体系持续完善，自主研发阿拉丁系统，资管规模快速扩张；2005 年之后为并购扩张期，陆续收购了道富投资研究与管理公司、美林旗下资管部门、Quellos 旗下基金业务等。其中 2009 年收购巴克莱资管部门(BGI)及全球最大的 ETF 供应商 iShares 平台，拓展 ETF、养老金管理、权益型基金产品布局，自此成为 ETF 市场的龙头企业。此后 ETF 市占率始终稳居行业第一，截至 2023 年末 iShares 的美国 ETF 资产净值已经突破 2.5 万亿美元，全球 ETF 资产净值突破 3 万亿美元。

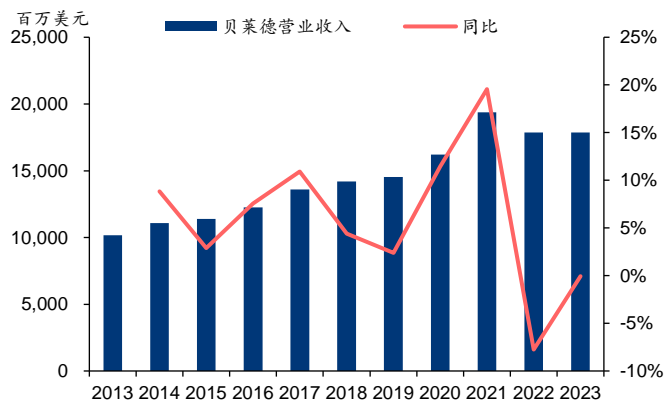
图表38：iSharesETF 资产净值及较年初变动



资料来源：晨星，华泰研究

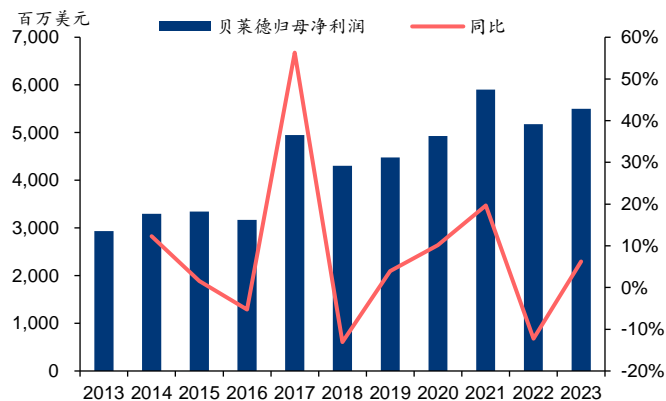
整体经营较为稳健，与资管业务相关的基础管理费占据主导地位。2013年-2021年，贝莱德营业收入及归母净利润保持较稳定的增长趋势，（2017年受益于《减税和就业法案》，享受较大税收优惠，归母净利润基数较高，2018年有所回落）。2022年-2023年，由于全球经济、国际政策等外部因素不确定性增加，公司营收有所下滑。2023年贝莱德营业收入及归母净利润分别为178.59亿美元、55.02亿美元，同比分别-0.1%、+6%。从营收结构上来看，资管业务相关收入占据主导地位，基础管理费占营收比例约78-85%。

图表39：2013年以来贝莱德营业收入及同比变动



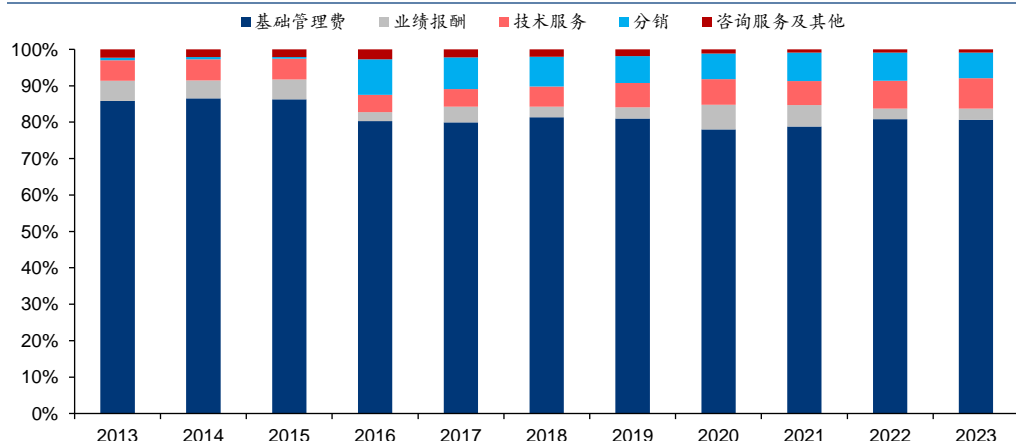
资料来源：公司官网，华泰研究

图表40：2013年以来贝莱德归母净利润及同比变动



资料来源：公司官网，华泰研究

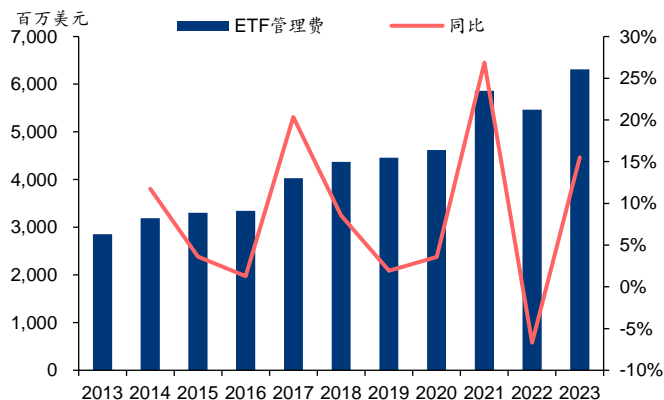
图表41：2013年以来贝莱德营业收入结构



资料来源：公司官网，华泰研究

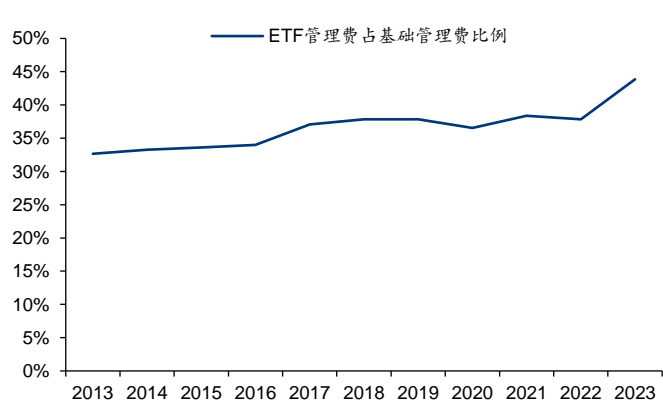
ETF管理费收入保持增长态势，占基础管理费比例抬升，是重要的营收来源。2013年以来，贝莱德ETF管理费规模整体保持较稳定的增长态势（2022年小幅下滑主要系全球地缘政治、资本市场波动和汇率等因素影响，ETF资产净值下降），2023年贝莱德ETF管理费收入为63.15亿元，同比+16%，增长明显。ETF管理费占基础管理费比例波动增长，收入贡献逐步增加，已成为重要的营收来源，2023年ETF管理费占基础管理费比例为44%，同比+6%。

图表42：2013年以来贝莱德ETF管理费及同比变动



资料来源：公司官网，华泰研究

图表43：2013年以来贝莱德ETF管理费占基础管理费比例



资料来源：公司官网，华泰研究

先锋基金：股权结构+降费理念造就低价优势

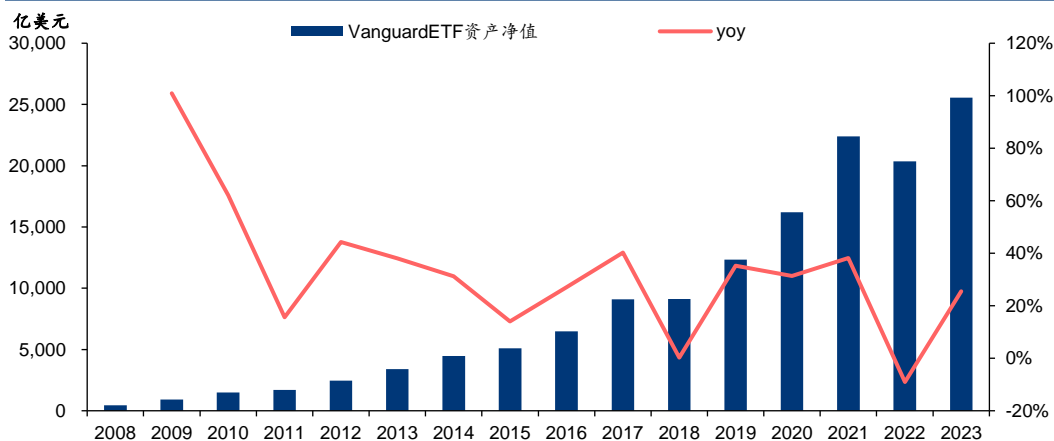
开创指数投资先河，低费率模式夯实竞争优势。先锋基金于1976年开创了指数投资的先河，为美国投资者推出了第一只指数基金 Vanguard500。但先锋基金进入ETF市场相对较晚，早期主要聚焦于指数共同基金，2001年才推出首只ETF产品。但2010年先锋基金宣布免除旗下ETF产品的佣金，又在2018年宣布扩大免佣范围，取消平台上所有ETF产品的交易手续费。据先锋基金官网，截至2023年末，公司平均的ETF和共同基金费率比行业平均水平低82%。凭借低费率优势，先锋基金ETF市占率持续增长并赶超道富。

