

ETF下半场，增长方式的重塑与切换

——产品市场研究系列报告（七）

李杨(分析师)

S0350522070001

liy19@ghzq.com.cn

何欣洋(联系人)

S0350122030012

hexy@ghzq.com.cn

- ◆ **美国ETF市场发展脉络及机构特点：**我们从美国ETF市场发展脉络出发梳理各阶段机构发展的特点。美国ETF市场起源于1993年，经历30年的发展，大致经历了初创、成长、扩张和分化四个阶段，ETF规模占非货币基金的比重从不及1%一路攀升至接近30%，是美国基金市场最重要的投资工具之一。截至目前，美国ETF市场仍保持稳定的规模增速，复合年化增速在15%以上，依然处于增量扩张阶段。从产品格局演变看，美国ETF市场经历了从股票宽基走向多元的过程，发展初期以基础宽基和行业主题型产品为主，随着市场发展成熟，资产类型和策略类型不断丰富，债券、商品、另类均不断扩容，Smart Beta成为最核心的品种之一，各类创新品种也层出不穷。机构特点上，发展初期机构先发优势明显，到后期全面布局并快速跟随市场趋势，建立了完善的产品矩阵。而发展中后期进入的机构普遍避开集中度和拥挤度较高的传统赛道，在宽基赛道寻找细分空白领域，或在Smart Beta、主动、另类、商品等领域打造差异化优势。
- ◆ **我国ETF市场发展复盘及增长潜力分析：**以美国ETF市场变迁为参考，同样可以将我国的ETF市场发展大致分为三个阶段。我国已经经历初创期和成长期，目前已进入ETF市场的扩张期，年化复合增速高于成长期增速。截至2023年10月底，全市场ETF数量共计864只，规模达到1.98万亿元，其中非货币型规模达到1.74万亿元，股票型仍占主导，赛道化行情终结后，宽基份额已重新超越行业主题，Smart Beta仍待提升。机构格局上，当前ETF市场共有52家机构参与，规模500亿元以上的机构有11家，50亿元以下的机构有30家，不同规模机构在宽基、行业主题及Smart Beta领域各有侧重。站在当前时点，我们认为未来中国ETF发展虽与美国路径不同，但驱动因素类似，且从市场规模、渗透率和产品结构看，ETF未来ETF扩容的空间仍然很大。我们预计ETF市场规模在2035年或达到10.5万亿元，占全市场非货币基金比重26.47%。
- ◆ **美国ETF业务模式梳理及借鉴意义：**美国ETF业务生态多元，包括大而全和小而精两种，共同特点是在某领域形成规模优势后向其他领域拓展。从路径看，美国ETF业务的发展模式可归纳为先发全能型、弯道超车型、投顾驱动型和另辟蹊径型四类。先发全能型在ETF发展早期入局，通过跑马圈地建立了规模效应和品牌优势，并不断完善布局。弯道超车型以外延并购为主要手段，通过收购业内ETF规模领先的机构取得领导地位。投顾驱动型以服务投顾客户的配置需求为目标，通过低费率手段持续吸引长期资金。另辟蹊径型避开巨头集中布局的赛道，通过在细分领域进行产品创新打造口碑，实现破局。从国内机构的可复制程度而言，另辟蹊径型>投顾驱动型>先发全能型>弯道超车型，但不同发展模式适用不同类型的机构，需结合自身资源禀赋和业务定位选择合适的路径。
- ◆ **我国ETF市场发展趋势、未来模式选择与布局思路：**ETF发展和布局应遵从战略清晰、主次分明、逆势发行的基本原则。大型机构布局相对完善，已经在各领域具备规模优势，打造产品超市是未来主流的发展方向。对于中小机构而言，需找准自身ETF业务定位，并明确分阶段的目标，全能型机构应从巩固自身优势出发，精品型机构则需守正出奇，找到破局关键并建立起品牌认知度。对于尚未入局的机构来说，参考精品型机构的策略，打造细分领域的规模优势或是制胜关键。布局思路，未来ETF产品布局基本可以概括为：在红海领域寻找细分空白领域机会，以及在蓝海领域抢占先机做大做强。目前境内宽基、行业主题型产品已落入红海区域，Smart Beta（境内外）、商品和债券ETF仍处在蓝海范围。
- ◆ **风险提示：**本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期；报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差；中国与国际市场并不具有完全可比性，报告中相关数据仅供参考。



01.

美国ETF市场发展脉络及机构特点

02.

我国ETF市场发展复盘及增长潜力分析

03.

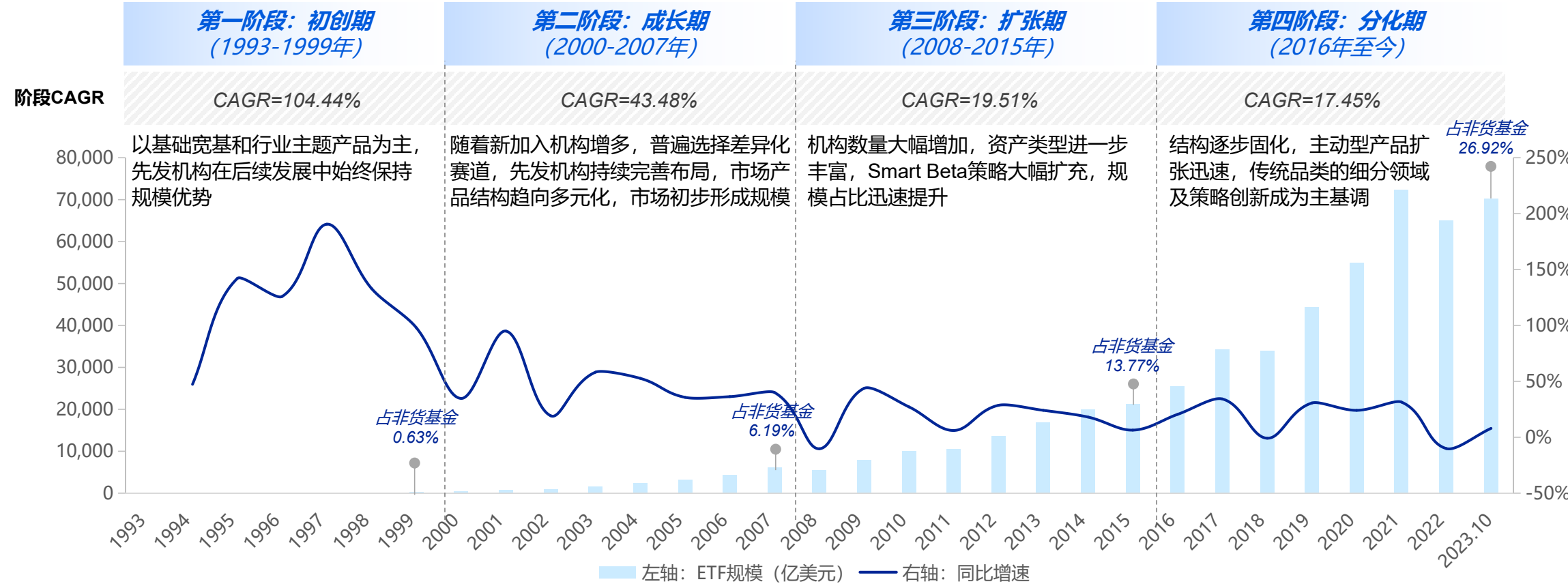
美国ETF业务模式梳理及借鉴意义

04.

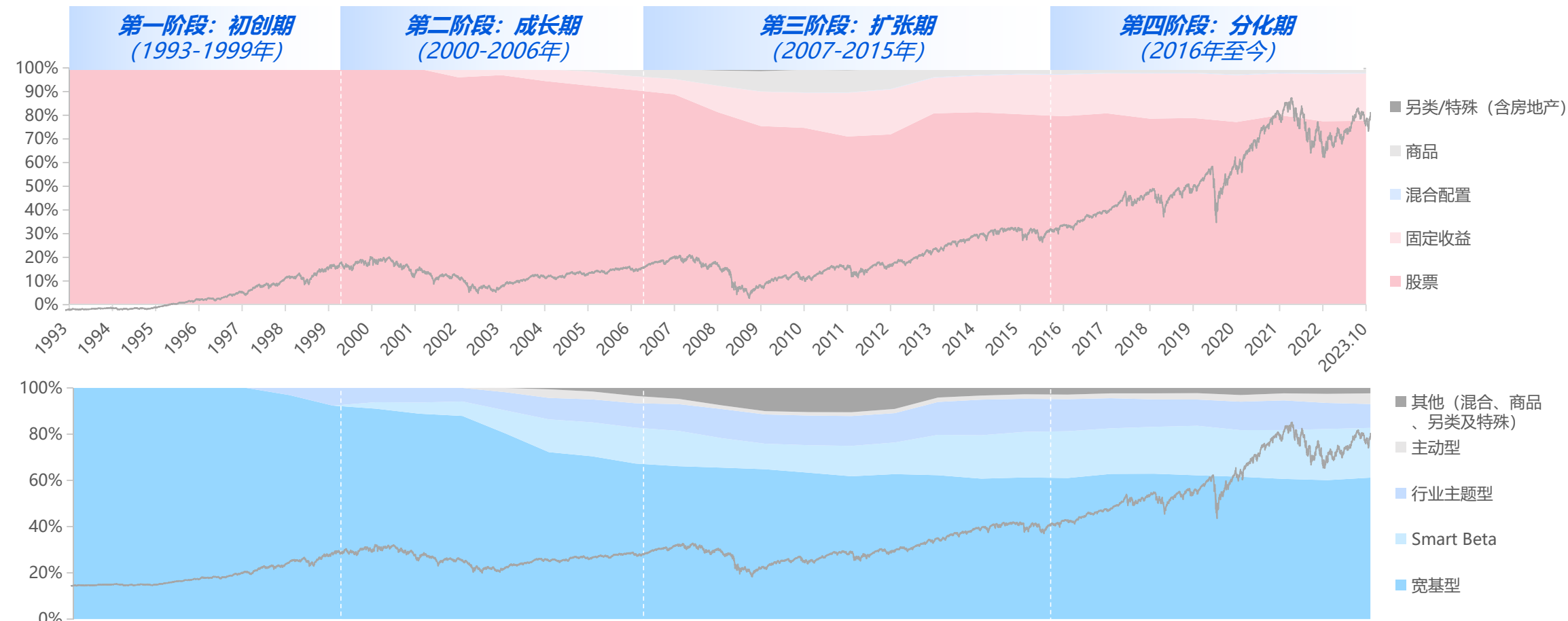
我国ETF市场发展趋势、未来模式选择与布局思路

美国ETF市场历经30年发展，成为基金市场最重要的投资工具之一

- 美国ETF市场起源于1993年，经历30年的发展，大致经历了初创、成长、扩张和分化四个阶段，ETF规模占非货币基金的比重从不及1%一路攀升至接近30%，是美国基金市场最重要的投资工具之一。截至目前，美国ETF市场仍保持稳定的规模增速，复合年化增速在15%以上，依然处于增量扩张阶段。



从产品规模格局演变看，美国ETF市场经历了从股票宽基走向多元的过程



注：折线图为标普500指数走势，占比为规模占比

固收和商品ETF逆周期扩张，其他产品规模扩张节奏基本跟随资本市场，敏感度有所差异

- 我们计算了各类资产类别和策略赛道ETF的规模增速与当年标普500涨跌幅的相关性，发现股票和混合配置型产品与股市涨跌幅正相关，固定收益和商品类与股市走势负相关。从策略层面上看，宽基产品对股市涨跌敏感度低于Smart Beta和行业主题，即在熊市阶段宽基产品规模受到的负面冲击更小。

美国ETF规模扩张与股市涨跌相关性（按资产类型）

年份	股票	固定收益	混合配置	商品	另类/特殊 (含房地产)	标普500涨跌幅
2003	59.72%	21.15%				26.38%
2004	48.78%	148.01%	123.40%			8.99%
2005	32.97%	61.97%	51.33%	252.68%		3.00%
2006	33.66%	33.74%	174.11%	184.11%	1459.76%	13.62%
2007	37.08%	55.56%	24.70%	87.20%	138.58%	3.53%
2008	-17.85%	55.29%	-10.17%	39.18%	77.52%	-38.49%
2009	33.37%	87.71%	118.20%	92.65%	83.35%	23.45%
2010	25.93%	30.00%	77.93%	41.79%	27.25%	12.78%
2011	0.90%	31.63%	30.09%	3.95%	35.75%	0.00%
2012	30.16%	32.51%	63.22%	14.84%	30.59%	13.41%
2013	39.41%	-1.77%	65.71%	-48.27%	2.70%	29.60%
2014	18.76%	21.14%	39.09%	-10.91%	5.86%	11.39%
2015	5.28%	15.94%	8.05%	-16.18%	11.06%	-0.73%
2016	19.24%	25.52%	13.72%	33.25%	-3.08%	9.54%
2017	36.30%	29.03%	23.47%	10.63%	11.37%	19.42%
2018	-3.62%	12.51%	14.19%	-3.25%	2.72%	-6.24%
2019	31.12%	29.26%	20.38%	30.86%	-2.09%	28.88%
2020	21.40%	29.91%	31.47%	77.24%	23.61%	16.26%
2021	36.40%	17.03%	58.05%	-6.12%	11.69%	26.89%
2022	-12.98%	2.05%	-12.61%	-2.99%	37.81%	-19.44%
BETA	0.95	-0.15	1.26	-0.14	0.42	