低费率优势的根本在于独特的股权架构和管理层始终如一的降费理念。先锋基金是美国唯一一家股东为旗下基金持有人的资管公司，投资者通过持有基金产品间接持有公司，无需向外部股东支付额外利润，因此，先锋基金具有降低交易费用的充分激励。且公司管理层始终秉持强烈的降费理念，公司在成立初期就采取低费率策略，薪酬激励机制也与节约成本挂钩。公司每年将旗下基金管理费率与行业同类型基金进行对比，并将所节约成本的一定比例计提到“合作伙伴计划”作为对员工的奖金。在低费率模式下，先锋ETF资产净值扩张迅速，截至2023年末，先锋已成为全球第二大ETF供应商，管理着逾2.5万亿美元的ETF资产。

图表44：先锋基金是唯一一家“由投资者共同拥有的基金公司”



资料来源：公司官网，华泰研究

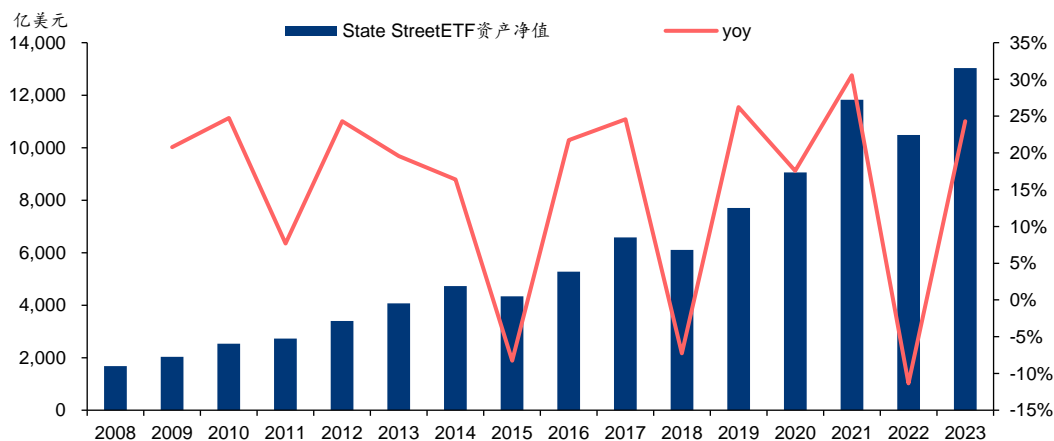
图表45：先锋基金 ETF 资产净值及较年初变动


资料来源：晨星，华泰研究

道富环球：产品创新能力领先的 ETF 先驱

创立全球首只真正意义上的 ETF 产品，通过持续的产品创新夯实 ETF 先驱之名。道富环球投资管理（State Street Global Advisors，简称 SSGA）是全球 ETF 市场的先驱和领导者之一，于 1993 年推出了世界上第一只真正意义上的 ETF 产品——SPDR 标准普尔 500 指数 ETF，自此开创了全球 ETF 新纪元。此后，公司又于 1998 年推出了业内首个特定行业 ETF 系列。1999 年，公司首创多类资产策略，并与中国香港政府合作，推出了亚洲（除日本外）的第一只 ETF——香港盈富基金(TraHK)，挖掘出前所未有的入市机会。SPDR（Standard & Poor's Depository Receipts）系列也逐渐覆盖了股票、固定收益、大宗商品和房地产等多种资产类别，在 ETF 业内具有广泛的影响力和认可度。此外，持续的产品创新帮助道富满足不同投资者的需求并夯实 ETF 先驱之名。例如，其推出的首批跟踪市值加权指数的 ETF、智能贝塔和 Sector ETF，为投资者提供了丰富的资产选择和更精细的市场参与工具。

当前 ETF 资产净值稳居全球前三，是众多大型投资机构的重要合作伙伴。自 2008 年至 2023 年底，道富环球管理的 ETF 资产净值稳步上升，CAGR 为 14.61%。但是，随 ETF 产品的激增和更多资管机构的加入，道富环球 ETF 资产市场占有率逐步下降，从 2008 年的 22.81%，下降至 2023 年的 11.73%。即使如此，道富环球管理的 ETF 资产净值仍稳居世界前三。由于道富环球的 ETF 大多数流动性好、管理费用低和交易高效（例如 SPDR 系列），被广泛应用于养老金计划、捐赠基金、主权财富基金和保险公司等机构投资者的投资组合中。这些核心特色使得道富环球在竞争激烈的 ETF 市场中保持了卓越的竞争力和影响力。

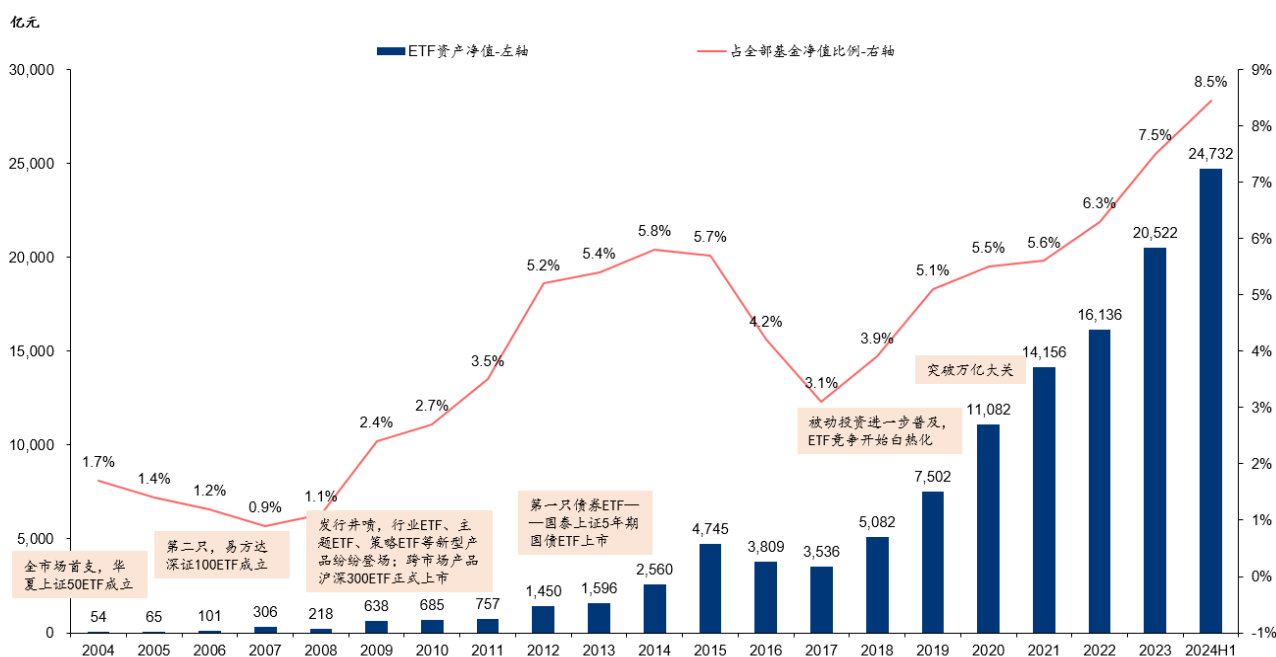
图表46：道富 ETF 资产净值及较年初变动


资料来源：晨星，华泰研究

中国 ETF 市场：重视快速发展的窗口期

重视中国 ETF 快速发展的窗口机遇。中国 ETF 市场发展 20 余载，已从 2004 年全市场规模占比不足 2% 的利基市场，成长为 2024H1 占比超过 8% 的重要细分赛道。回顾发展历程，ETF 市场从股票宽基产品起步，拓展行业/主题/策略产品，探索 10 年后向债券/商品/境外等赛道扩容。**我们认为，当前中国 ETF 市场正在集聚“天时地利人和”的发展动能，正处于快速发展的窗口期。**其一，顶层政策明确鼓励支持，新“国九条”明确提出大幅提升权益类基金占比，建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展；其二，近年来权益市场波动加剧、投资者逐步认同被动投资的长期稳健和费率优势，且利率持续走低，各类固收产品收益率下滑，使得投资者（尤其是机构投资者）对权益产品关注度提升；其三，截至 24H1 末国内 ETF 渗透率达 8.5%，但相较美国 2023 年的 24% 仍有较大差距。政策强调发展养老金融，未来若养老金来源及投向进一步优化，有望推动 ETF 市场蓬勃发展。