美国ETF规模扩张与股市涨跌相关性（按策略类型）

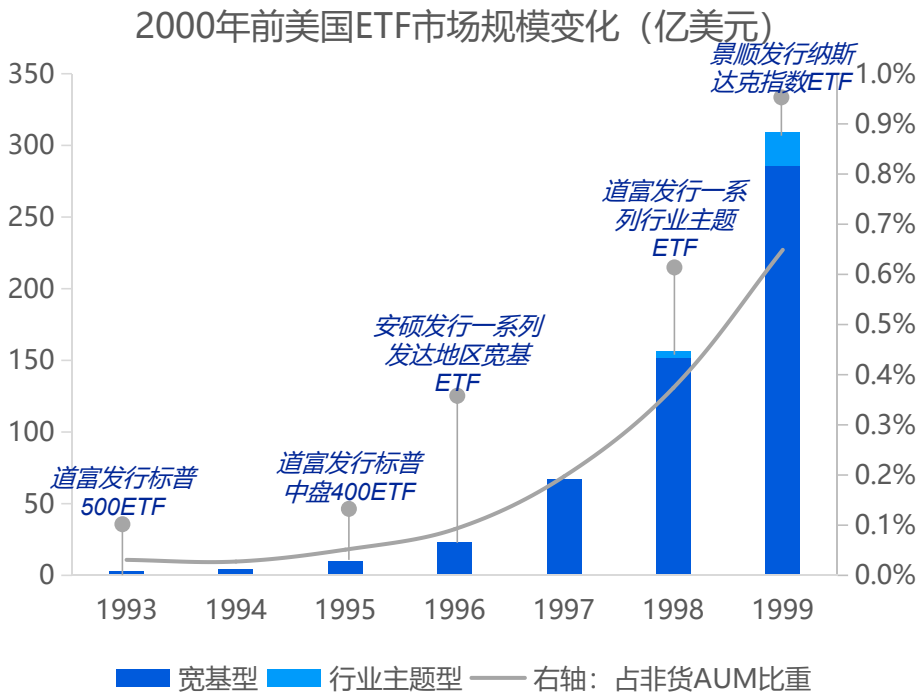
年份	宽基型	Smart Beta	行业主题型	主动型	其他（混合、商品、 另类及特殊）	标普500涨跌幅
2003	44.52%	152.02%	113.28%			26.38%
2004	37.35%	117.15%	79.57%	209.23%	5293.16%	8.99%
2005	32.33%	40.64%	45.05%	24.42%	250.72%	3.00%
2006	30.26%	43.96%	45.26%	26.01%	207.15%	13.62%
2007	37.61%	38.07%	53.12%	1.01%	90.95%	3.53%
2008	-11.10%	-25.24%	-2.18%	-37.22%	43.10%	-38.49%
2009	42.30%	24.57%	44.40%	29.07%	91.49%	23.45%
2010	24.26%	37.04%	28.86%	31.10%	32.59%	12.78%
2011	3.46%	17.11%	6.88%	17.74%	6.61%	0.00%
2012	30.52%	33.94%	26.26%	43.51%	11.07%	13.41%
2013	23.15%	58.38%	39.09%	29.70%	43.17%	29.60%
2014	15.24%	26.95%	27.82%	9.86%	-6.48%	11.39%
2015	7.29%	11.82%	-1.13%	15.69%	10.96%	-0.73%
2016	20.02%	23.57%	16.65%	24.02%	25.86%	9.54%
2017	38.15%	30.79%	26.18%	42.09%	9.13%	19.42%
2018	-0.72%	1.99%	-9.65%	23.60%	-1.00%	-6.24%
2019	29.20%	38.10%	24.99%	37.34%	26.42%	28.88%
2020	22.81%	16.77%	34.51%	29.76%	68.27%	16.26%
2021	29.49%	37.78%	36.83%	39.46%	0.20%	26.89%
2022	-10.86%	-5.89%	-20.89%	15.81%	-1.71%	-19.44%
BETA	0.76	1.27	1.01	0.88	0.70	

初创期（1993-1999年）

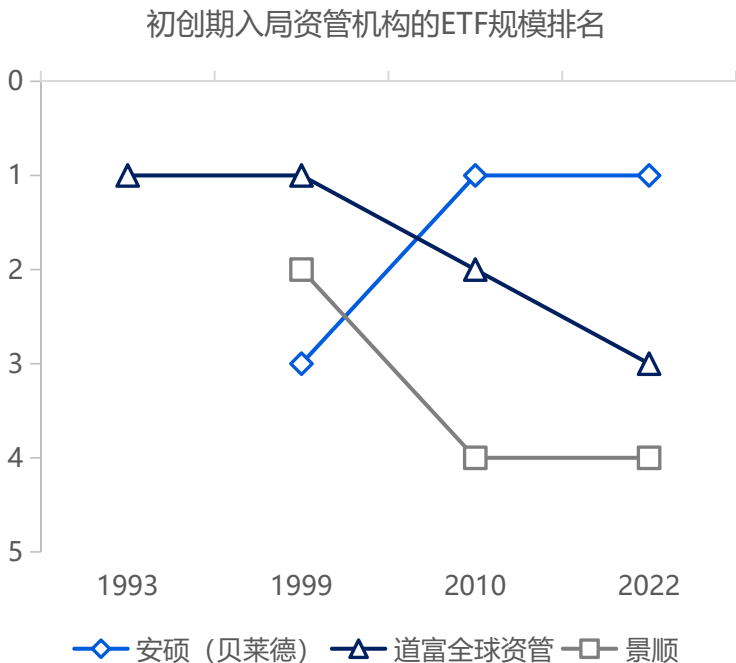
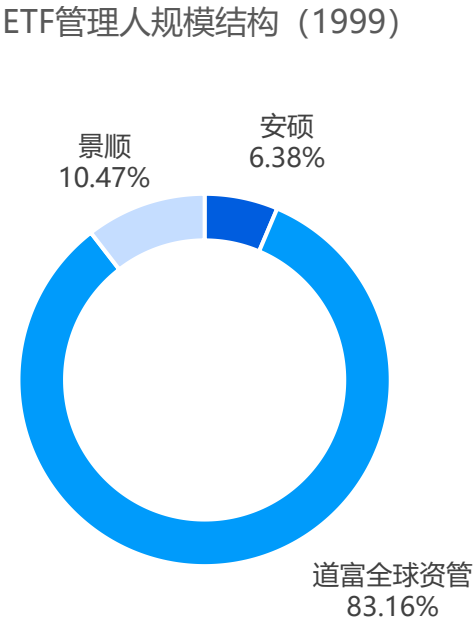
❑ 初创期（1993-1999年）：试水阶段布局基础产品，先发机构规模优势明显

- 美国ETF起源以道富全球资管在1993年发行的第一只ETF产品为标志。初创期仅有安硕、道富全球资管和景顺入局，布局产品以基础宽基产品和行业主题为主，截至1999年底整体规模略超300亿美元。
- 初创期入局的机构先发优势明显。安硕、道富全球资管和景顺在随后的规模增长中一直保持领先，高于2000年后入局的机构增速，且排名一直稳定在前5。

宽基和行业主题等基础类别占主导

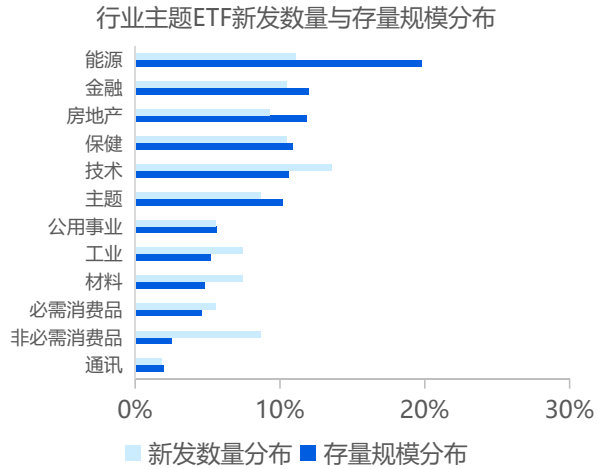
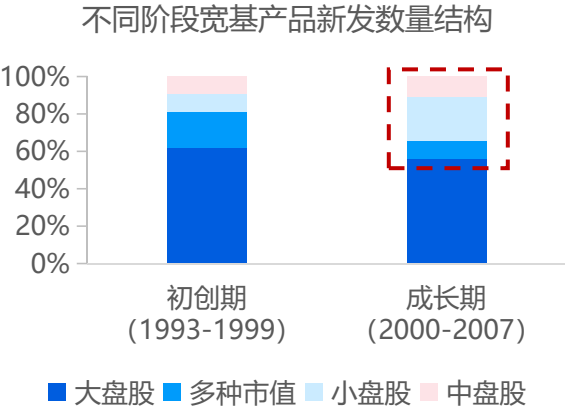
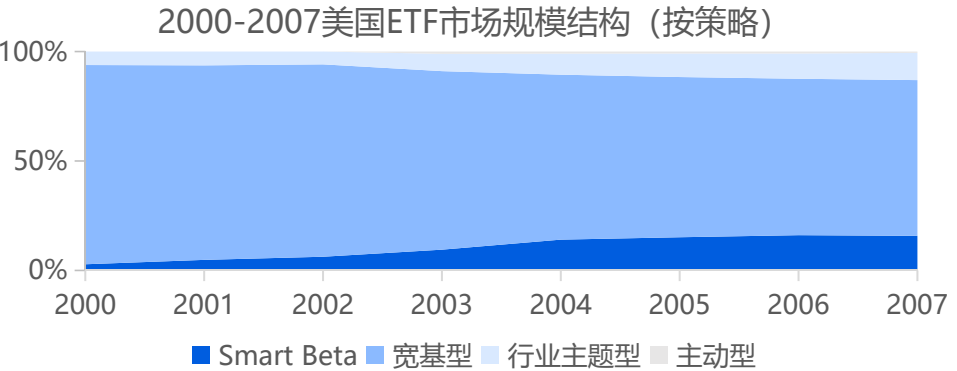
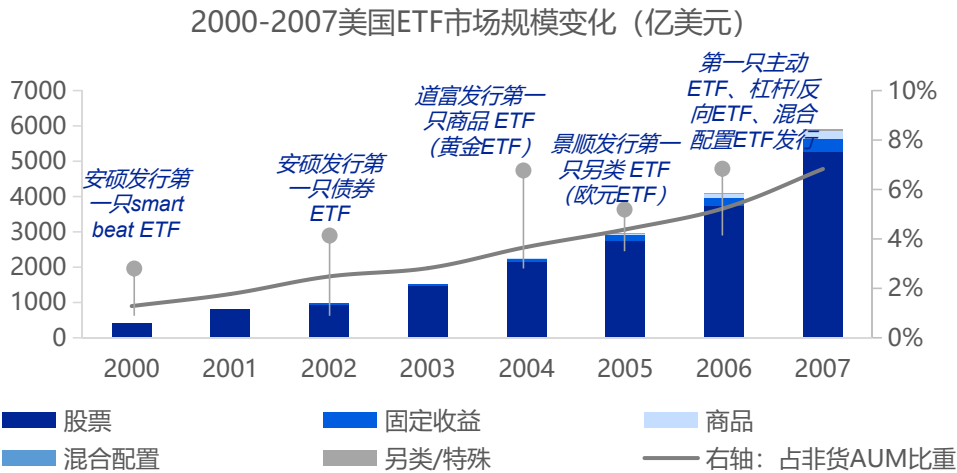


入局机构数量少，但在后期均建立规模优势



成长期（2000-2007年）：开启多元化发展，初步形成规模

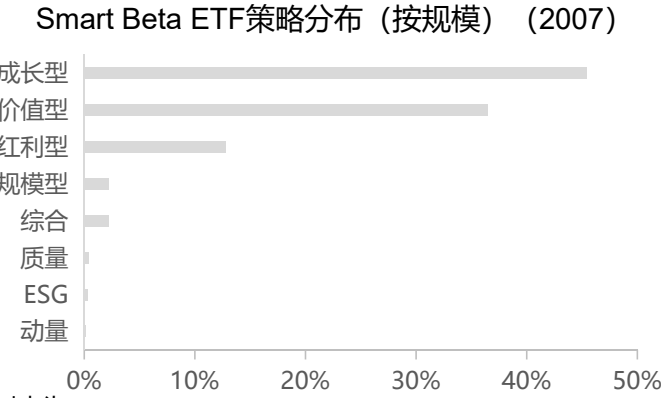
- 2000年后，随着品种不断丰富，美国ETF市场增长明显提速。截至2007年底，美国ETF规模超过5000亿美元，已初具规模。其中，全市场宽基以及赛道ETF增长明显，其中宽基ETF中小盘股规模扩容明显，行业主题以金融、保健赛道为主，Smart Beta产品开始出现并快速扩张，策略上以大盘成长/价值为主，红利策略紧随其后。



Smart Beta ETF风格与市值分布（上数量，下规模）（2007）

	成长型	混合型	价值型
大盘股	14.29%	2.04%	26.53%
多种市值	2.04%	2.04%	6.12%
小盘股	10.20%	8.16%	18.37%
中盘股	4.08%	0.00%	6.12%

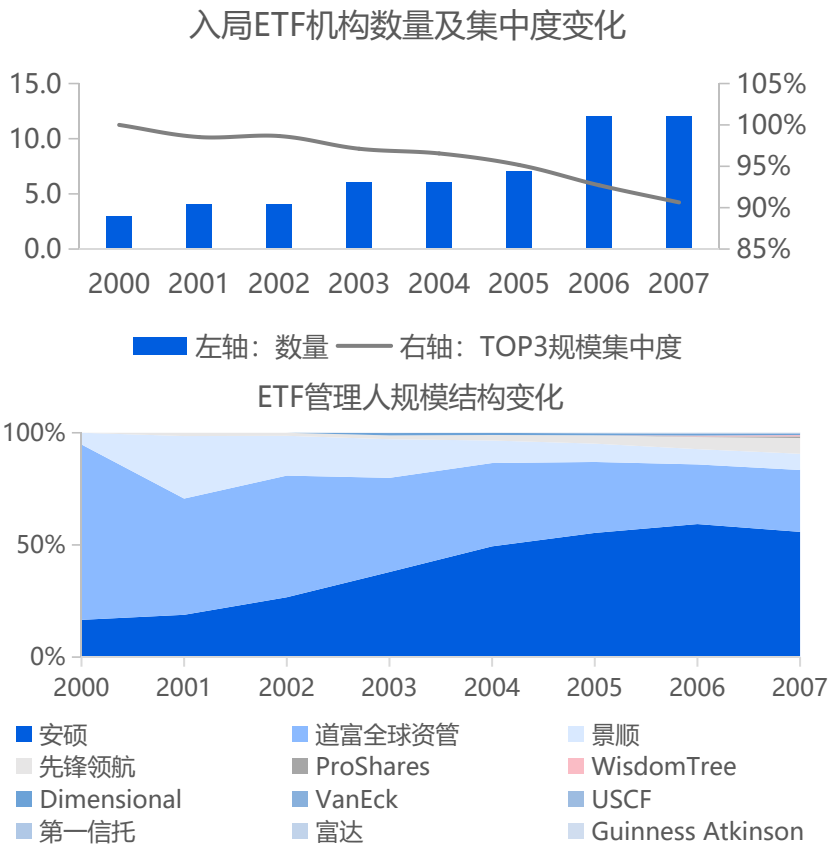
	成长型	混合型	价值型
大盘股	31.47%	0.98%	25.89%
多种市值	0.81%	0.32%	9.75%
小盘股	5.60%	4.38%	10.66%
中盘股	4.40%	0.01%	5.72%



注：新发数据统计区间为2000/1/1-2007/12/31，存量数据时点为2007/12/31

成长期（2000-2007年）：具备先发优势的巨头打造全产品线，后进机构选择差异化赛道

- 成长期入局机构不多，但模式已开始分化，主要体现为2005年入局的机构普遍布局了宽基、行业主题和Smart Beta等各大赛道全覆盖，而2006年后入局的机构普遍选择某一个或两个细分领域作为突破口，避开拥挤的宽基赛道。
- 从市场格局看，初创期入局的机构占据了主要的市场份额，其中贝莱德ETF业务线前身安硕凭借广泛的业务布局，规模优势迅速扩大，一跃成为ETF管理规模最大的资管机构。



	入局时间	股票				债券	商品	另类
		宽基	行业主题	Smart Beta	主动			
2005年前入局机构普遍打造被动指数全产品线	安硕	✓	✓	✓		✓	✓	
	道富资管	✓	✓	✓				
	景顺	✓	✓	✓				货币
	先锋领航	✓	✓	✓		✓		
	富达	✓						
	第一信托	✓	✓	✓				
2005年后入局机构普遍避开拥挤的宽基赛道，打造差异化产品线	ProShares	✓	✓					
	WisdomTree			✓	✓			
	VanEck		✓					
	USCF							
	Guinness Atkinson						✓	
					✓			

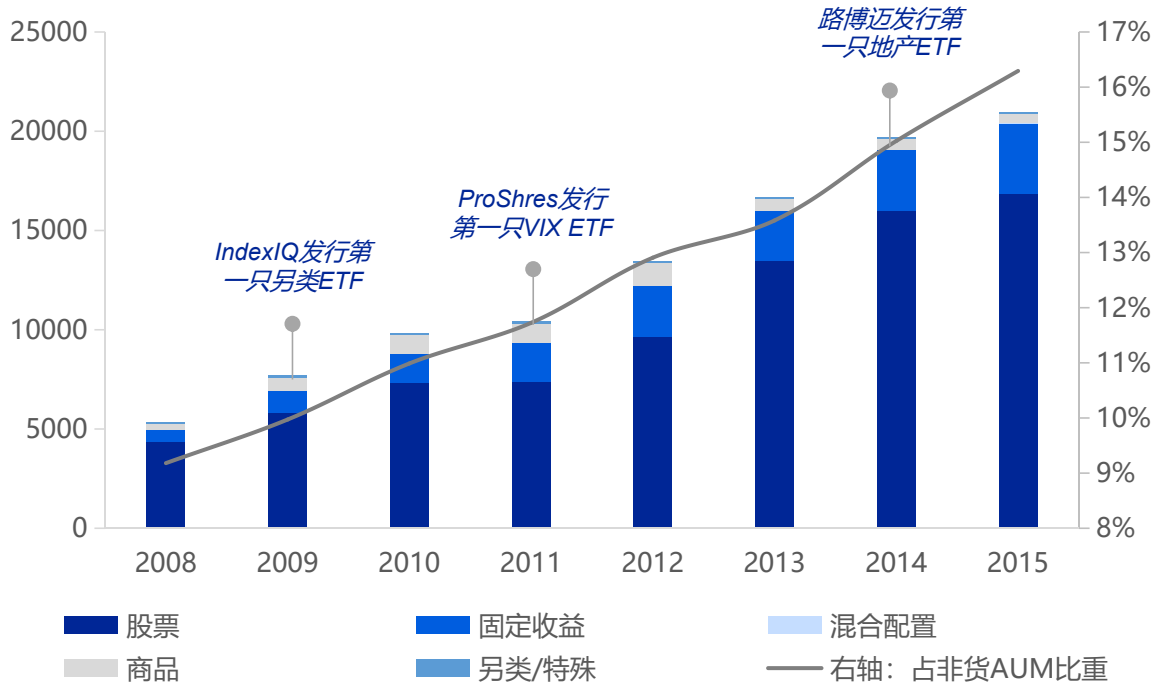
注：Dimensional第一只ETF以普通基金形式成立于1998年，但于2021年正式上市挂牌，因此不在该阶段探讨

扩张期（2008-2015年）：资产类型进一步丰富，Smart Beta稳定扩张

- 2008年金融危机后，美国ETF市场开始快速修复并正式进入快速扩张期，该阶段特点主要体现为资产类别的扩张，ETF市场不再集中于股票型产品，债券型ETF开始快速扩容，同时另类、衍生品和地产等其他资产ETF也开始逐步出现。策略上，Smart Beta市场占比持续提升，截至2015年底已成为仅次于宽基产品的第二大ETF赛道类型。

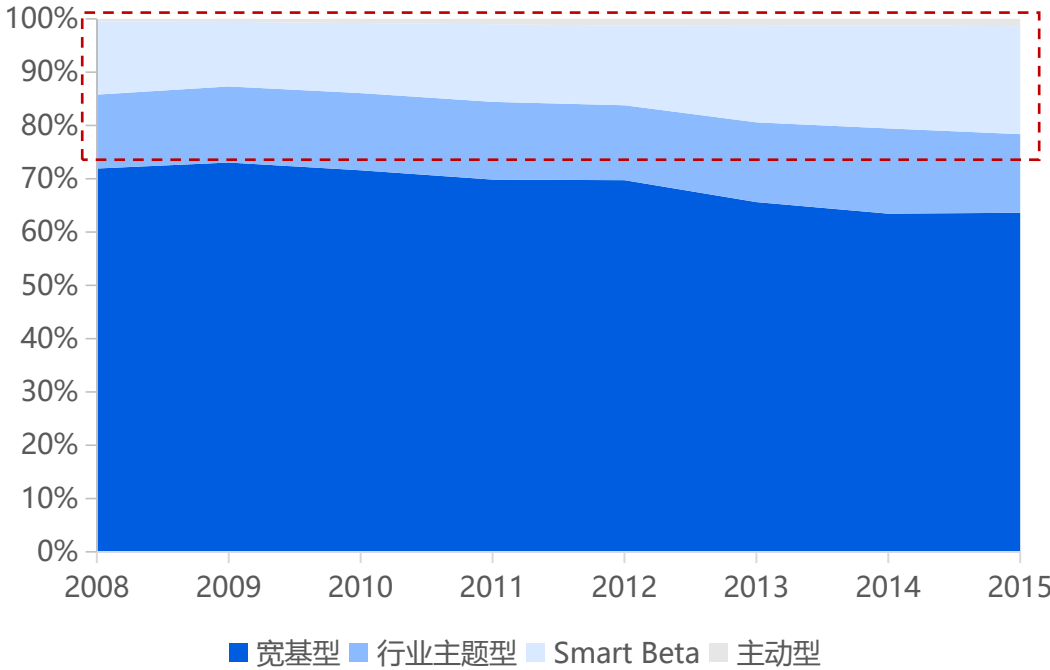
产品创新进程加速

扩张期美国ETF市场规模变化（亿美元）



Smart Beta市场份额显著扩张

扩张期美国ETF市场规模结构变化（按策略）

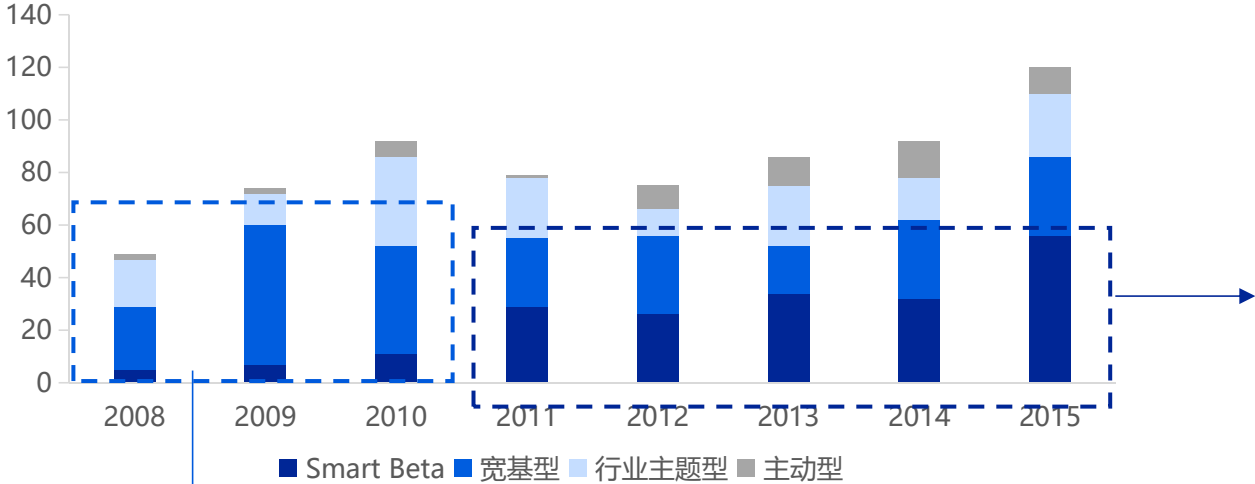


扩张期（2008-2015年）

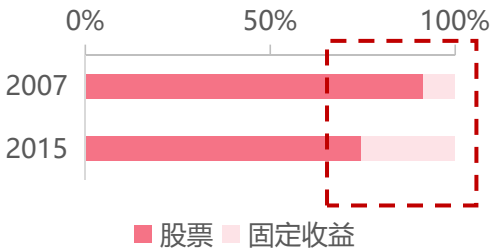
扩张期（2008-2015年）：宽基加大海外布局，Smart Beta策略大幅扩充

- 扩张期产品布局呈现两个特点，一是宽基产品中固收产品和海外产品布局明显增多，二是Smart Beta策略明显扩充，股票中红利型成为第一大策略，债券中目标久期和基本面选项规模增长显著。