图表 47：中国 ETF 市场发展历程



资料来源：Wind，华泰研究

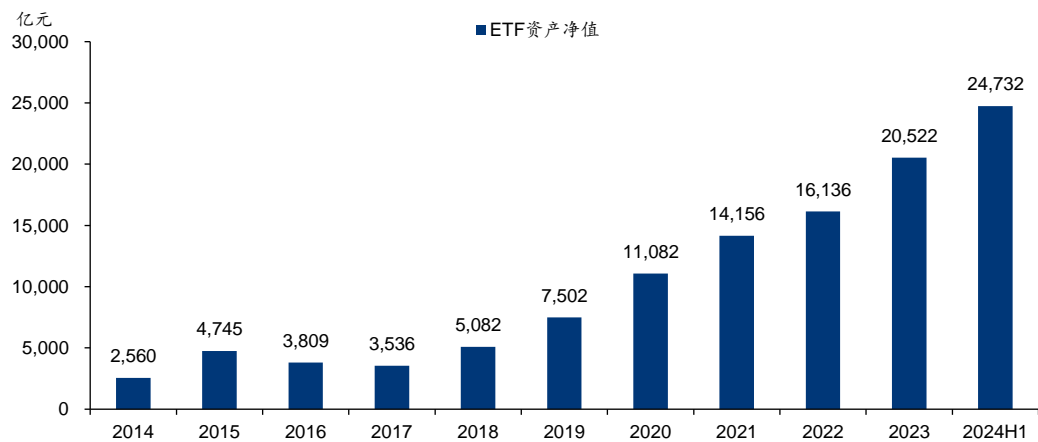
历程回溯：规模持续扩容，迈入发展快轨

起步摸索阶段（2004-2008 年）：品类单一，发展缓慢。2004 年 12 月 30 日，我国首支 ETF 产品华夏上证 50ETF 于上交所成立，跟踪上证 50 指数，并于 2005 年 2 月 23 日在上交所上市交易。易方达、华安、华泰柏瑞紧随其后，各自发行了 ETF 产品。2006 年 3 月，深交所第一只 ETF 易方达深证 100ETF 成立，跟踪深证 100 指数。2006 年 11 月上交所成立国内第一只 Smart beta ETF，跟踪上证红利指数。由于投资者对 ETF 的风险与运作模式了解甚少，加之发展初期相关法律法规不完善，该阶段仅有少量机构入局，产品主要为跟踪波动率相对较低的大盘/超大盘指数的单市场产品。截至 2008 年末，市场流通的 ETF 仅有 5 只，均为宽基股票型 ETF。

创新拓展阶段（2009-2018 年）：种类扩容，小步快跑。2010 年至 2012 年的发行规模基本在 10 亿以下。2012 年 5 月，以华泰柏瑞沪深 300ETF、嘉实沪深 300ETF 为代表的首批跨市场 ETF 突破两个市场间的交易清算联接瓶颈，从此拉开 ETF 蓬勃发展的序幕。2012 年 8 月首批 QDII ETF 成立，主要跟踪恒生指数和恒生国企指数。2012 年 12 月，首只货币 ETF 成立。2013 年 1 月、3 月、4 月及 7 月，首只场内交易型货币基金、首只债券 ETF、首只跨时区的跨境 ETF 以及首批黄金 ETF 相继上市。ETF 产品种类以及投资策略逐步丰富，开始进入常态化发行节奏，迈向多样化的行业生态，市场规模小幅增长。

分级基金的逐步退出对 ETF 发展提供一定利好。2014-2015 年，受益于牛市行情及杠杆交易的属性，分级基金规模迅速扩张，一定程度上挤压了 ETF 的交易体量。据中国基金报，截至 2015 年 6 月底，38 家基金公司旗下 103 只分级 B 场内份额为 1614 亿份。全市场股票型分级基金规模高达 4725 亿元，平均单只分级基金规模达到 40.38 亿元。2015 年下半年 A 股跌幅明显，投资者遭遇大范围亏损。2018 年资管新规正式发布，明确公募产品不得分级，分级基金逐渐退出市场，而风险更低的 ETF 得到更多青睐。截至 2018 年 12 月底，全市场 ETF 净值规模已超 5000 亿元，较 2017 年底增长超 43%。

图表 48：2014-2024H1 中国 ETF 资产净值规模



资料来源：Wind，华泰研究

高速增长阶段（2019 年至今）：增幅明显，竞争白热。2019 年起，A 股市场迎来了为期近 3 年的结构性上涨行情，行业涨幅的首尾分化加剧了投资者对于行业主题 ETF 的追逐。受需求推动，ETF 产品布局逐步拓展至更多细分领域，由宽基向风格、行业、主题等方向纵深发展。头部基金管理人开始重视跨境 ETF (QDII)、以及港股 ETF 布局，ETF 品种从海外宽基扩展至海外细分赛道。中小基金公司纷纷布局 ETF 产品线，ETF 上报和发行节奏加速。2019-2022 年累计发行 584 只 ETF 产品，成为近年公募基金中逆势大幅增长的亮眼赛道。发展至今，ETF 已涵盖宽基指数、行业指数、策略指数以及债券、商品、QDII 等多种资产类别，有效满足投资者的多样化投资需求。

政策引导支持，推动 ETF 行业迈入发展快轨。2022 年 4 月，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，明确提出支持成熟指数型产品做大做强，加快推动 ETF 产品创新发展。次月《指数基金开发指引》修订，符合国家战略和产业政策指数产品可得到发布时间豁免。2023 年 8 月，证监会表示计划放宽指数基金的注册条件，以提高指数基金的开发效率，同时鼓励基金管理人在产品创新方面加大力度。此后 ETF 的监管审批明显加速。10 月，中央汇金公开宣布买入 ETF，增持路径清晰稳定，提振市场信心并将市场焦点拉回宽基指数。2024 年 4 月，新“国九条”提出要建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展。据 Wind 数据，截至 2024H1 末，境内交易所挂牌上市的 ETF 数量达到 973 只，较 2023 年底 (897 只) 增长 8%，年末市值总规模达到 2.47 万亿元，较 2023 年底 (2.05 万亿元) 增长 21%。

产品结构：股票基金为主，赛道逐步丰富

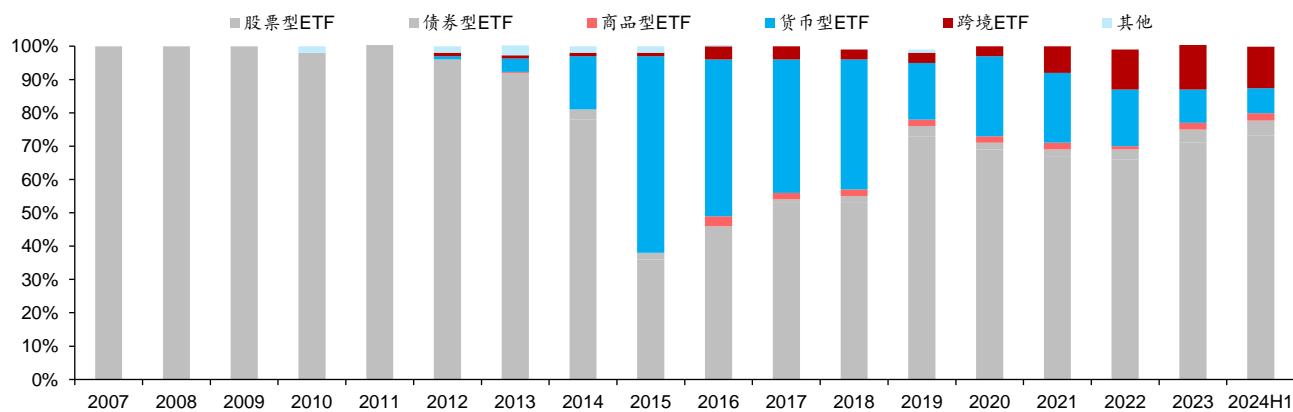
股票型ETF占比长期处于第一，跨境ETF增长潜力显现。2009年以前，ETF市场仅有股票型产品。2010年之后，股票型产品比重变化与股市的行情变换基本一致，2015-2016年处在低位，2017年占比开始回升，2021年后又呈现下行趋势。24H1，资产净值规模超百亿级别的ETF产品共计44只，主要集中于股票型产品，规模占比达71.73%；百亿级股票型ETF多为华夏、华泰柏瑞及易方达基金所管理，CR3达68.16%。跨境ETF自2012年在国内诞生以来，表现较为平稳，2021年后受跨境理财通、ETF互联互通机制的推动，规模出现较为明显的增长。海外高利率环境叠加资本市场出色表现，推动2023年以来跨境ETF交投活跃度的提升。2023年跨境ETF首次超过货币ETF成为第二大规模的ETF品类。伴随新兴市场在全球经济结构中的占比提升，跨境ETF未来有望成为我国ETF产品的重点布局方向。