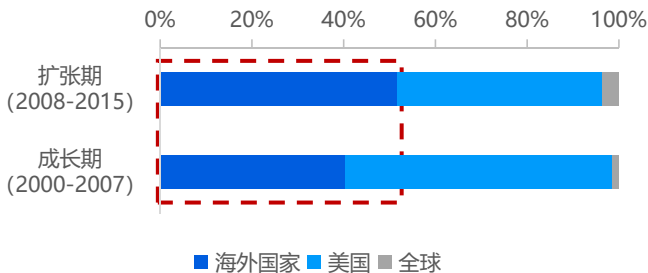
新发ETF数量分布（按策略类型）



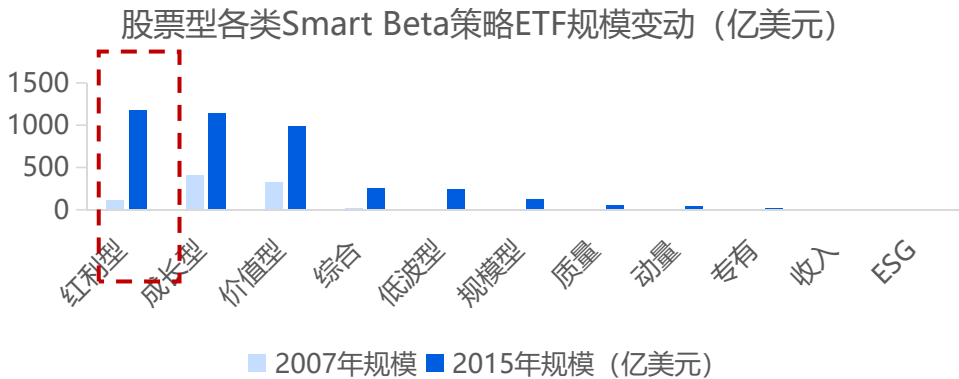
宽基ETF资产类型分布



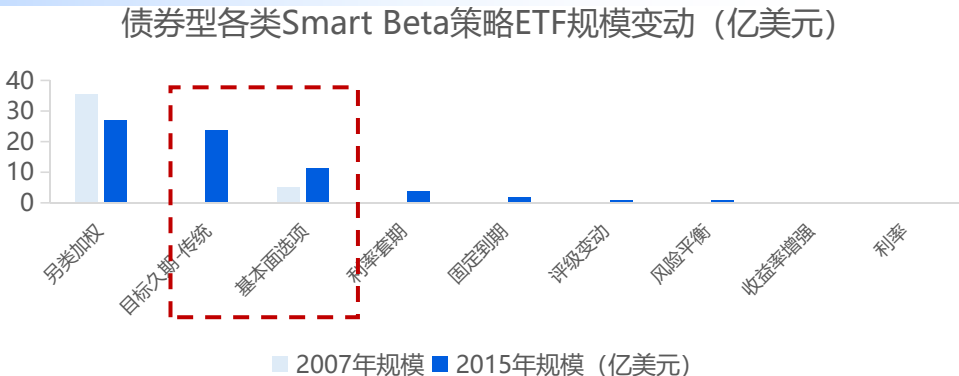
宽基ETF各阶段布局数量分布（按投资地区）



股票Smart Beta中红利已成为最重要的策略



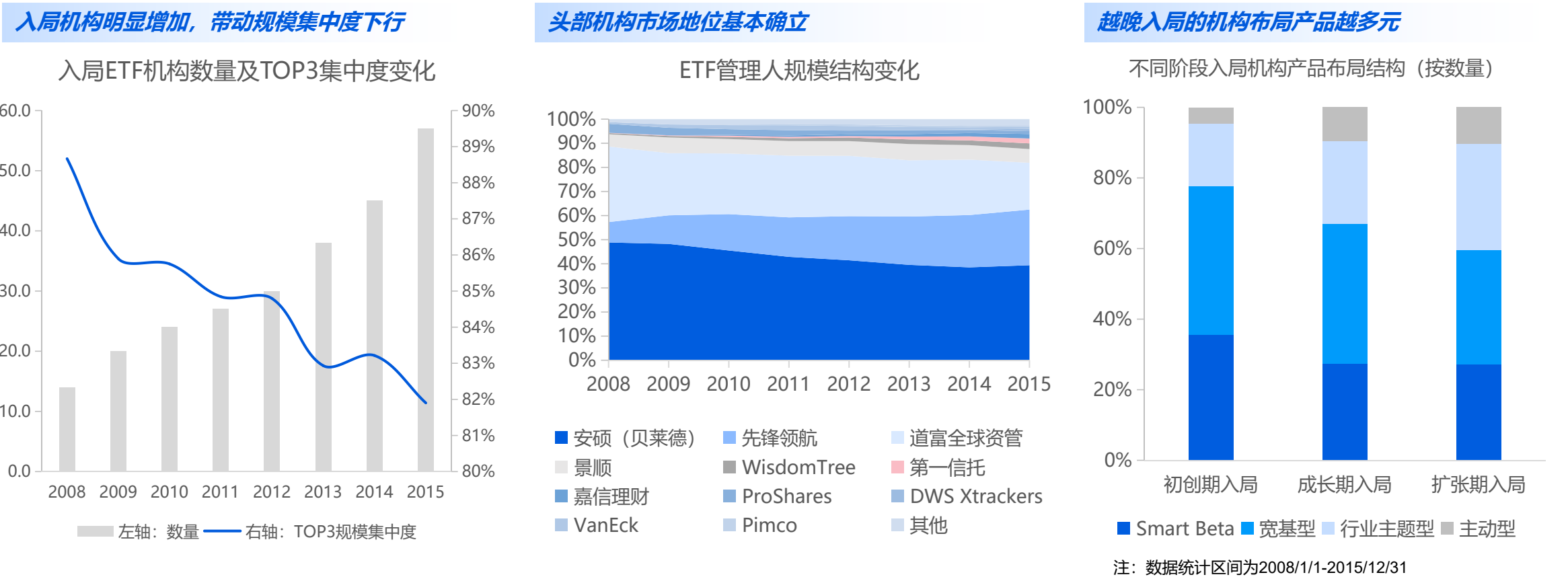
债券Smart Beta中目标久期和基本面选项规模增长最快



扩张期（2008-2015年）

扩张期（2008-2015年）：业务模式继续分化，新兴机构着重非宽基布局

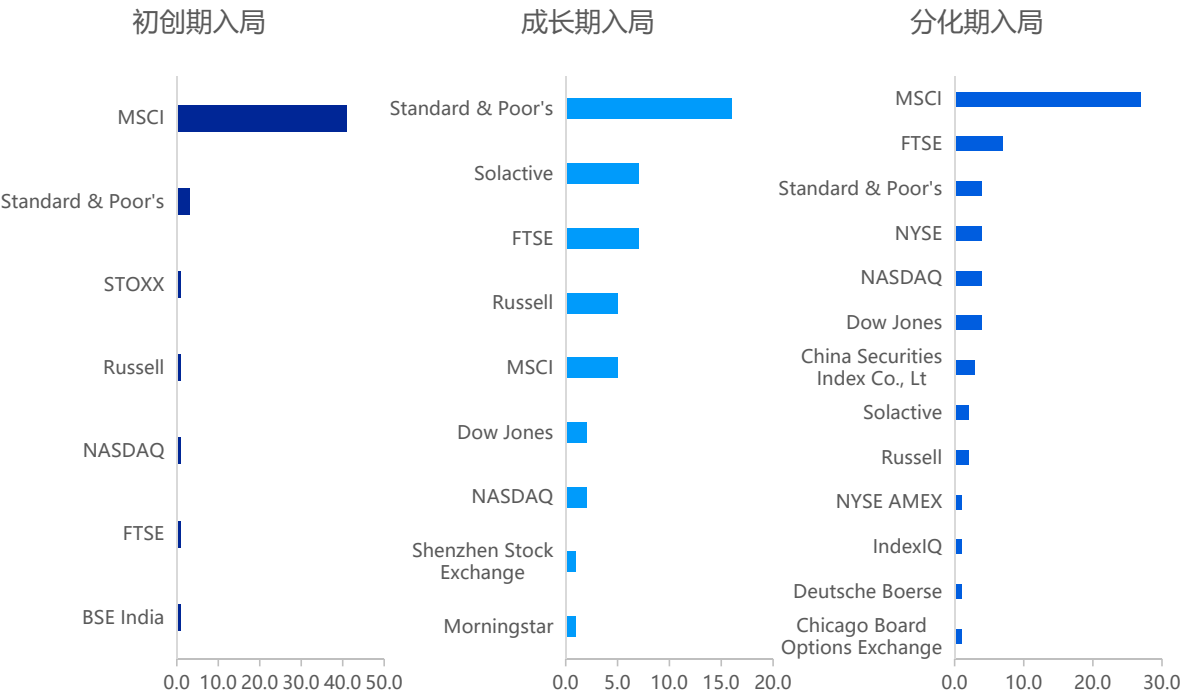
- 从机构格局角度，该阶段入局的机构数量明显增多，但布局结构上与先前的机构存在明显差异，发展模式上更趋差异化。市场份额上，早前入局的三家机构的巨头地位基本确立，牢牢把握了市场80%以上的份额，但内部仍有分化，体现为先锋领航的市场份额迅速提升。



扩张期（2008-2015年）：新兴机构在宽基指数上选择更加多元，行业主题上避免热门行业

- 在宽基产品布局上，越晚入局的机构，在指数的选择上越分散，除传统的明晟、富时和标普指数外，更多机构开始选择交易所指数、Solactive、IndexIQ等新兴指数机构发布宽基产品，在细分领域寻找突破口。
- 行业主题产品上，入局较晚的机构，普遍在已有热门赛道上（如金融）布局较少，在材料、主题等布局相对不充分的领域加大布局。

不同阶段入局ETF机构在宽基上的数量布局差异
(按指数发布机构分布) (单位：只)



不同阶段入局ETF机构在行业主题ETF上的数量布局差异
(按行业分布)

布局行业	初创期入局	成长期入局相对超配	扩张期入局相对超配
保健	10.60%	0.27%	-1.26%
必需消费品	4.64%	-2.46%	-4.64%
材料	7.28%	-0.76%	7.38%
房地产	9.27%	-0.58%	1.40%
非必需消费品	7.95%	0.75%	-2.61%
工业	7.28%	-0.76%	-4.62%
公用事业	3.97%	-1.80%	-2.64%
技术	11.92%	-1.05%	0.08%
金融	13.25%	-2.38%	-7.91%
能源	10.60%	2.45%	5.40%
通讯	1.99%	2.36%	-0.65%
主题	11.26%	3.96%	10.08%

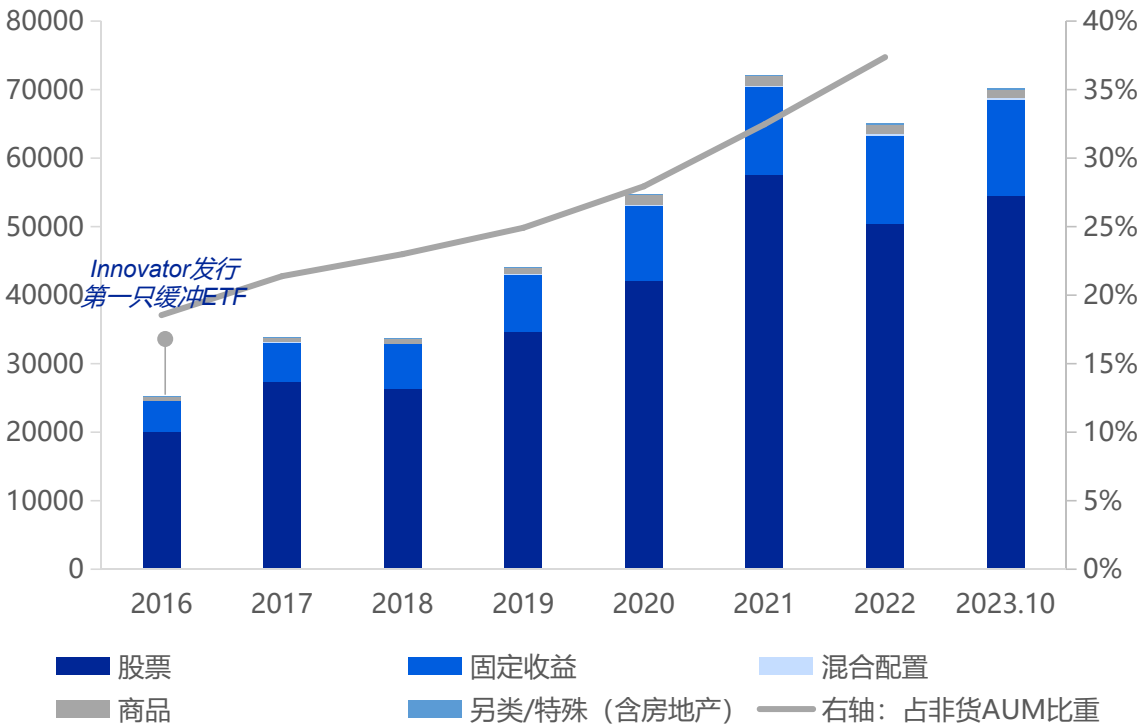
分化期（2016年至今）

□ 分化期（2016年至今）：结构逐步固化，主动ETF市场份额扩张

- 进入分化期后，美国ETF市场仍保持稳定扩张趋势，但结构已趋于固化，基本形成宽基为主、Smart Beta居其次、行业主题作为重要补充的格局，占比均没有明显变化，但是主动型ETF开始快速扩容，市场份额显著提升。

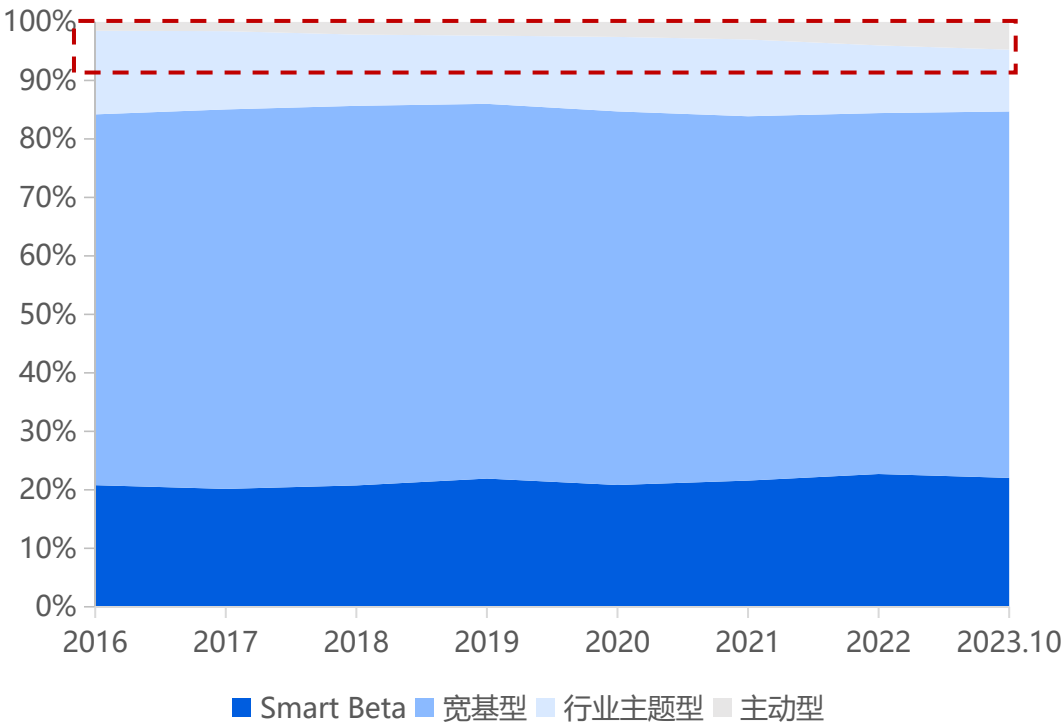
非货占比接近40%，各品种规模持续提升

分化期美国ETF市场规模变化（亿美元）



传统赛道格局已相对固定，主动型快速扩容

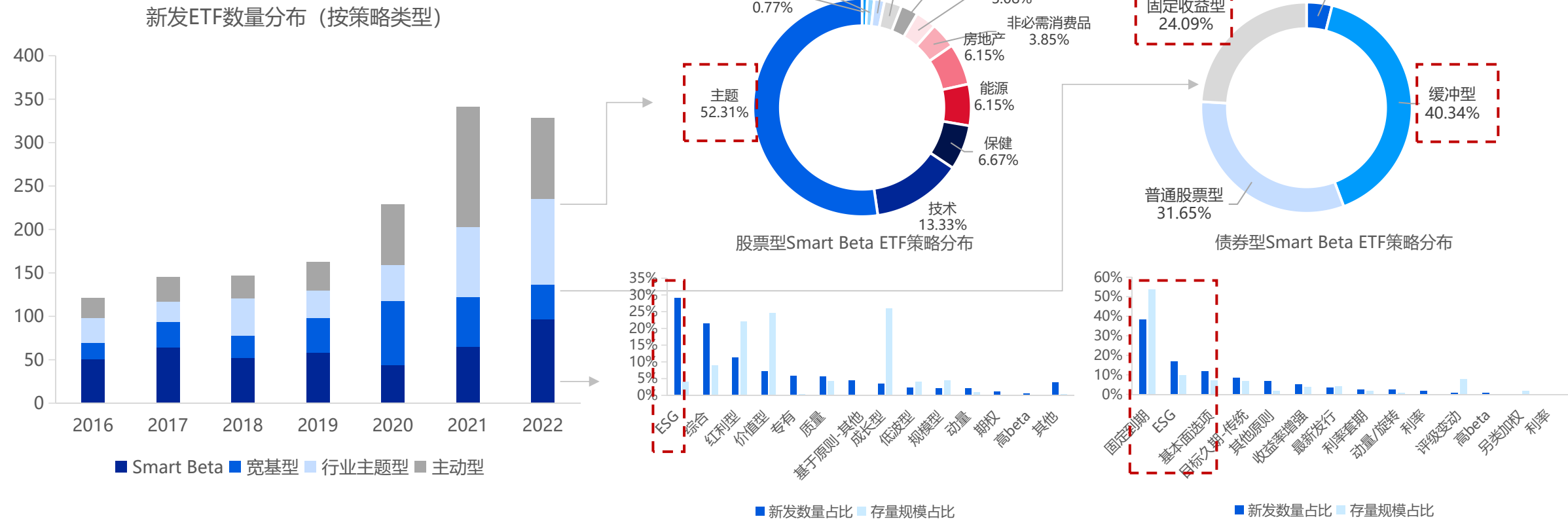
分化期美国ETF市场规模结构变化（按策略）



分化期（2016年至今）：传统品类的细分领域及策略创新成为主基调

- 传统赛道上，产品布局避开了巨头拥有规模优势的领域，其中宽基主要集中在固收和缓冲型产品上，行业主题中主题型数量占比超过一半。而Smart Beta的布局数量仍稳定提升，无论是股票还是债券Smart Beta ETF，策略都变得更加多元，尤其是ESG、基本面相关策略增加最多。