图表49：各类型ETF历年资产净值规模（亿元）及结构占比（%）

基金类型	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024H1	
	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比		
股票型ETF	306	100%	218	100%	638	100%	672	98%	730	96%	1,391	96%	1,459	91%	2,008	78%	1,720	36%	1,675	44%	1,883	53%	2,719	53%	5,499	73%	7,649	69%	9,547	67%	10,707	66%	14,543	71%	18,122	73%
规模指数ETF	240	78%	194	89%	486	76%	547	80%	585	77%	1,247	86%	1,311	82%	1,830	71%	1,571	33%	1,389	36%	1,601	45%	2,361	46%	3,344	45%	3,737	34%	4,796	34%	5,699	35%	8,424	41%	12,473	50%
行业指数ETF							11	1%	10	1%	29	2%	43	2%	76	2%	70	2%	98	3%	159	3%	432	6%	1,330	12%	1,580	11%	1,614	10%	1,766	9%	1,590	6%		
策略指数ETF	67	22%	23	11%	54	9%	25	4%	27	4%	25	2%	17	1%	17	1%	8	0%	10	0%	18	1%	40	1%	111	1%	153	1%	250	2%	223	1%	435	2%	683	3%
风格指数ETF							11	2%	12	2%	12	1%	9	1%	14	1%	2	0%	2	0%	3	0%	2	0%	8	0%	2	0%	3	0%	34	0%	16	0%	18	0%
主题指数ETF					98	15%	89	0	95	13%	99	7%	93	6%	104	4%	62	1%	204	5%	164	5%	157	3%	1,606	21%	2,427	22%	2,918	21%	3,137	19%	3,902	19%	3,362	14%
债券型ETF													9	1%	69	3%	74	2%	65	2%	37	1%	94	2%	240	3%	186	2%	238	2%	529	3%	802	4%	1,099	4%
商品型ETF													4	0%	2	0%	14	0%	96	3%	70	2%	116	2%	158	2%	238	2%	288	2%	220	1%	306	2%	529	2%
货币型ETF											18	1%	61	4%	413	16%	2,791	59%	1,795	47%	1,404	40%	1,988	39%	1,308	17%	2,603	24%	2,955	21%	2,757	17%	2,070	10%	1,860	8%
跨境ETF											8	1%	9	1%	27	1%	67	1%	138	4%	126	4%	152	3%	215	3%	358	3%	1,104	8%	1,912	12%	2,800	14%	3,077	12%
其他						13	2%	28	4%	32	2%	54	3%	42	2%	80	2%	40	1%	17	0%	14	0%	82	1%	47	0%	23	0%	11	0%	2	0%	42	0%	
全市场ETF	306	100%	218	100%	638	100%	685	100%	757	100%	1,450	100%	1,596	100%	2,560	100%	4,745	100%	3,809	100%	3,536	100%	5,082	100%	7,502	100%	11,082	100%	14,156	100%	16,136	100%	20,522	100%	24,732	100%

资料来源：Wind，华泰研究

图表50：各类型ETF历年资产净值规模结构



资料来源：Wind，华泰研究

图表51：2024H1 资产净值规模百亿以上基金的产品类型和基金公司分布

产品类型	股票型ETF			债券型ETF			跨境ETF			货币型ETF			商品型ETF		
	规模(亿元)	规模占比	数量(只)	规模(亿元)	规模占比	数量(只)	规模(亿元)	规模占比	数量(只)	规模(亿元)	规模占比	数量(只)	规模(亿元)	规模占比	数量(只)
	11,809.75	71.73%	25	704.92	4.28%	4	1,808.39	10.98%	10	1,787.70	10.86%	3	353.33	2.15%	2
前三家	华夏基金	28.05%	6	海富通基金	40.49%	1	华夏基金	35.25%	3	华宝基金	48.41%	1	华安基金	64.88%	1
	易方达基金	20.60%	4	富国基金	26.64%	1	易方达基金	24.62%	2	银华基金	43.85%	1	博时基金	35.12%	1
	华泰柏瑞基金	19.51%	2	博时基金	17.05%	1	博时基金	13.16%	2	建信基金	7.74%	1	-	-	-
	总计	68.16%	12	总计	84.18%	3	总计	73.03%	7	总计	100.00%	3	总计	100.00%	2

资料来源：Wind，华泰研究

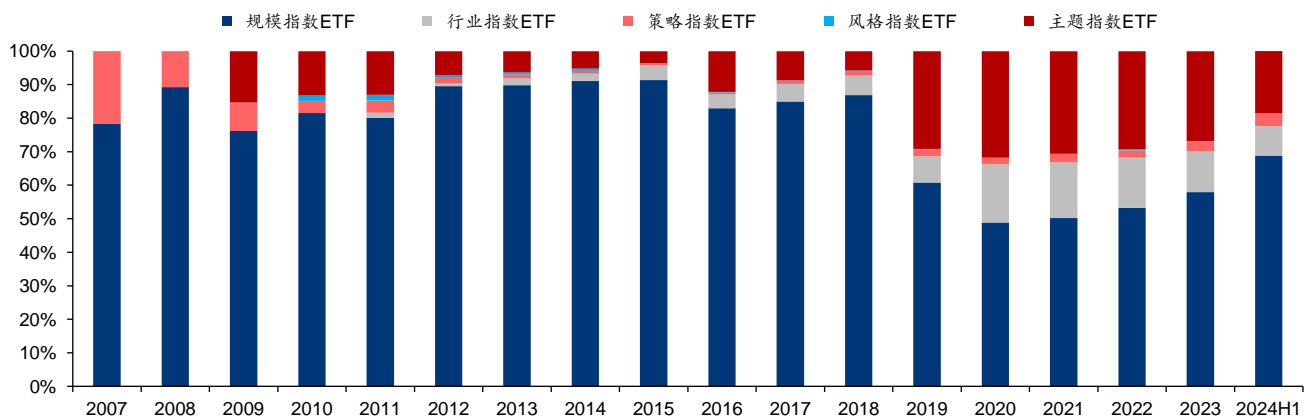
股票型ETF以规模指数为主，近年来品类呈现多元化态势。国内股票型ETF最早便是以规模指数形态出现，2007-2011年策略、主题、风格及行业指数产品相继出现，品类呈现多元化态势。但在2019年之前，规模指数ETF在股票型产品总体规模中的占比始终维持在75%以上。2019-2021年的结构性行情推动主题指数、行业指数占比提升。2022年起，规模指数在逆势布局大盘蓝筹和科技成长板块方面的工具属性凸显，吸引资金配置，占比回升。2024年之后，新“国九条”对于提升上市公司质量和业绩的长期作用将逐步显现，有利于吸引中长期资金入市，具备低费率、高容量特性的规模指数ETF有望得到更多青睐。

图表52：股票型ETF内部各类产品资产净值规模(亿元)及占比

基金类型	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024H1	
	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比	净值	占比		
股票型ETF	306	100%	218	100%	638	100%	672	100%	730	100%	1,391	100%	1,459	100%	2,008	100%	1,720	100%	1,675	100%	1,883	100%	2,719	100%	5,499	100%	7,649	100%	9,547	100%	10,707	100%	14,543	100%	18,122	100%
规模指数ETF	240	78%	194	89%	486	76%	547	82%	585	80%	1,247	90%	1,311	90%	1,830	91%	1,571	91%	1,389	83%	1,601	85%	2,361	87%	3,344	61%	3,737	49%	4,796	50%	5,699	53%	8,424	58%	12,473	69%
行业指数ETF									11	1%	10	1%	29	2%	43	2%	76	4%	70	4%	98	5%	159	6%	432	8%	1,330	17%	1,580	17%	1,614	15%	1,766	12%	1,590	9%
策略指数ETF	67	22%	23	11%	54	8%	25	4%	27	4%	25	2%	17	1%	17	1%	8	0%	10	1%	18	1%	40	1%	111	2%	153	2%	250	3%	223	2%	435	3%	683	4%
风格指数ETF							11	2%	12	2%	12	1%	9	1%	14	1%	2	0%	2	0%	3	0%	2	0%	8	0%	2	0%	3	0%	34	0%	16	0%	18	0%
主题指数ETF					98	15%	89	13%	95	13%	99	7%	93	6%	104	5%	62	4%	204	12%	164	9%	157	6%	1,606	29%	2,427	32%	2,918	31%	3,137	29%	3,902	27%	3,362	19%

资料来源：Wind，华泰研究

图表53：股票型ETF内部各类型产品历年资产净值规模结构



资料来源：Wind，华泰研究

新发情况：股票宽基独秀，发行整体趋缓

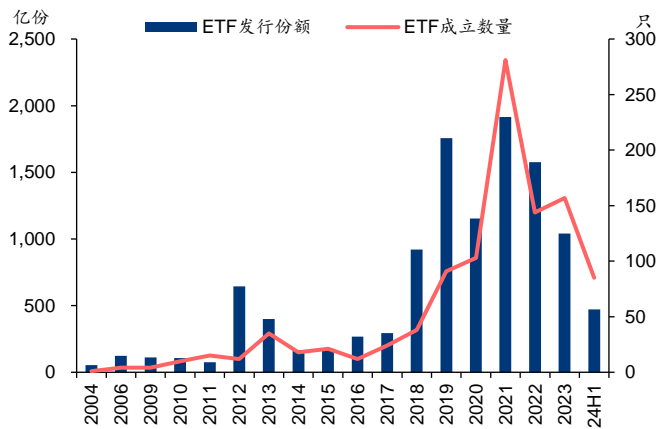
发行结构与整体产品结构基本一致，股票型产品独占鳌头。2004-2011年，ETF发行品种均为股票型，大众认知度仍然较低，发行规模增长受限。2012年，华泰柏瑞沪深300ETF、嘉实沪深300ETF、华夏沪深300ETF等首批跨市场现货ETF上市，承接了沪深300股指期货运行两年间市场积攒的现货需求，当年ETF发行份额达644亿，同比增长742%。2012-2013年债券型、QDII、货币型ETF等陆续发行，ETF市场朝多样化发展。2014年，分级基金的兴起对ETF基金市场产生了虹吸效应，各类型ETF发行份额均出现不同程度的下滑。2018年，A股市场震荡，上证指数全年下跌24.59%，深证成指下跌34.42%，创业板下跌28.65%，主动投资性价比下滑对ETF发展产生利好。2019年，ETF发行竞争更加激烈，各类指数赛道趋于拥挤，全年共计有91只ETF新成立，发行份额达1,757亿份，增幅达91%。2024H1国内ETF市场新设85只产品，股票型产品发行份额占比86%。

图表54：ETF历年发行份额及产品类型占比

时间	2004	2006	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
ETF成立数量(只)	1	4	4	10	15	12	35	18	21	12	24	38	91	103	281	144	157	85
ETF发行份额(亿份)	54	124	111	106	76	644	400	166	177	266	293	920	1,757	1,155	1,914	1,575	1,040	472
发行份额同比增速		128%	-11%	-4%	-28%	742%	-38%	-58%	6%	51%	10%	214%	91%	-34%	66%	-18%	-34%	12%
股票型ETF份额占比	100%	100%	100%	100%	100%	89%	44%	45%	87%	76%	44%	86%	90%	90%	90%	80%	91%	86%
债券型ETF份额占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	24%	40%	0%	0%	1%	14%	9%	5%	0%	15%	2%	10%
货币市场型ETF份额占比	0%	0%	0%	0%	0%	3%	25%	11%	11%	24%	53%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
QDII型ETF份额占比	0%	0%	0%	0%	0%	8%	2%	2%	1%	0%	1%	0%	1%	2%	10%	4%	7%	4%
另类投资型ETF份额占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

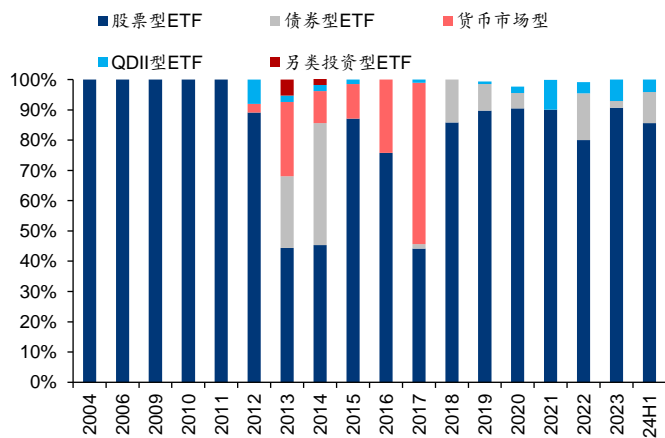
资料来源：Wind，华泰研究

图表55：ETF历年发行份额及成立数量



资料来源：Wind，华泰研究

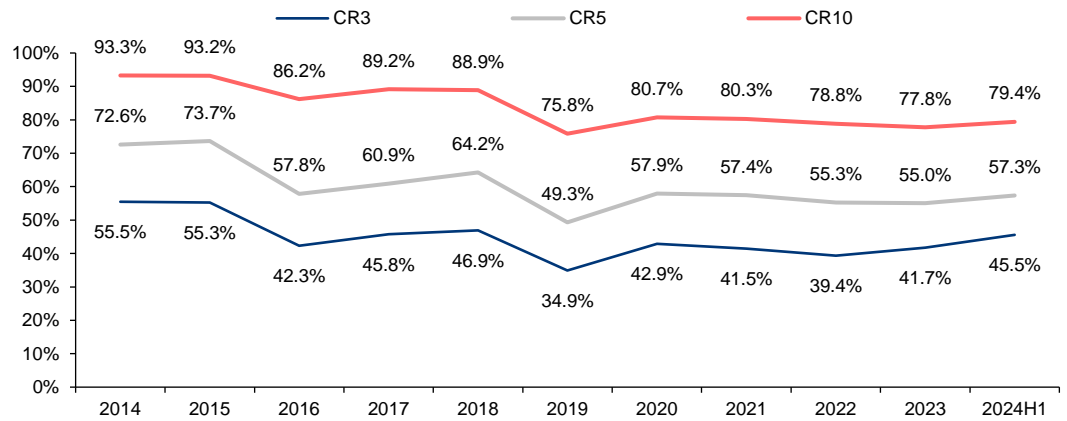
图表56：各类型ETF历年发行份额结构



资料来源：Wind，华泰研究

竞争格局：行业高度集中，龙头表现稳定

集中度较早期小幅下滑，但头部集中效应仍明显。早期集中度高原因主要在于华夏、易方达、南方等老牌基金公司布局较早，具备先发优势。2014年之后，伴随细分产品的不断涌现，市场竞争的有效性加强，集中度有所下滑。但在2019年之后，主题性机会的增加同步加剧同质化竞争，当前集中度水平仍然维持高位。截至2024H1末ETF净值CR3、CR5、CR10分别达45.5%、57.3%、79.4%，较年初分别+3.8pct、+2.3pct、+1.6pct。

图表57：ETF 基金资产净值集中度变化


资料来源：Wind，华泰研究

前十名基金公司相对稳定，内部排名切换。从排名变化来看，2024H1 末 ETF 资产净值前 15 基金公司中，华宝、国泰、银华、广发、博时排名有所下滑，南方、嘉实、海富通排名有所提升。嘉实基金由于股票型 ETF 净值规模增长明显，反超国泰、银华、博时、广发，位居第 6。南方基金则反超银华、国泰、华宝，位列第 4，同样系股票型 ETF 驱动。

图表58：2024H1 末 ETF 资产净值前 15 基金公司排名 (亿元)

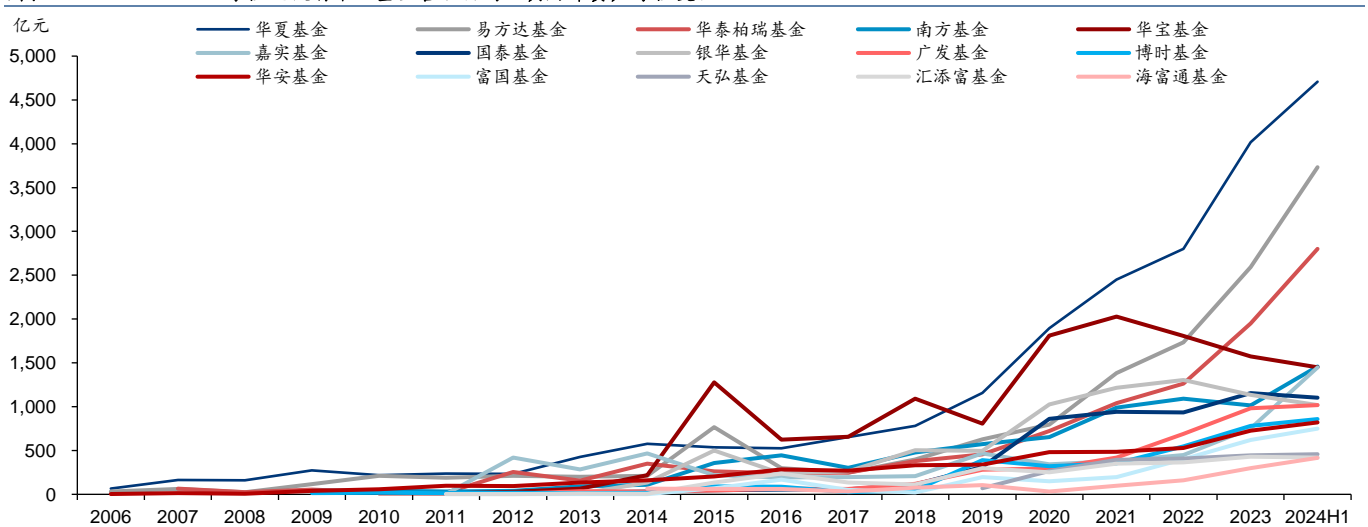
基金公司	2024H1		2024H1		较年初变化 (正数为上升)	2024H1	
	ETF 净值	较年初变化	ETF 净值排名	ETF 净值市占率		较年初变化	
华夏基金管理有限公司	4,708	17.2%	1	19.1%	0	-0.5%	
易方达基金管理有限公司	3,732	44.0%	2	15.1%	0	2.5%	
华泰柏瑞基金管理有限公司	2,801	43.6%	3	11.3%	0	1.8%	
南方基金管理股份有限公司	1,459	43.8%	4	5.9%	3	1.0%	
华宝基金管理有限公司	1,451	-7.8%	5	5.9%	-1	-1.8%	
嘉实基金管理有限公司	1,448	92.7%	6	5.9%	4	2.2%	
国泰基金管理有限公司	1,103	-4.5%	7	4.5%	-2	-1.2%	
银华基金管理股份有限公司	1,019	-10.3%	8	4.1%	-2	-1.4%	
广发基金管理有限公司	1,018	3.7%	9	4.1%	-1	-0.7%	
博时基金管理有限公司	859	10.2%	10	3.5%	-1	-0.3%	
华安基金管理有限公司	821	13.1%	11	3.3%	0	-0.2%	
富国基金管理有限公司	750	20.9%	12	3.0%	0	0.0%	
天弘基金管理有限公司	458	3.2%	13	1.9%	0	-0.3%	
汇添富基金管理股份有限公司	419	-2.4%	14	1.7%	0	-0.4%	
海富通基金管理有限公司	416	38.7%	15	1.7%	2	0.2%	