传统赛道格局已相对固定，主动型快速扩容

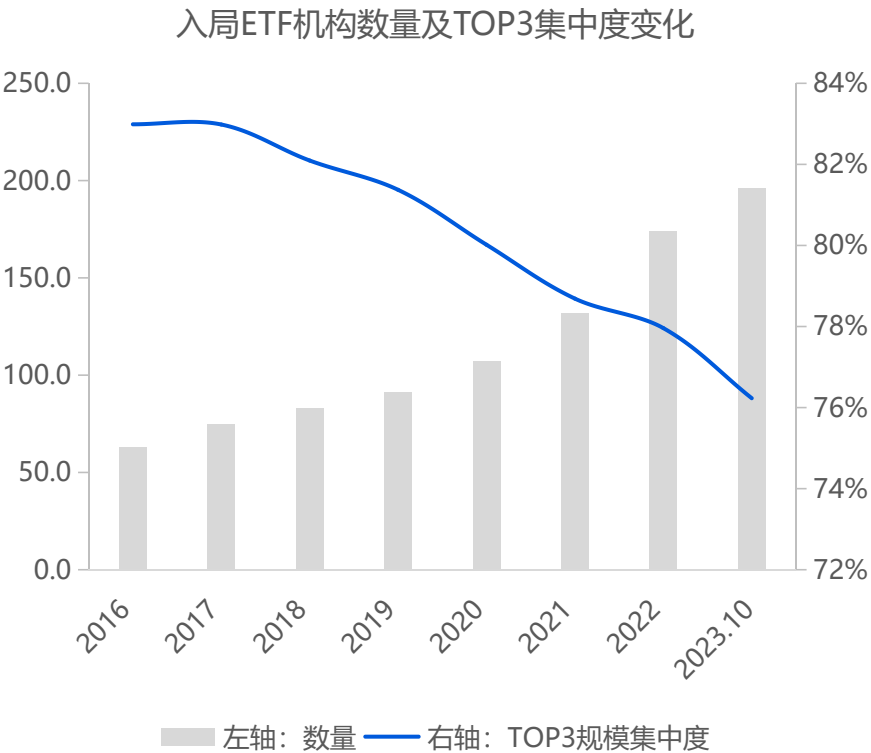


数据来源：Bloomberg，国海证券研究所，新发数据统计区间为2016/1/1-2023/10/31，存量数据时点为2023/10/31

分化期（2016年至今）：机构仍不断入局，格局持续分化

- 2016年至今，美国ETF发行机构仍在不断增加，管理规模集中度保持下行态势。竞争格局上，除贝莱德、先锋领航、道富全球资管和景顺等头部结构外，入局较晚的机构开始实现突破，摩根大通、Dimensional、富达、高盛、美国世纪等凭借差异化优势占据了一席之地。

入局机构仍在增加，规模集中度持续下行



除头部机构外，其余格局仍在不断分化

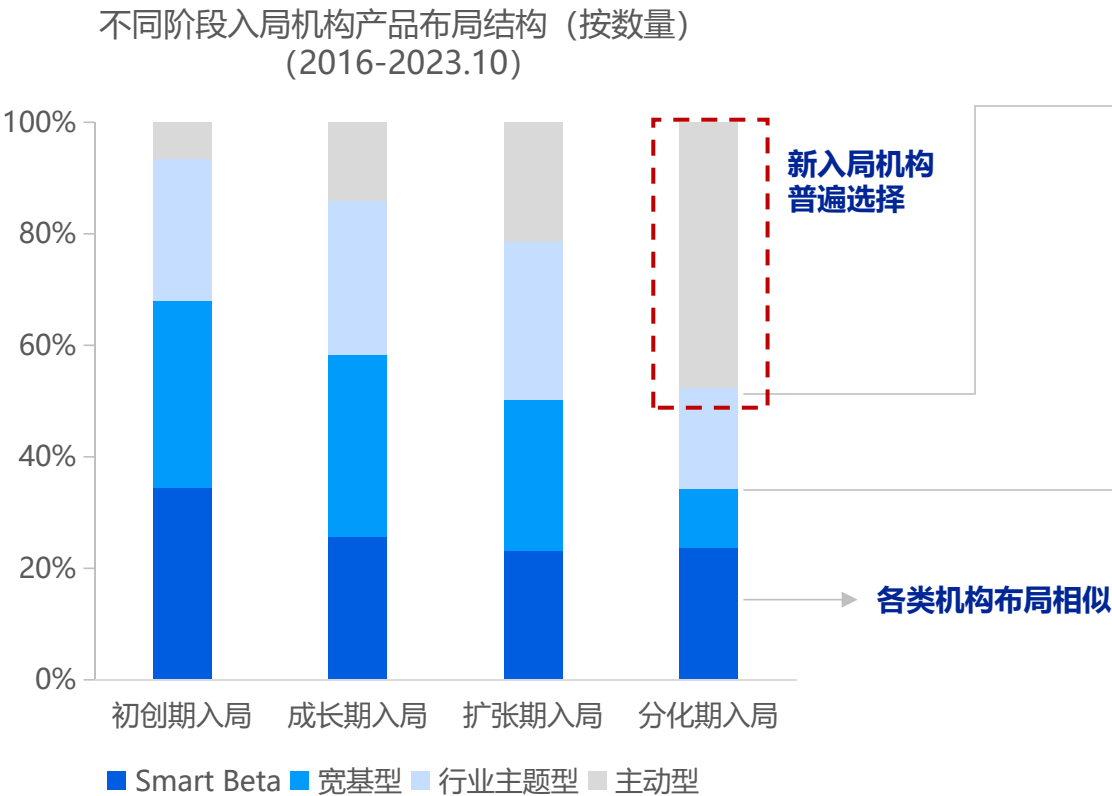
ETF管理人市场份额变化

机构名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.10
安硕（贝莱德）	38.79%	39.66%	39.84%	38.92%	36.94%	34.28%	33.88%	32.29%
先锋领航	24.22%	25.21%	25.42%	26.07%	27.59%	28.90%	29.04%	29.11%
道富全球资管	19.98%	18.12%	16.83%	16.38%	15.49%	15.50%	15.04%	14.83%
景顺	5.33%	5.00%	4.82%	4.90%	5.26%	5.60%	5.03%	5.56%
嘉信理财	2.37%	2.93%	3.43%	3.72%	3.63%	3.78%	4.00%	4.00%
第一信托	1.61%	1.67%	1.81%	1.94%	2.02%	2.07%	2.05%	1.93%
摩根大通	0.03%	0.07%	0.51%	0.67%	0.79%	0.97%	1.34%	1.67%
Dimensional	0.44%	0.40%	0.36%	0.35%	0.30%	0.63%	1.11%	1.37%
WisdomTree	1.55%	1.35%	1.03%	0.91%	0.70%	0.67%	0.86%	0.96%
ProShares	1.03%	0.85%	0.80%	0.78%	0.87%	0.99%	0.88%	0.82%
VanEck	1.05%	0.95%	0.98%	0.94%	0.94%	0.84%	0.79%	0.81%
Global X	0.15%	0.26%	0.25%	0.29%	0.40%	0.62%	0.56%	0.55%
富达	0.20%	0.26%	0.32%	0.37%	0.44%	0.49%	0.47%	0.52%
高盛	0.11%	0.19%	0.30%	0.36%	0.40%	0.38%	0.41%	0.42%
美国世纪	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.07%	0.14%	0.29%	0.42%
其他	3.13%	3.09%	3.30%	3.36%	4.15%	4.14%	4.23%	4.75%

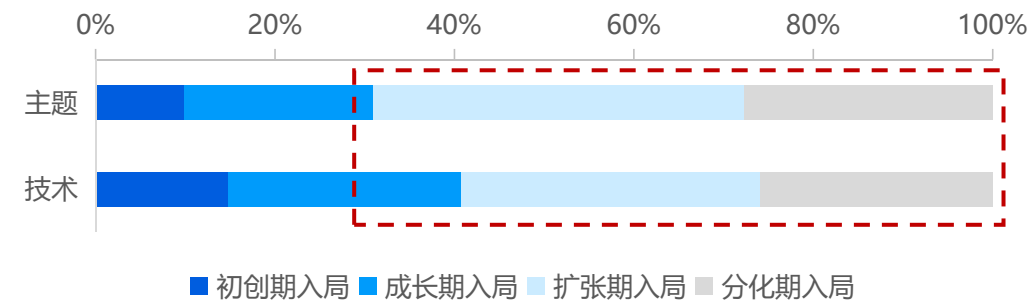
分化期（2016年至今）：新入局机构普遍以主动ETF和创新类宽基和行业主题起步，同时以Smart Beta打底

- 对于新入局机构而言，主动ETF是首要选择，超一半在分化期入局的机构布局了主动ETF，Smart Beta占其次，而宽基型、行业主题型布局的数量占比较小。同时宽基产品的布局类型已不在传统赛道，尤其是后期入局的机构普遍布局杠杆/反向和缓冲型等创新品类，行业主题型也以主题和技术为主。

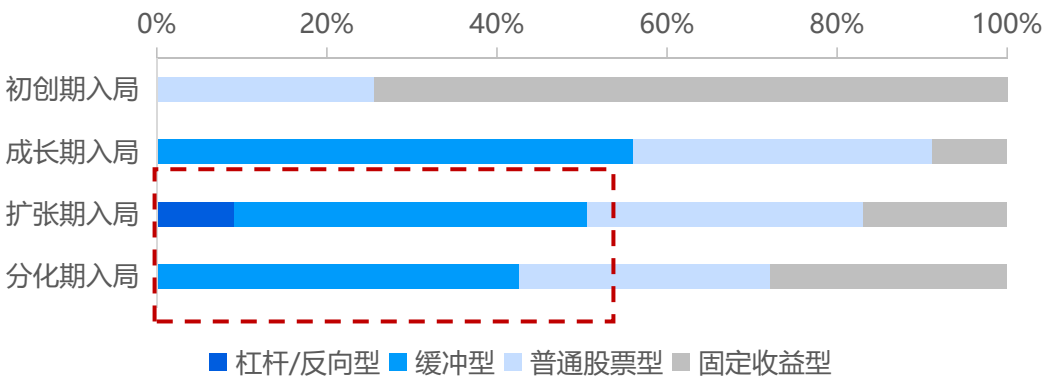
新入局机构普遍选择布局主动ETF



主题和技术类行业ETF主要是新兴机构在布局



新入局机构更偏好布局创新类宽基ETF



□ 美国ETF市场发展脉络要点总结

- **较低的持有成本和不亚于主动基金的表现**使得ETF相对普通共同基金性价比兼具，**基金降费和买方投顾转型**进一步提升配置需求



发展驱动因素

- **发展初期**以基础宽基和行业主题型产品为主，结构较为单一
- **随着市场发展成熟**，资产类型和策略类型不断丰富，债券、商品、另类均不断扩容，Smart Beta成为最核心的品种之一，各类创新品种也层出不穷



产品演变规律

- **发展初期**机构先发优势明显，到后期全面布局并快速跟随市场趋势，建立了完善的产品矩阵
- **发展中后期**进入的机构普遍避开集中度和拥挤度较高的传统赛道，在宽基赛道寻找细分空白领域，或在Smart Beta、主动、另类、商品等领域打造差异化优势



机构发展规律



01.

美国ETF市场发展脉络及机构特点

02.

我国ETF市场发展复盘及增长潜力分析

03.

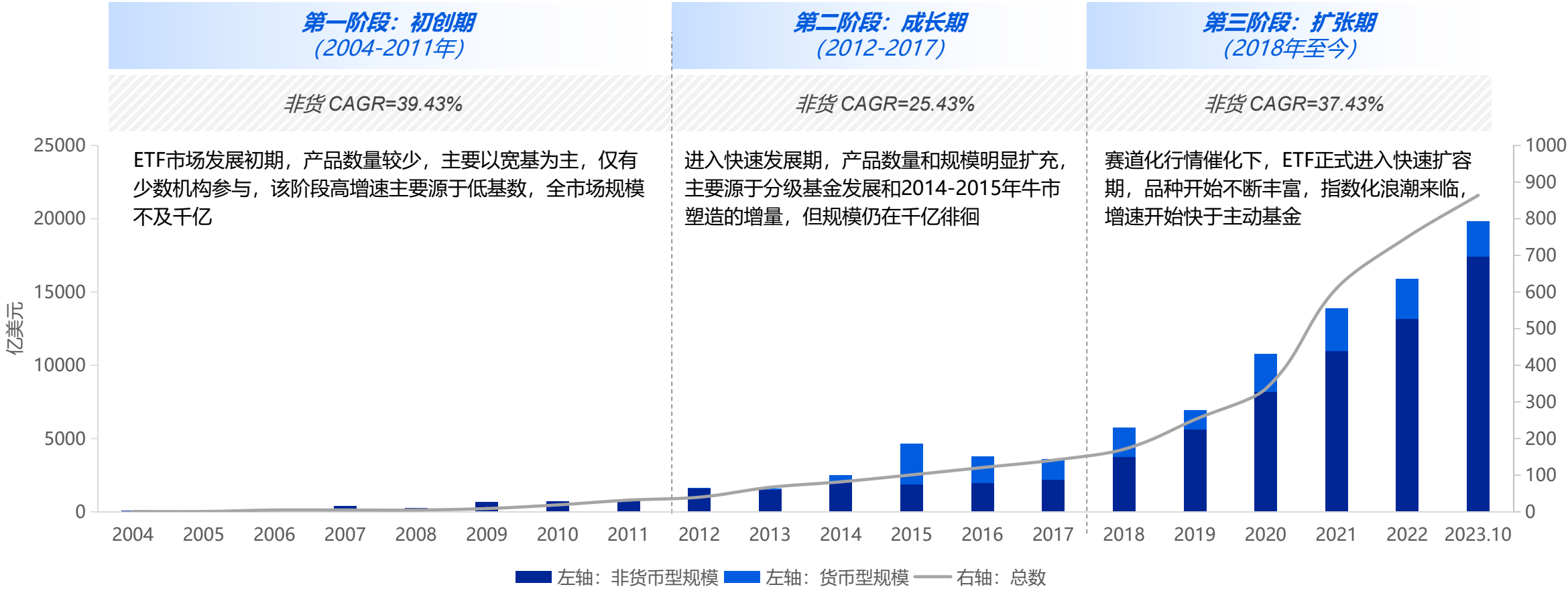
美国ETF业务模式梳理及借鉴意义

04.