资料来源：Wind，华泰研究

图表59：2024H1 ETF 净值规模前十五基金管理公司及其历年资产净值变化（亿元）

基金公司	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
华夏基金	66	162	162	272	220	238	235	428	578	537	527	652	782	1,158	1,896	2,450	2,801	4,018	4,708
易方达基金	31	62	24	118	211	189	213	201	212	765	300	248	397	626	796	1,383	1,735	2,592	3,732
华泰柏瑞基金		67	23	54	25	18	253	156	352	263	239	249	378	456	724	1,040	1,265	1,951	2,801
南方基金				41	43	33	39	89	110	359	444	302	480	574	653	988	1,093	1,014	1,459
华宝基金					11	11	29	64	219	1,276	624	657	1,093	805	1,809	2,028	1,809	1,574	1,451
嘉实基金						5	418	286	468	218	194	198	209	467	344	381	450	751	1,448
国泰基金						11	10	21	31	48	53	58	114	315	861	943	936	1,155	1,103
银华基金								5	134	499	235	262	504	495	1,027	1,217	1,305	1,136	1,019
广发基金						8	6	37	31	43	64	60	121	282	297	419	689	982	1,018
博时基金				14	19	15	16	16	18	91	88	24	46	391	319	355	546	779	859
华安基金	4	15	8	41	60	98	96	135	162	204	285	269	332	340	480	484	530	726	821
富国基金						4	4	3	2	69	166	52	22	198	148	196	401	620	750
天弘基金														70	267	393	410	444	458
汇添富基金						4	2	12	6	136	236	136	112	299	251	350	364	430	419
海富通基金									65	63	60	34	78	104	32	97	161	300	416

资料来源：Wind，华泰研究

图表60：2024H1 ETF 净值规模前十五基金管理公司及其历年资产净值变化


资料来源：Wind，华泰研究

作为行业龙头，华夏基金在ETF的设立、发行、销售、运营、交易等环节积淀深厚。华夏基金是国内ETF领域的最早入局者，具备先发优势。2004-2014年长期稳居ETF管理公司榜首。华夏基金的股票型ETF规模连续多年断层领先第二、第三名，自2020年起这一差距扩大至千亿级别，预计未来亦将持续领跑。在跨境ETF方面，华夏基金自2022年起跃居净值规模榜首，而在2015-2016年这一位置曾由易方达基金牢牢把守，可见华夏基金综合性实力愈加强大。

易方达布局全面，ETF产品在跟踪误差、管理费率方面具备优势。截至2023年末，易方达规模指数类ETF规模高达2392.38亿元，其中沪深300ETF、创业板ETF以及中概互联网ETF构成了易方达宽基产品的基本盘，合计规模达1206.06亿元；主题类基金有27只，规模为143.12亿元；易方达的QDIIETF虽仅有6只，但规模高达500.70亿元。得益于自2022年下半年加码的降费策略，2024H1易方达ETF资产净值稳居第二。

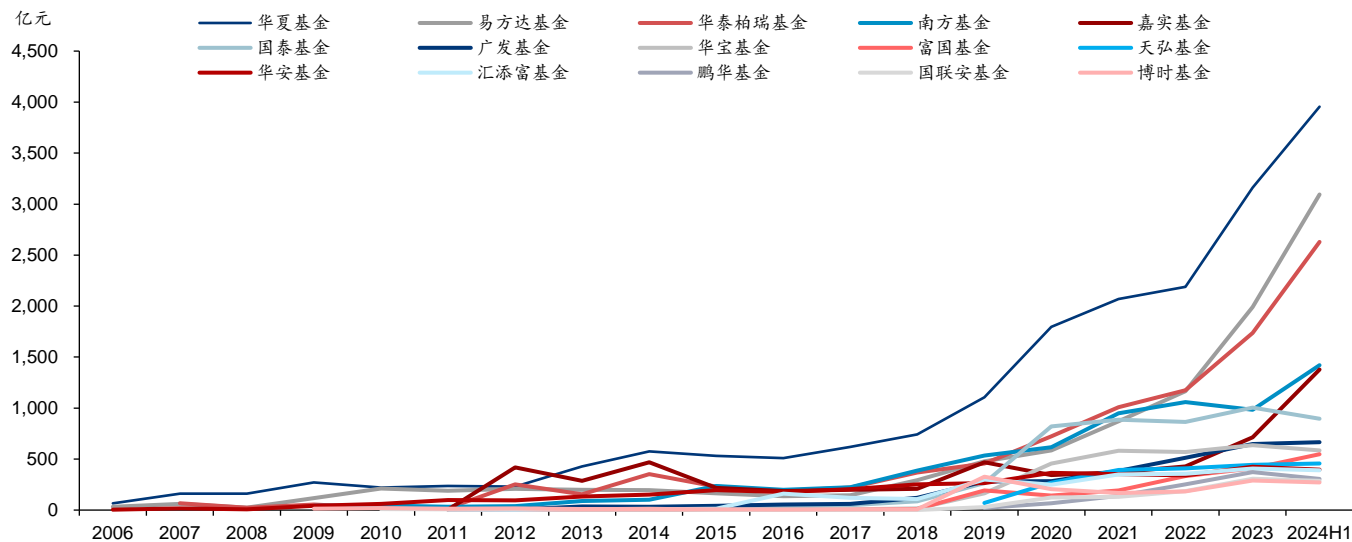
华宝基金主打货币型 ETF，差异化优势边际递减。2015 年华宝基金旗下 ETF 仅有上证 180 价值 ETF（股票型）与现金添益 ETF（货币型），其中添益 ETF 当年获大量资金增持，净值突破千亿，较年初扩大近十倍，从而助推华宝基金 ETF 规模登顶。随后，华宝陆续布局多种宽基、行业、主题类 ETF，2016-2018 年蝉联 ETF 规模第一。然而，受行业和主题 ETF 的拖累、加之宽基布局不足，2024H1 ETF 资产净值排名掉至第五。

图表61：2024H1 股票型 ETF 净值规模前十五基金管理公司及其历年资产净值变化（亿元）

基金公司	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
华夏基金	66	162	162	272	220	238	230	427	577	530	510	620	741	1,106	1,796	2,069	2,188	3,161	3,955
易方达基金	31	62	24	118	211	189	209	198	194	163	135	147	293	477	586	872	1,165	1,990	3,094
华泰柏瑞基金		67	23	54	25	18	253	156	352	230	191	220	368	455	724	1,007	1,176	1,737	2,629
南方基金				41	43	33	39	89	100	236	198	224	386	536	617	948	1,060	984	1,421
嘉实基金						5	418	286	468	218	186	198	209	467	343	373	427	712	1,378
国泰基金						11	10	11	26	36	37	50	86	266	819	886	863	1,005	895
广发基金						8	6	37	31	43	55	60	120	281	284	384	512	646	666
华宝基金					11	11	11	9	14	2	5	7	18	164	456	581	569	636	585
富国基金						4	4	3	2	2	1	1	9	194	144	194	335	410	548
天弘基金														70	267	393	409	443	457
华安基金	4	15	8	41	60	98	96	132	152	194	175	205	253	264	365	353	340	425	396
汇添富基金						4	2	12	6	15	162	119	106	298	250	350	357	408	390
鹏华基金														21	67	140	253	372	304
国联安基金					9	9	11	3	3	2	1	1	1	29	123	131	188	307	288
博时基金				14	19	15	16	10	11	6	5	6	9	327	206	167	183	291	270

资料来源：Wind，华泰研究

图表62：2024H1 股票型 ETF 净值规模前十五基金管理公司及其历年资产净值变化



资料来源：Wind，华泰研究

产品创新：多元探索突破，QDII 发展火热

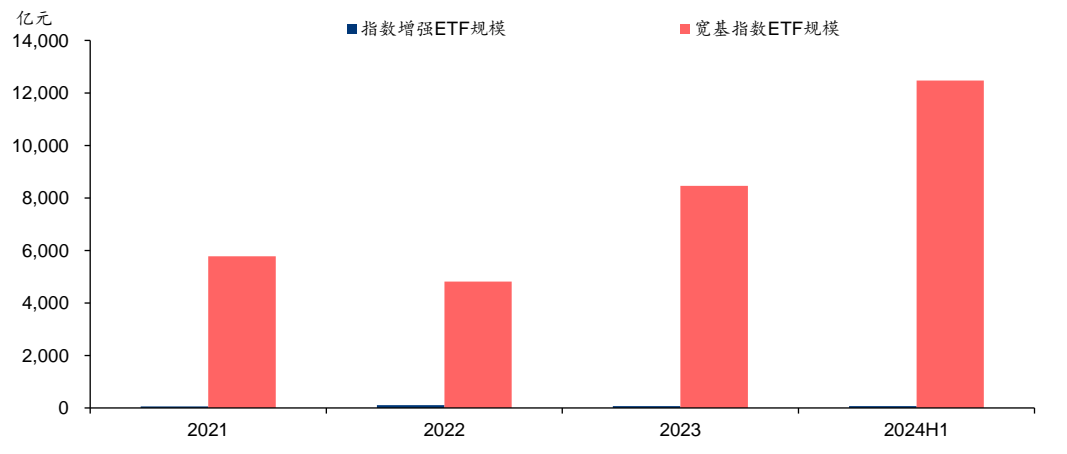
国内 Smart Beta ETF 起步虽晚，但近年规模增速较大。Smart Beta ETF 是通过一定的规则 and 标准对成份股进行筛选或对成份股的权重进行优化从而构建的指数 ETF 产品。与传统指数通过市值进行加权不同，Smart Beta 指数可以通过某些因子或者某些策略（比如成长、价值、动量、波动率等）对指数的成份股或权重进行优化，以获得特定因子带来的收益。Smart Beta 结合了被动策略和主动策略的优点，能在提高透明度和降低成本的同时获得潜在超额收益。截至 2023 年末，SmartBeta ETF 的底层资产主要为权益类产品。Smart Beta 类 ETF 虽然目前规模仍较小，但在 2023 年发展迅速，规模增速高达 70%。

图表63: SmartBeta ETF 产品类型

分类	组合构造方式
价值	使用市盈率、市净率和市销率等价值性指标选择证券
成长	使用营收增速、净利润增速等成长性指标选择证券
红利	使用股息率、现金分红比例等指标选择证券，常用股息率加权
动量	使用证券近期表现和上升趋势选择证券，可能会根据动量强度加权。
质量	使用 ROE、债务股本比、和盈利稳定性等指标选择证券，可能会根据质量得分加权。
低波	选择波动率或风险较低的证券，可能会根据波动性得分加权。
等权	对组合内每种证券赋予等权，这种方式可能会增加小盘股投资，并可能降低集中风险。
基本面	使用收入、现金流和收益等一系列基本面因素选择证券，可能会根据基本面得分加权。
多因子	使用上述两个或两个以上因素构造投资组合和加权。

资料来源: ETF.com, 华泰研究

指数增强产品为投资者提供超额收益可能，产品规模仍有较大增长空间。指数增强 ETF 将指数增强基金的特点与 ETF 交易模式相结合，在跟踪指数标的基础上通过增强策略强化管理资产组合与风险以获取超额收益，是相对于 SmartBeta 而言更具创新性的策略产品。2024H1 全市场新发行 7 只指数增强 ETF，发行规模 17.5 亿元。但截至 2024H1 末，指数增强 ETF 产品资产净值合计仅 73.8 亿元，远低于宽基指数 ETF 的 1.25 万亿元，未来仍有较大增长空间。

图表64: 指数增强 ETF 与宽基指数 ETF 资产规模对比

资料来源: Wind, 华泰研究

公募基金不断探索 ETF 互挂赋能跨境投资的可能性。ETF 互挂牌两地交易所的基金管理公司达成协议，各发行一只 ETF 产品，并在二级市场投资对方的 ETF 产品，具备高效性与便捷性：1) 对于投资者而言，只需考虑一个标的，降低跨市场交易的复杂性和成本，交易效率更高；2) 基金管理人可以更方便地使用 QDII 额度进行市场交易，避免了交易日数量和时区差异带来的不便。近年来，多对互挂 ETF 产品上市，投资范围涉及日本、中国香港、新加坡等。2024 年 6 月，华泰柏瑞南方东英沙特阿拉伯 ETF(QDII)、南方基金南方东英沙特阿拉伯 ETF(QDII)获批，跨境 ETF 投资范围进一步扩大至沙特市场。

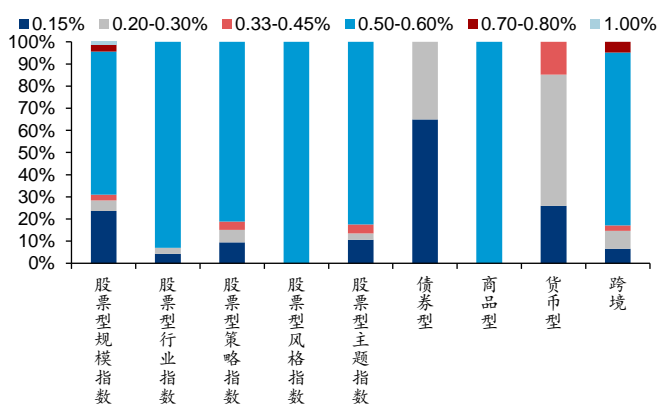
图表65：国内ETF互挂发展历程

时间	重大事件	标志产品
2019年	首批中日ETF互通产品正式上市,是对ETF互挂形式的有益探索	中方产品:易方达日兴资管日经225ETF、华夏野村日经225ETF、南方顶峰TOPIX ETF、华安三菱日联日经225ETF; 日方产品: NEXT FUNDS ChinaAMC SSE50 Index ETF、Listed Index Fund China A Share (Panda) E Fund CSI300、MAXIS HuaAn China Equity (SSE 180 index) ETF、One ETF Southern China A-Share CSI 500
2020年10月	首批深港互挂ETF上市	南方东英银华中证5G通信主题ETF、恒生嘉实沪深300指数ETF在港交所挂牌上市;嘉实恒生中国企业ETF、银华工银南方东英标普中国新经济行业ETF在深交所挂牌上市。
2021年6月	首对沪港互挂ETF上市	华泰柏瑞南方东英恒生科技ETF、南方东英华泰柏瑞中证光伏产业ETF分别在上交所和港交所上市
2022年12月	首对深新互挂ETF上市	南方基金南方东英银华联昌富时亚太低碳精选ETF、南方东英南方中证科创创业50指数ETF分别在沪、新交易所上市
2023年12月	首对沪新互挂ETF上市	华泰柏瑞南方东英新交所泛东南亚科技ETF与南方东英华泰柏瑞上证红利ETF分别在上交所和新交所上市

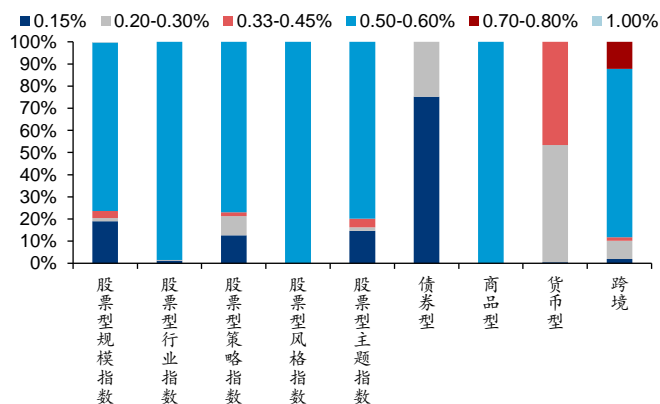
资料来源:中国基金报,华泰研究

管理费率：内部竞争分化，降费竞争持续

不同类型ETF的管理费率有所差异，股票型及跨境ETF管理费率较固收类更高。由于投资标的的资产类型、运作模式或投资策略不同，各类型ETF间的管理费率存在一定差异。根据Wind数据，截至24H1末，国内多数债券型和货币型ETF管理费率约0.15%-0.30%，股票型、商品型和跨境ETF管理费率则多处于0.50%-0.60%区间。其中，股票型主题指数、股票型规模指数和跨境ETF由于基金公司多有布局，数量较多、竞争激烈，部分产品的管理费率已处于较低水平。

图表66：24H1末国内各类型ETF管理费率（数量结构）


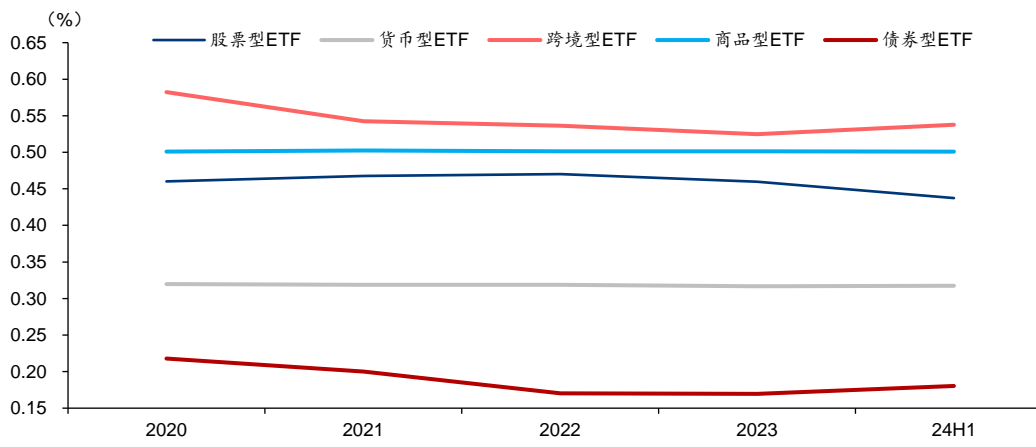
资料来源:Wind,华泰研究

图表67：24H1末国内各类型ETF管理费率（规模结构）


资料来源:Wind,华泰研究

行业竞争激烈驱动降费趋势，股票型ETF尤为明显。由于ETF的相似性，投资者对于管理费率更为敏感。在当前国内ETF竞争白热化、公募基金费率改革深化的背景下，部分基金公司抢先推行低费率策略，扩大市场份额，提升基金规模。2020-2024H1，国内ETF管理费率整体呈现下行趋势，但内部各类型ETF存在一定分化。具体来看，股票型ETF由于行业竞争激烈，管理费率压降明显。跨境型ETF由于投资区域和策略的不同，对海外资产的投资认知要求较高，且需占用QDII额度，竞争较宽基类产品更缓和，管理费率保持相对较高水平。商品型ETF整体规模较小，降费动力不足，管理费率多年维持0.50%左右。货币型和债券型ETF管理费率始终处于较低水平。