我国ETF市场发展趋势、未来模式选择与布局思路

对比美国ETF市场发展周期，我国目前约处于第三阶段

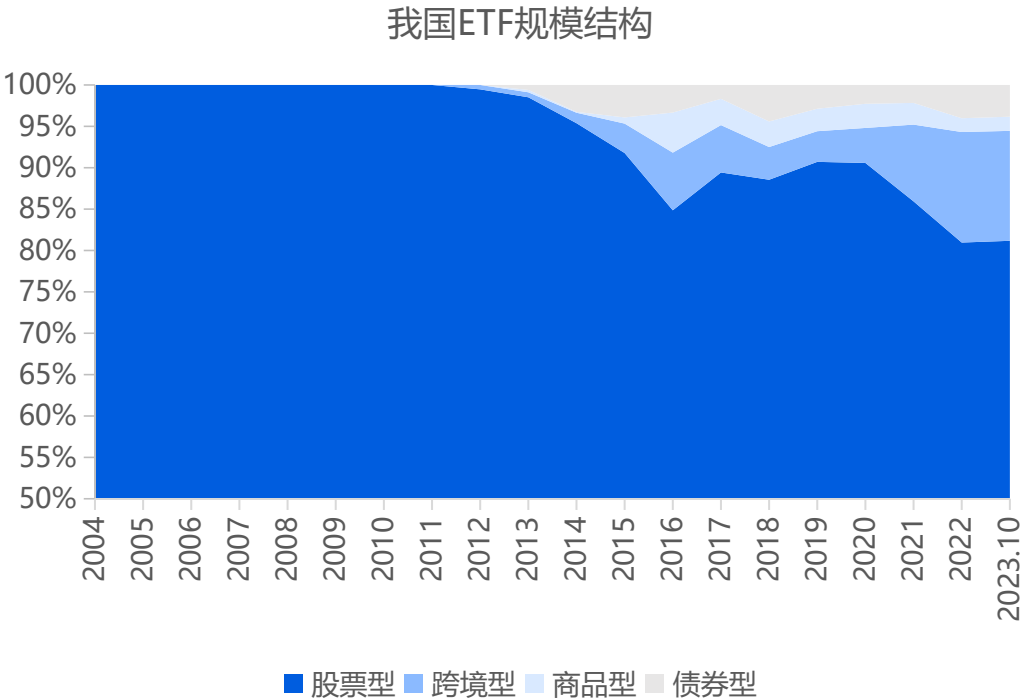
- 以美国ETF市场变迁为参考，同样可以将我国的ETF市场发展大致分为三个阶段。我国已经经历初创期和成长期，目前已进入ETF市场的扩张期，年化复合增速高于成长期增速。截至2023年10月底，全市场ETF数量共计864只，规模达到1.98万亿元，其中非货币型规模达到1.74万亿元。



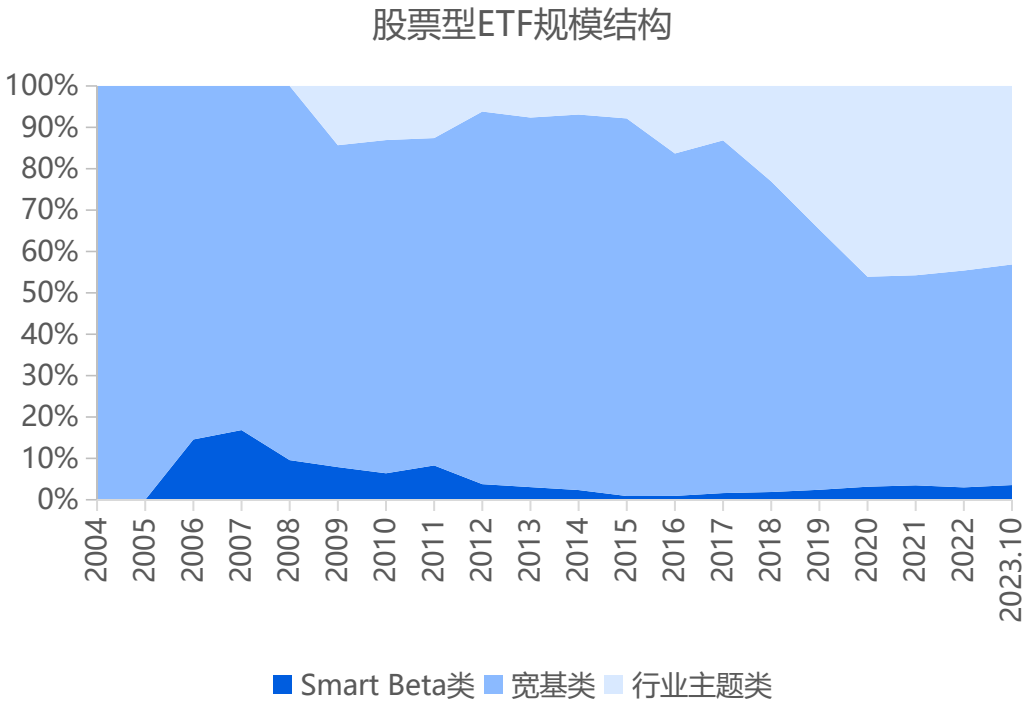
股票型仍占主导，赛道化行情终结后，宽基份额已重新超越行业主题，Smart Beta仍待提升

- 从产品结构演变看，发展初期我国ETF市场也以股票型为主，2014年以来呈现多元化发展，跨境、商品和债券型均开始扩张，但目前还是以股票为主。
- 从股票型内部结构看，宽基产品占据了主导地位，但2019-2020年以来行业主题类产品快速扩张，随后宽基产品占比又继续提升，Smart Beta占比一直处于低位。

资产类型多元，仍以股票为主



宽基规模占比先下滑后缓步上升，Smart Beta占比一直处于低位



当前ETF市场共有52家机构参与，规模500亿元以上的机构有11家，50亿元以下的机构有30家

- 我们根据当前各家ETF产品的发行规模情况，将已发行ETF产品的机构分为大型机构、中型机构和小型机构。大型机构指ETF管理规模在500亿元以上的机构，共11家，入局时间中位值2009年，管理规模中位值921.92亿元，规模优势明显。中型机构指ETF管理规模介于50-500亿元之间的机构，共11家，入局时间中位值2011年，管理规模中位值230.81亿元。小型机构指ETF管理规模在50亿元以下的机构，共30家，大多在2019年入局，管理规模中位值3亿元。

大型机构（11家）

(ETF管理规模500亿元以上)

基金公司	入局时间	非货ETF规模
华夏基金	2004	3,686.26
易方达基金	2006	2,418.67
华泰柏瑞基金	2006	1,824.20
国泰基金	2011	1,182.98
南方基金	2009	992.39
广发基金	2011	921.92
华安基金	2006	686.91
博时基金	2009	683.60
华宝基金	2010	679.98
嘉实基金	2011	677.44
富国基金	2011	608.33
中位值	2009	921.92

中型机构（11家）

(ETF管理规模50-500亿元)

基金公司	入局时间	非货ETF规模
天弘基金	2019	444.34
汇添富基金	2011	438.96
鹏华基金	2016	369.86
国联安基金	2010	297.27
海富通基金	2010	264.09
银华基金	2013	230.81
工银瑞信基金	2009	224.36
平安基金	2016	188.79
招商基金	2010	133.47
景顺长城基金	2013	118.78
大成基金	2010	58.33
中位值	2011	230.81

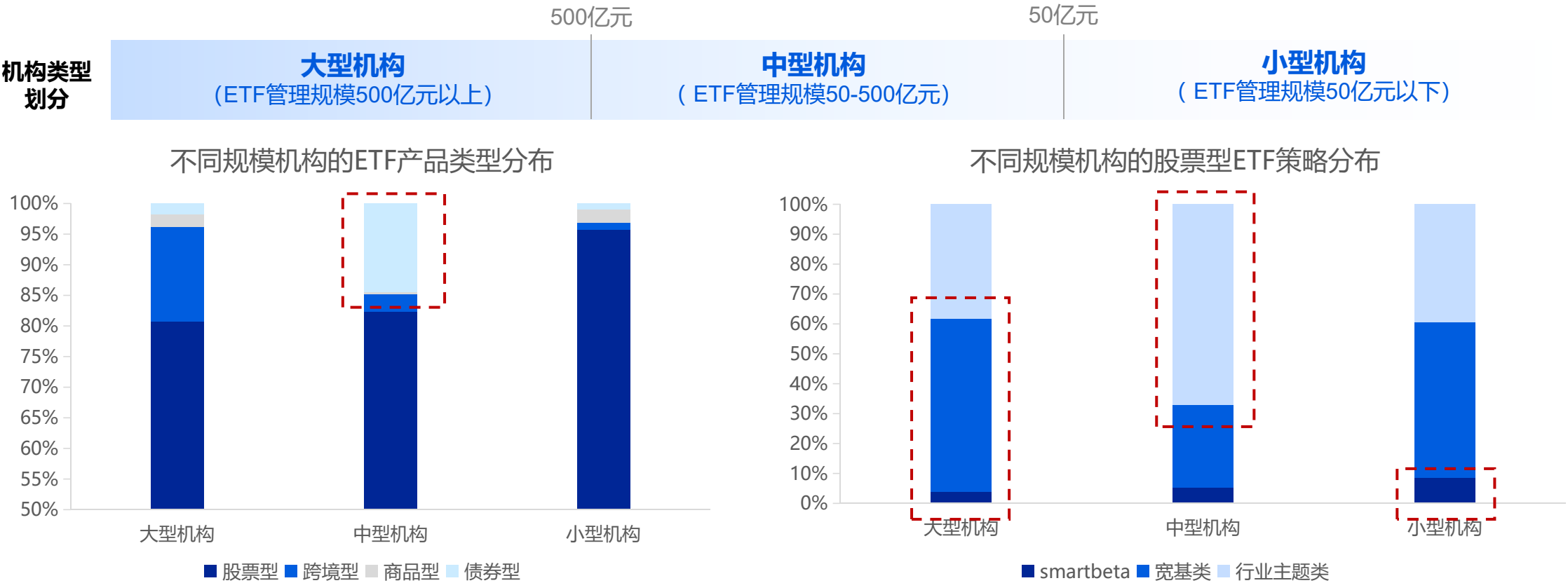
小型机构（30家）

(ETF管理规模50亿元以下)

基金公司	入局时间	非货ETF规模
泰康基金	2019	47.16
鹏扬基金	2021	38.64
国寿安保基金	2015	33.13
建信基金	2010	26.62
永赢基金	2020	23.33
万家基金	2013	18.91
西藏东财基金	2022	14.79
华富基金	2019	10.08
方正富邦基金	2018	8.11
摩根基金	2020	7.10
西部利得基金	2020	6.82
申万菱信基金	2018	6.41
浦银安盛基金	2020	4.83
弘毅远方基金	2019	4.45
中金基金	2021	3.15
兴银基金	2021	2.82
交银施罗德基金	2009	2.68
前海开源基金	2019	1.70
民生加银基金	2019	1.67
中银基金	2011	1.49
国投瑞银基金	2013	1.44
汇安基金	2018	1.34
国联基金	2015	1.18
融通基金	2016	0.93
中银国际证券	2020	0.82
兴业基金	2020	0.75
浙商资管	2019	0.71
新华基金	2021	0.50
山西证券	2020	0.40
南华基金	2018	0.39
中位值	2019	2.99

大型、中型和小型分别在宽基、行业主题及Smart Beta领域各有侧重

- 从不同规模机构的产品结构看，目前大型机构的产品结构最为均衡，股票、跨境、商品和债券型均有覆盖，中型机构在债券型布局较多，小型机构以股票型为主。但在股票ETF的策略分布上，不同规模机构差异较大，其中大型机构以宽基为主，中型机构以行业主题为主，小型机构则在Smart Beta上占比高于其他机构。



□ 从中美ETF市场异同看未来增长潜力

- 从美国经验出发，结合中国ETF市场发展历程，我们认为未来中国ETF发展虽与美国路径不同，但驱动因素类似，且从市场规模、渗透率和产品结构看，未来ETF扩容的空间仍然较大。

供给端：未来市场空间

01

规模渗透率低，提升潜力大

我国ETF规模占非货基金比重仅10%左右，相当于美国2010年左右水平，提升空间较大。

02

产品结构单一，多元化空间足

与美国相比，我国产品结构相对单一，创新产品较少，未来多元化发展的空间广阔。

03

入局机构少，竞争空间充裕

开展ETF业务的持牌基金公司数量占比不到40%，且市场管理规模集中度持续下行，整体竞争空间仍相对充裕

需求端：发展驱动因素



费率关注度提升下，ETF费率优势明显

- 随着主动基金无法跑赢指数基金，叠加监管加强基金费率的信息披露要求，未来投资者将更关注持有成本



收益确定性高，工具化属性强

- 与主动权益基金相比，ETF由于持仓透明度高，收益确定性强，适合作为配置工具，将在买方投顾转型中发挥重要作用



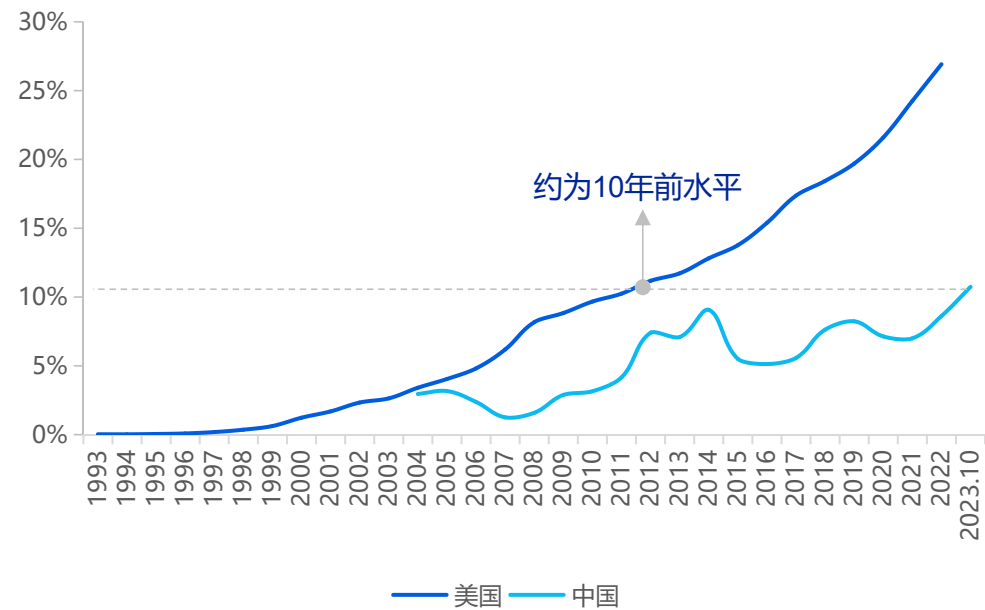
市场有效性提升，风险收益属性占优

- 主动权益基金无法跑赢指数基金，指数基金风险收益更优

我国ETF规模渗透率尚处于美国10年前水平，提升空间广阔

- 截至2023年10月，我国ETF规模占全市场非货币基金规模比重为11.04%，约等于美国10年前水平。美国2022年ETF市场规模占非货币基金比重为26.92%，相比之下我国ETF渗透率提升空间依然广阔。
- 中国ETF市场的发展与美国有类似，产品结构上均是从单一走向多元，但驱动因素和演变逻辑有所差异。美国ETF发展很大程度上由投资顾问驱动，从宽基出发，smart beta居其次。而我国主要来自于个人投资者对高收益弹性行业的追求，行业主题和宽基双足鼎立。但站在当前时点，我们认为未来中国ETF市场的发展在驱动因素上与美国有诸多相似之处。