图表68：2020-24H1 国内ETF 加权管理费率（测算）



注：按基金资产净值加权
资料来源：Wind，华泰研究估算

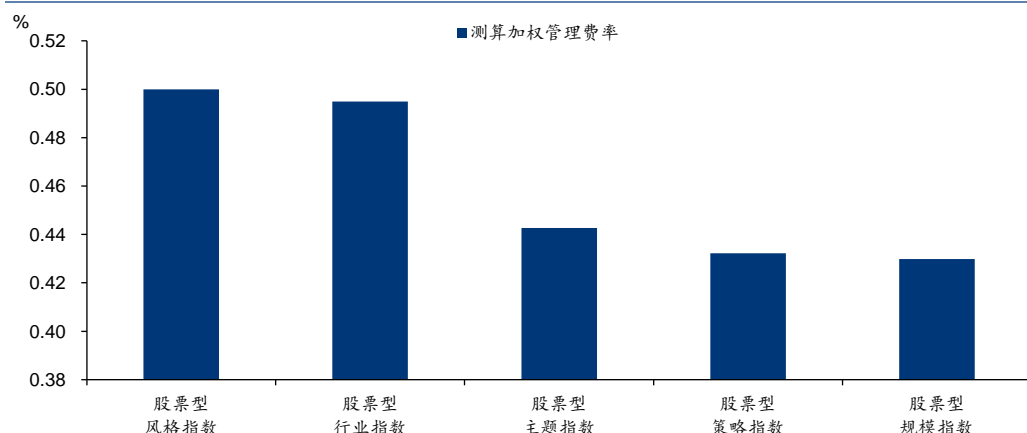
多只股票型ETF 管理费率调至行业最低档，风格指数和行业指数ETF 仍有降费空间。与其他类型ETF 相比，股票型ETF 内部可替代性较强，其中规模指数ETF 除流动性和追踪误差外，产品之间高度相似。2024 年以来，低费率竞争在规模指数ETF 中打响并向个别行业指数ETF 推进，包括景顺长城创业板50ETF、南方沪深300ETF、券商ETF 等纷纷下调管理费率，降至行业最低档0.15%。而风格指数和行业指数ETF 由于内部竞争压力相对较小，管理费率仍处于较高水平。但参考行业发展经验，费率下调将成为大势所趋，预计未来风格和行业ETF 将具备较大的降费空间。

图表69：2024 年以来部分降低管理费率的ETF 梳理

基金简称	管理人	2023 年末管理费率 (%)	降低后管理费率 (%)
景顺长城创业板50ETF	景顺长城基金管理有限公司	0.5	0.15
南方沪深300ETF	南方基金管理股份有限公司	0.5	0.15
国泰上证综合ETF	国泰基金管理有限公司	0.5	0.15
广发中证1000ETF	广发基金管理有限公司	0.5	0.15
工银沪深300ETF	工银瑞信基金管理有限公司	0.45	0.15
泰康500	泰康基金管理有限公司	0.4	0.15
券商ETF	银华基金管理股份有限公司	0.5	0.15

资料来源：Wind，华泰研究

图表70：24H1 末国内股票型ETF 加权管理费率（测算）



资料来源：Wind，华泰研究估算

发展启示：形成突破创新的发展合力

近年来我国权益市场环境变化较大，主动权益基金的超额收益能力相较过去已经明显下滑，而 ETF 产品风险相对分散的优势进一步凸显；同时 10 年期国债收益率一度下探至 2.2%，低利率环境下 ETF 产品迎来发展窗口期。但中国 ETF 市场相较美国起步较晚，发展经验储备相对不足。因此，在顺应中国 ETF 市场现状的同时，借鉴海外 ETF 市场发展经验，能够更好地实现突破创新。不难发现：建立健全完善的资本市场是高质量发展的重要保证，保障资金端的持久活力是 ETF 市场良性运转不可缺失的一环，投资者的多元化投资风格对 ETF 产品的持续创新提出了高要求，找准自身的赛道定位也是各类公司在 ETF 市场竞争中长久立足的核心要义。

立足底层资产，完善资本市场

参考国际经验，建立健全完善的资本市场是高质量发展的重要保证。全球 ETF 市场的大发展离不开发达资本市场的支持，以美国为例，其在市场化竞争中构建了场外和场内多层次的资本市场，为 ETF 的长期繁荣提供了良好的生态环境。具体而言，由纽约证券交易所、纳斯达克全球精选和纳斯达克全球市场组成的主板市场，由美国证券交易所和纳斯达克资本市场构成的二板市场，和由 OTCBB 和 OTC Markets 构成的场外交易市场一起，各有分工、相互贯通，为 ETF 的交易提供了丰富快捷的平台。与此同时，美国政府持续完善金融监管体系，为资本市场高效发展保驾护航。

我国资本市场改革持续深化，新“国九条”明确未来改革蓝图，ETF 市场迎来进一步发展。近年来，我国资本市场改革持续深化。融资端，多层次资本市场基本建立，注册制改革稳步落地，成为链接优质企业资产和多类型投资资金的重要纽带，为 ETF 产品持续提供优质底层资产。投资端，沪深港通、QFII 等机制持续优化，社保基金、保险资金可投资范围持续扩容，为我国资本市场引入多样化机构投资者力量，ETF 产品凭借成本低廉、灵活性高、风险分散等优势成为机构投资者配置的重要资产。交易端，沪深交易所研究 ETF 引入盘后固定价格交易机制，未来若相关机制落地，有望进一步满足投资者以收盘价交易 ETF 的需求。4 月新“国九条”再次明确未来资本市场改革蓝图，并提出建立 ETF 快速审批通道，推动指数化投资发展，未来伴随资本市场的建立健全完善，ETF 市场有望迎来进一步发展。

做大长期资金，保障市场活力

保障资金端的持久活力是 ETF 市场良性运转不可缺失的一环。美国 ETF 市场的大发展离不开养老金资金的支持，其养老金制度经过 100 多年的发展，建立了良好的政府社会保障、雇主计划和个人储蓄与投资相结合的体系，优秀的激励机制如税收优惠等驱动上游居民资产持续向养老金转移并流向下游的高风险收益产品，而 ETF 产品由于成本低廉更是受到养老资金的青睐。2022 年 11 月，我国个人养老金制度正式落地，于 36 个城市和地区先行实施。截至 2023 年底，已有超 5000 万人开立个人养老金账户，个人养老金产品增加至 753 只，其中包括 162 只基金类产品。个人养老金制度的大规模推广实施，能够有效帮助个体丰富养老储备，也能为资本市场提供稳定的现金流入。而资金端的长期充足供应是 ETF 保持发展活力的重要一环，促进居民储蓄向资本市场长期资金的转化，保障长期资金入市，将是 ETF 市场繁荣发展的重要推动力。

加强产品创新，满足多元需求

强化 ETF 产品创新，丰富产品矩阵满足差异化投资需求。当前我国 ETF 市场以规模指数产品为主，24H1 末资产净值占比已达到全部 ETF 产品的 50%，推动股票型 ETF 产品资产净值占比达到 73%，而债券型、商品型、跨境型 ETF 的资产净值占比仅 4%、2%、12%。严重不均衡的产品结构必然会带来规模指数领域的同质化竞争，尤其缺乏先发优势的中小基金公司，可能面临产品清盘风险。与此同时，部分投资者对于主题指数、行业指数、商品 ETF 的投资需求未被满足。因此，ETF 市场要持续保持较快的增长，必须加强产品创新，完善产品矩阵，满足投资者差异化的投资需求。例如，挖掘主题机会，创设更多符合金融“五篇大文章”的主题 ETF 产品，如绿色主题 ETF、科创主题 ETF 等；探索创设更多商品型 ETF，为投资者提供更多大类资产投资选择；推动跨境 ETF 投资范围持续拓宽、投资深度持续加强，带领投资者分享新兴市场发展红利。优秀的产品创新将有望进一步激活 ETF 市场活力，吸引更多不同风险偏好的投资者参与其中。

顺应竞争格局，实现赛道突破

基金公司可以基于自身资源禀赋，在特定赛道做大做强，助力 ETF 市场实现突破。当前美国 ETF 市场竞争格局已经较为稳定，贝莱德、先锋基金、道富环球稳居前三，其中贝莱德、先锋基金后来居上，特色更为鲜明。贝莱德更多依赖外延并购扩张，通过对 iShares 的收购，一举成为 ETF 市场龙头，先锋基金则以绝对的费率优势著称，通过价格战持续抢占 ETF 市场。当前我国 ETF 市场正处在快速发展的窗口期，其简单的管理方式决定了大部分 ETF 产品具有同质化竞争的特点，基金公司更需要找准自身的优势，实现特色产品布局，才能长久地立足于 ETF 市场。具体来说，不同公司可在宽基、行业主题及 SmartBeta 领域各有侧重。头部公司做大做强宽基产品，在各类产品线上全面布局；中小公司可暂避宽基领域锋芒，在特色产品上做好做精。即在红海领域寻找细分空白领域机会，在蓝海领域抢占先机做大做强，找准自身的赛道突破点，从而在当前的 ETF 市场竞争格局下取得优势。

图表71：报告提及公司一览表

公司	代码	公司	代码	公司	代码
贝莱德	BLK US	华夏基金	未上市	华安基金	未上市
先锋基金	未上市	广发基金	未上市	海富通基金	未上市
道富环球	未上市	嘉实基金	未上市	天弘基金	未上市
易方达基金	未上市	富国基金	未上市	汇添富基金	未上市
华宝基金	未上市	博时基金	未上市	鹏华基金	未上市
国泰基金	未上市	招商基金	未上市	景顺长城基金	未上市
银华基金	未上市	南方基金	未上市		

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

- 1) 政策支持不及预期。公募基金行业各项业务开展受行业政策影响较大，政策支持不及预期可能影响行业发展及竞争格局变化。
- 2) 产品业绩表现不及预期。公募基金行业规模及盈利能力与产品业绩表现高度相关，表现不及预期可能影响行业规模增长和盈利能力。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜，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。

一般声明及披露

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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，华泰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。华泰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。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、汪煜本人及相关人士并不担任本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报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 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/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司