非货币ETF占市场非货币基金规模比重：中美



注：非货币基金口径包含共同基金、封闭式基金和ETF

美国

中国

过往差异

客户需求

- 主要由投顾机构驱动，以资产配置为主要目标

- 前期主要由个人投资者需求驱动，以追求极致行业收益为目标，近期主要由个人和机构共同驱动

产品演变

- 配置需求主导下，逐步从宽基走向多元化，Smart Beta仅次于宽基

- 赛道化行情下行业主题型大幅扩张，而后回归宽基，Smart Beta低于行业主题

未来共性

- 费率关注度提高**：降费改革下，ETF由于费率低或更受关注
- 市场有效性提升**：主动基金开始无法跑赢指数
- 买方投顾转型**：投顾偏好低费率配置型的ETF产品

与美国市场相比，我国ETF在Smart Beta和另类、主动领域存在较大真空区域

- 与美国市场相比，我国ETF市场的多元化程度相对不足，尤其是Smart Beta和固收ETF占比远低于美国。同时在另类、主动等创新产品布局上，出于发展阶段的差异，我国目前还未有相关布局。

我国ETF产品结构

ETF类型	国内	跨境（海外）
股票型	81.07%	13.42%
宽基类	43.28%	4.48%
行业主题类	34.89%	8.94%
Smart Beta	2.89%	0.00%
债券型	3.81%	0.00%
商品型	1.71%	0.00%

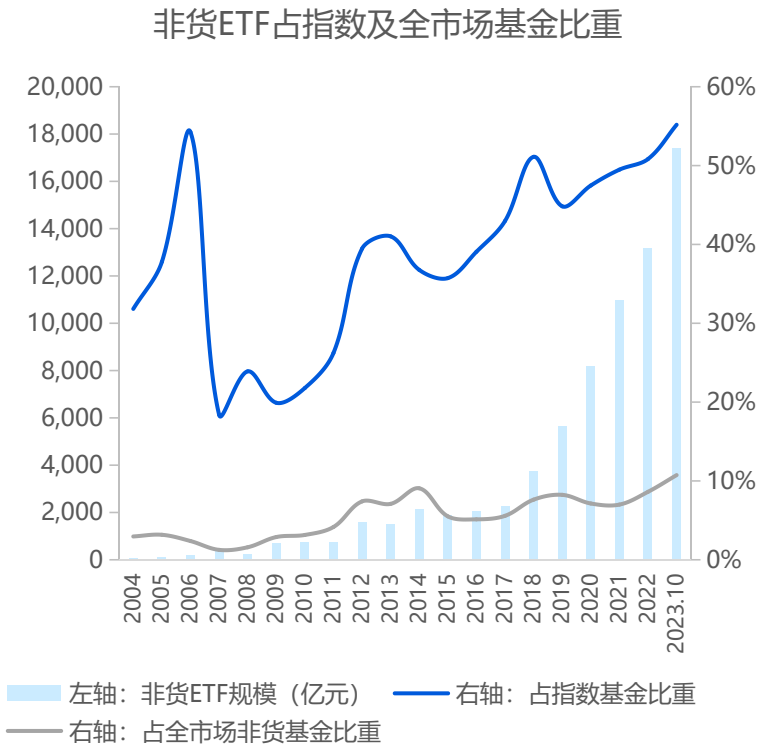
美国ETF产品结构

ETF类型	美国	海外国家	全球
股票	61.32%	13.97%	2.38%
宽基型	32.72%	11.06%	0.76%
Smart Beta	18.14%	2.12%	0.19%
行业主题型	8.79%	0.21%	1.32%
主动型	1.66%	0.58%	0.10%
固定收益	17.38%	1.24%	1.38%
混合配置	0.16%	0.00%	0.08%
另类/特殊	0.15%	0.01%	0.06%
商品	0.25%	0.01%	1.61%

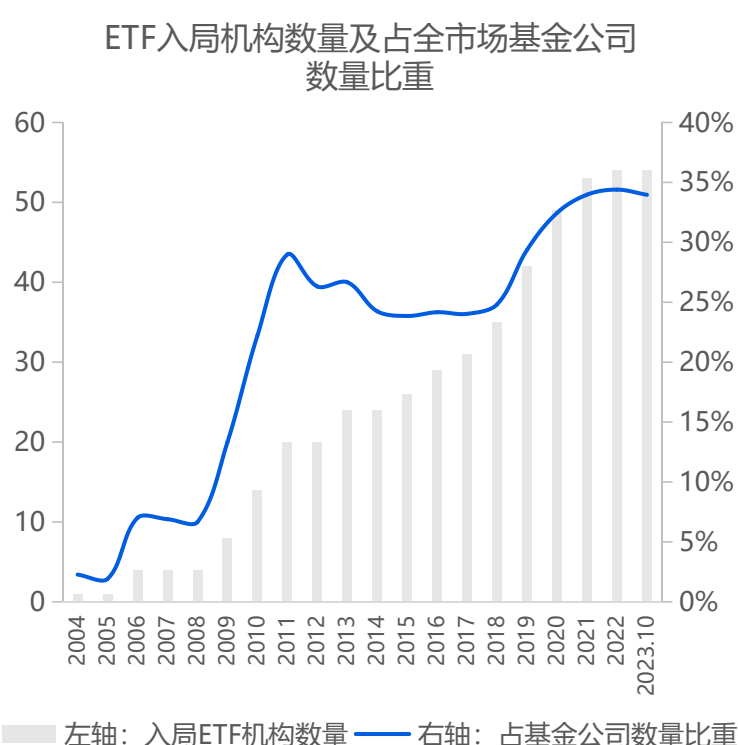
不到4成基金公司入局，集中度持续下行，竞争空间仍相对充裕

- 从竞争空间看，目前ETF规模占指数基金比重持续提升，但不到60%，同时ETF管理规模集中度持续下行。截至2023年10月底，入局ETF的机构数量共54家，占持牌基金公司数量不到40%，且大部分公司管理规模很小，整体竞争空间仍相对充裕。

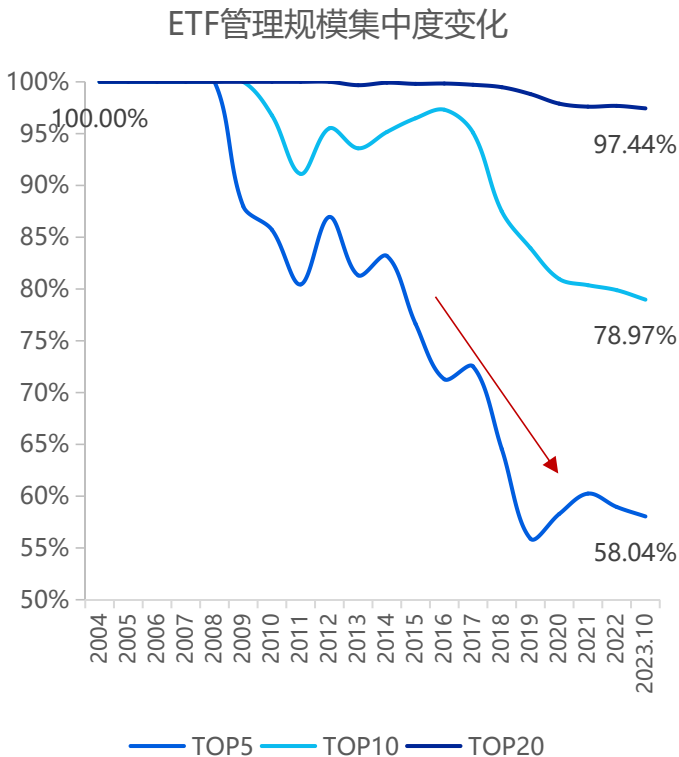
ETF占指数基金比重有待提升



入局机构数量占比不到4成



管理规模集中度持续下行



费改背景下，投资者关注重点将逐渐向费率转移，叠加指数持续跑赢主动基金，ETF仍具备较大发展潜力

- SEC针对基金产品指定了详尽细致的信息披露要求，驱动投资者关注持有成本，基金费用超过业绩成为最重要的考量维度。我们认为在费改背景下，随着基金费率信息披露逐步强化，投资者关注度将逐步从业绩向费用转移。同时2021下半年以来，偏股基金持续跑输指数，随着基金费率的不断下行，ETF基金的配置性价比不断提升。

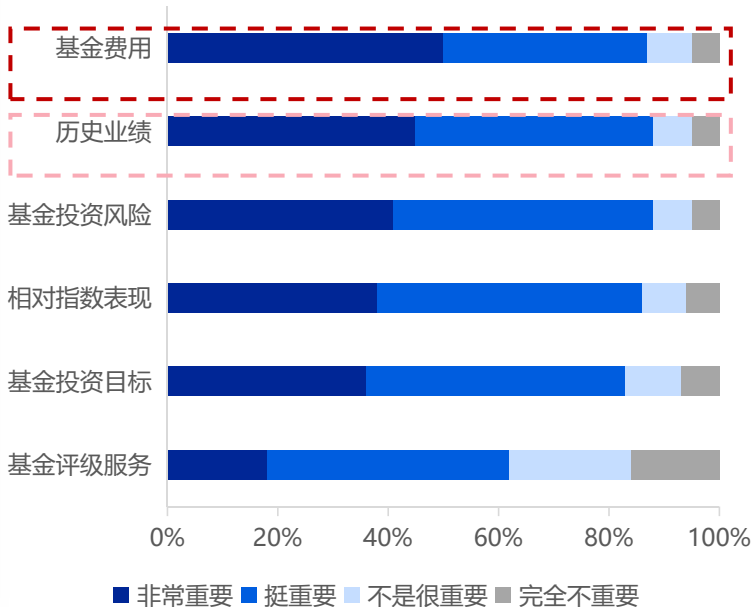


费率改革：加强信息披露

- 综合费用披露：**修订基金产品资料概要，以更醒目、简明、通俗形式披露基金产品综合费用
- 尾随佣金披露：**修订基金年度报告模板，分别列示基金管理人管理费净收入与尾随佣金支出，客观反映基金管理人、基金销售机构的费用实际收取情况
- 交易佣金披露：**强化基金管理人证券交易佣金年度汇总支出情况披露要求，反映证券交易佣金费率水平和分配情况

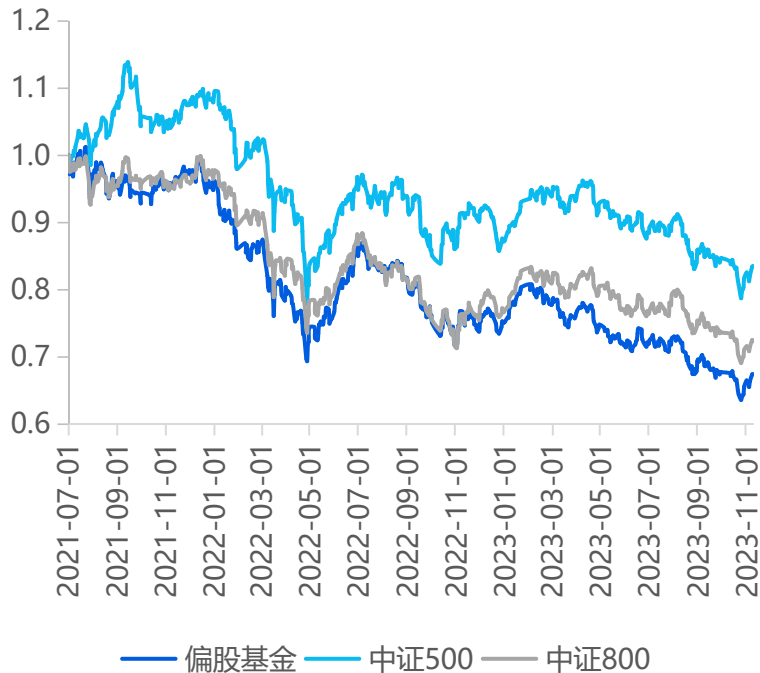
美国加强信披后，费用超过业绩成为首要考量因素

美国投资者投资基金时主要考虑因素
(2022)



2021下半年以来偏股基金持续跑输指数

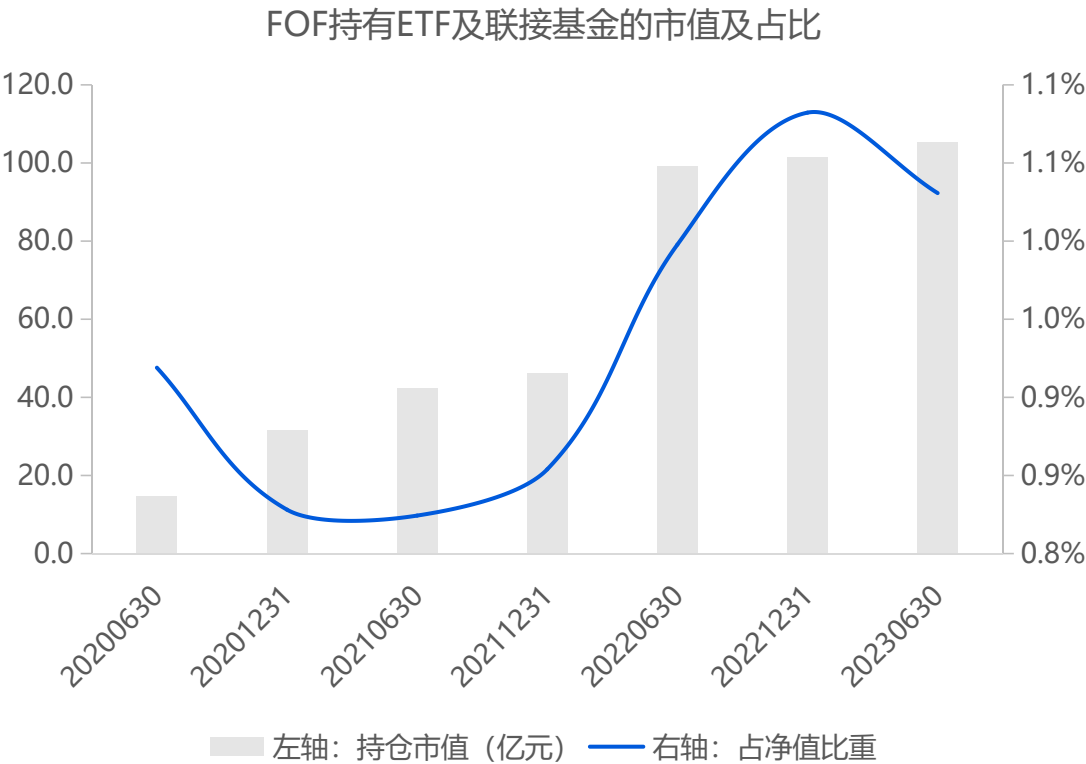
2021下半年以来偏股基金与指数走势



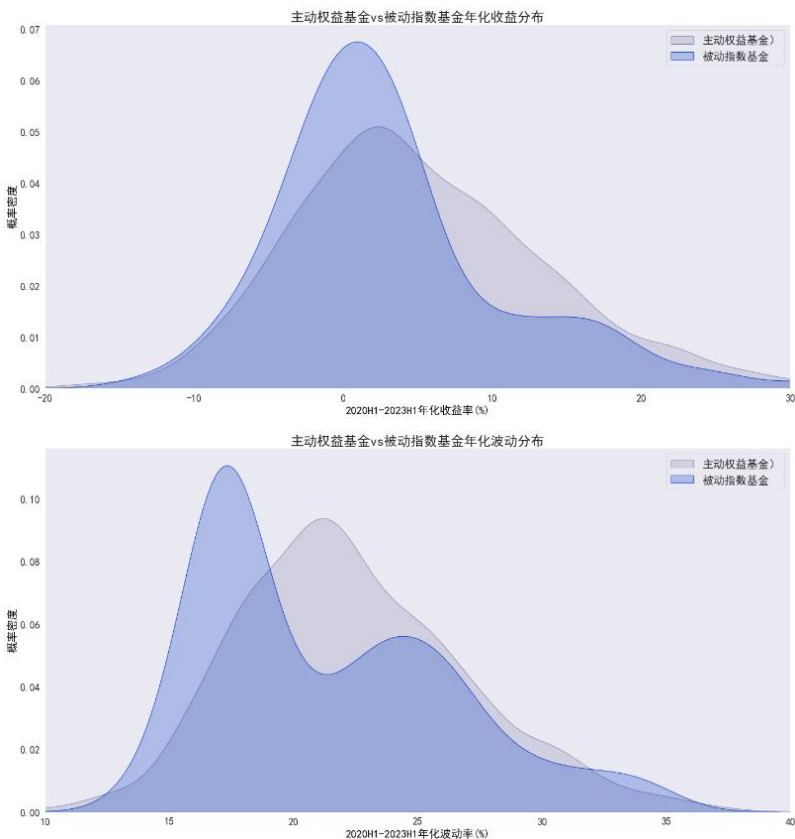
□ 买方投顾转型背景下，ETF凭借更强的收益确定性和持仓透明度，工具化配置属性占优

- FOF作为配置型产品，近年来在ETF上的持仓持续增加。与主动权益基金相比，指数基金具备更强的收益确定性和相对更低的波动分布，可作为较为理想的配置工具。在买方投顾转型背景下，ETF将成为居民资产配置组合中的重要组成部分，将迎来长足发展。

FOF持有ETF及其联接基金的占比逐年上升



指数基金收益确定性较主动权益基金更高

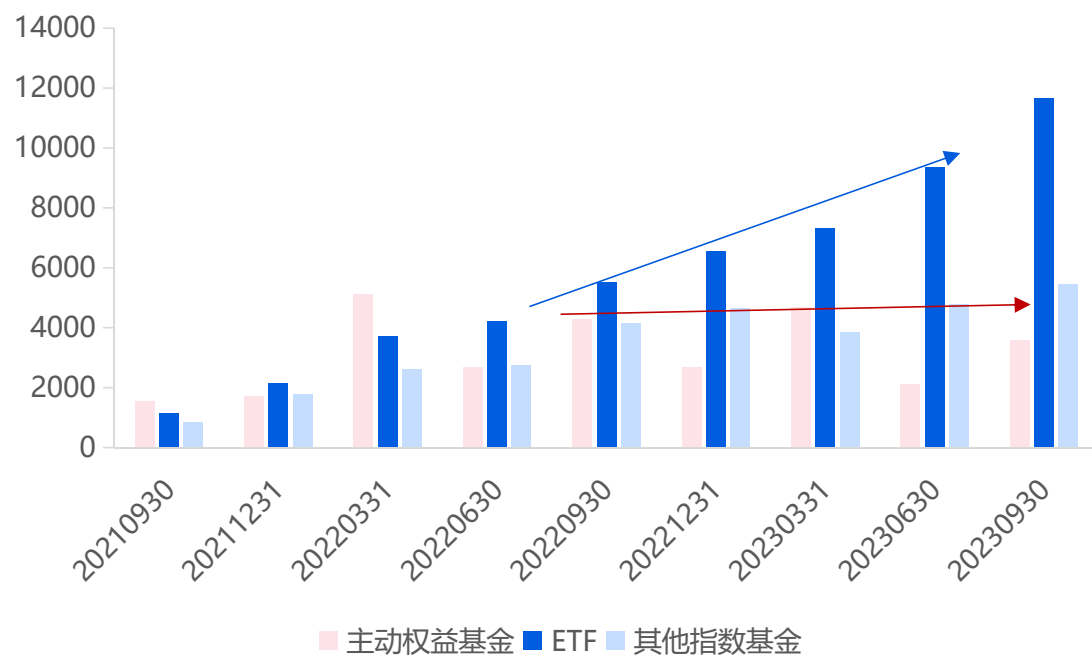


2023年初以来资金持续流入ETF，主要流入宽基产品

- 2022下半年以来，指数基金资金呈现持续流入态势，尤其是**ETF引领规模增长**。相比之下，主动权益基金份额持续走平甚至在部分时间区间有所下跌。
- 而从内部流向看，**资金主要流向了宽基产品**，行业主题类净流入规模逐渐走平，使得宽基与行业主题的差距逐步拉大。

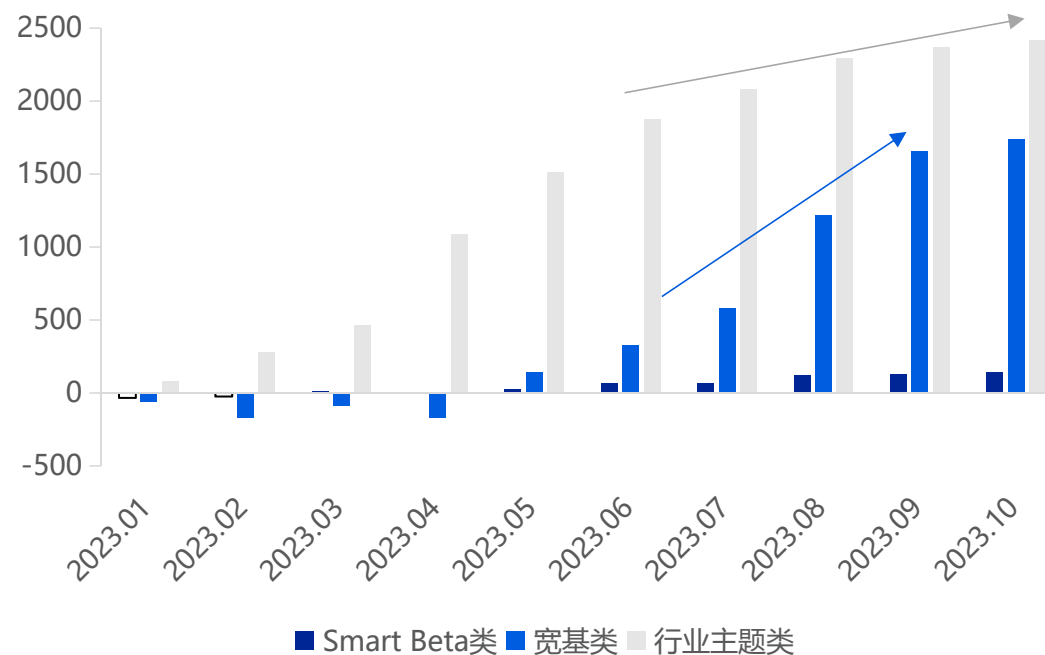
主动权益基金份额见顶，ETF引领指数基金份额增长

过去2年主动权益及指数基金累计净流入份额（亿份）



流入以宽基和行业主题为主，宽基ETF较行业主题流入更多

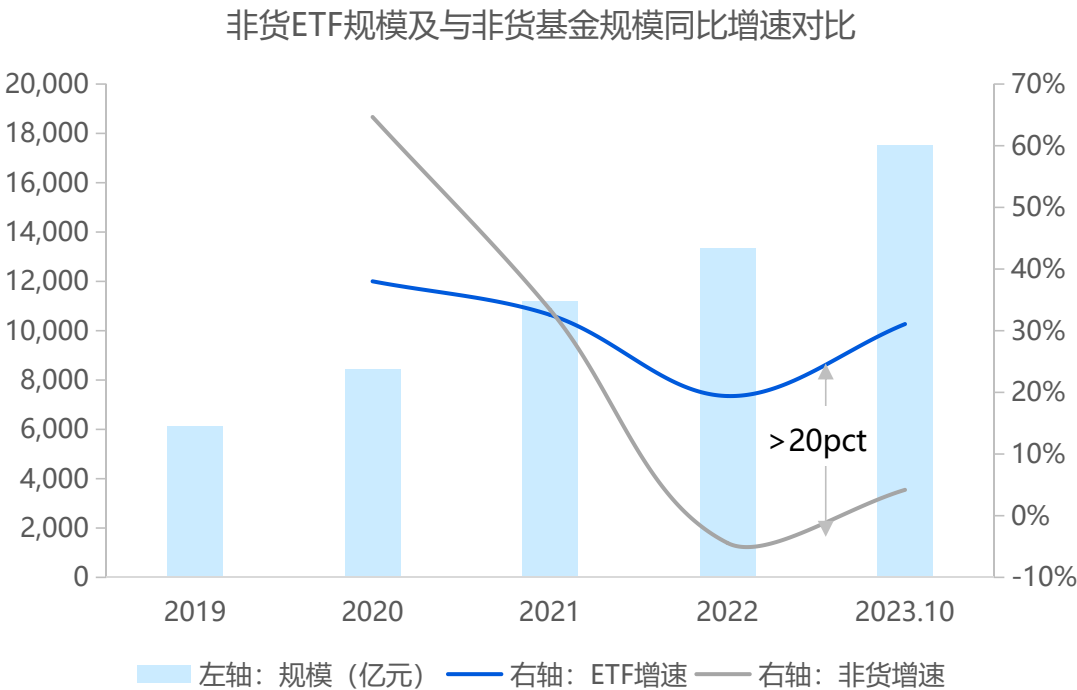
2023年以来各类股票型ETF累计净流入份额（亿份）



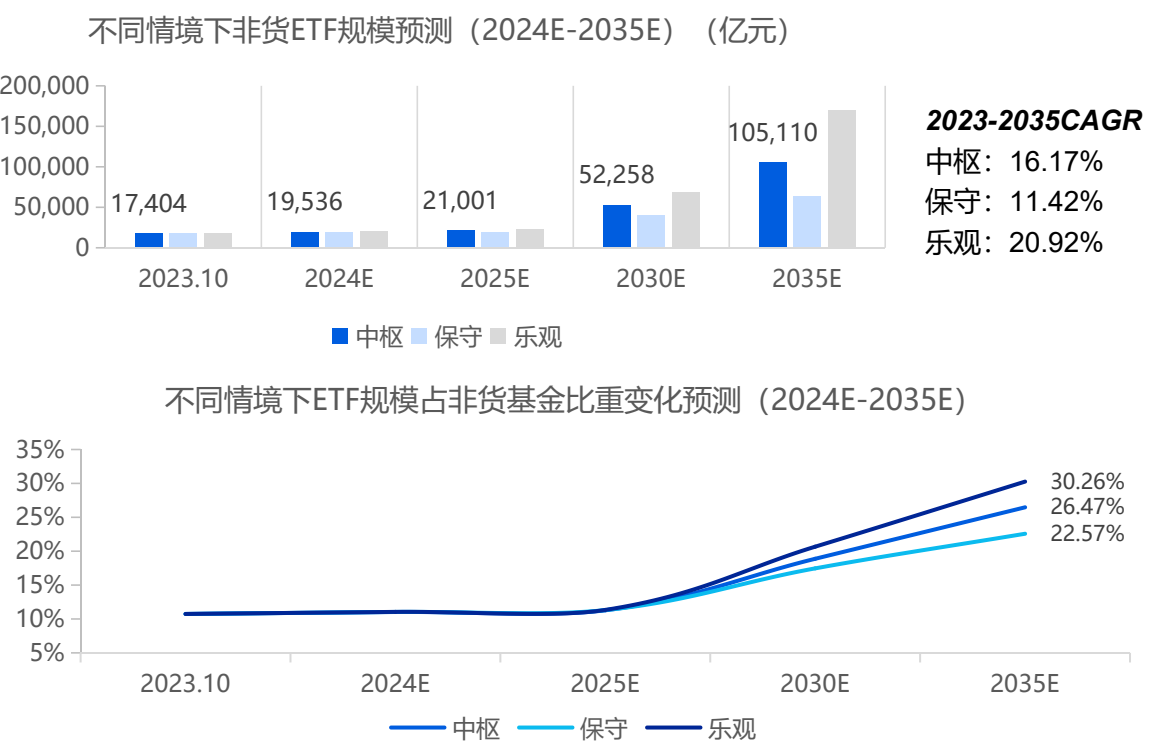
展望后市，ETF规模扩张将阶段性趋缓，但更远的未来仍潜力较大

- 过去2年在偏股基金无法跑赢指数的背景下，包括ETF在内的指数基金扩张力度超前，在全市场非货币基金规模增速为个位数甚至负增长的背景下，ETF连续两年规模增速超过非货币基金20pct以上，截至2023年10月底，ETF规模较年初增长已超过30%，主要来源于存量市场中ETF对主动基金的系统性替代。但在公募市场依然无核心增量的判断下，我们认为ETF的规模扩张可能将出现阶段性放缓，后续2~3年增速可能有所下滑。但从更长远的周期看，ETF的扩张潜力依然十足。中性情境下，我们预计ETF市场规模在2035年或达到10.5万亿元，占全市场非货币基金比重26.47%。

ETF过去2年增速远高于全市场非货币基金，短期扩张将逐步放缓



长周期来看，ETF规模扩张潜力仍然很大，中性情境下2035年占比或提升超20pct



01.

美国ETF市场发展脉络及机构特点

02.

我国ETF市场发展复盘及增长潜力分析



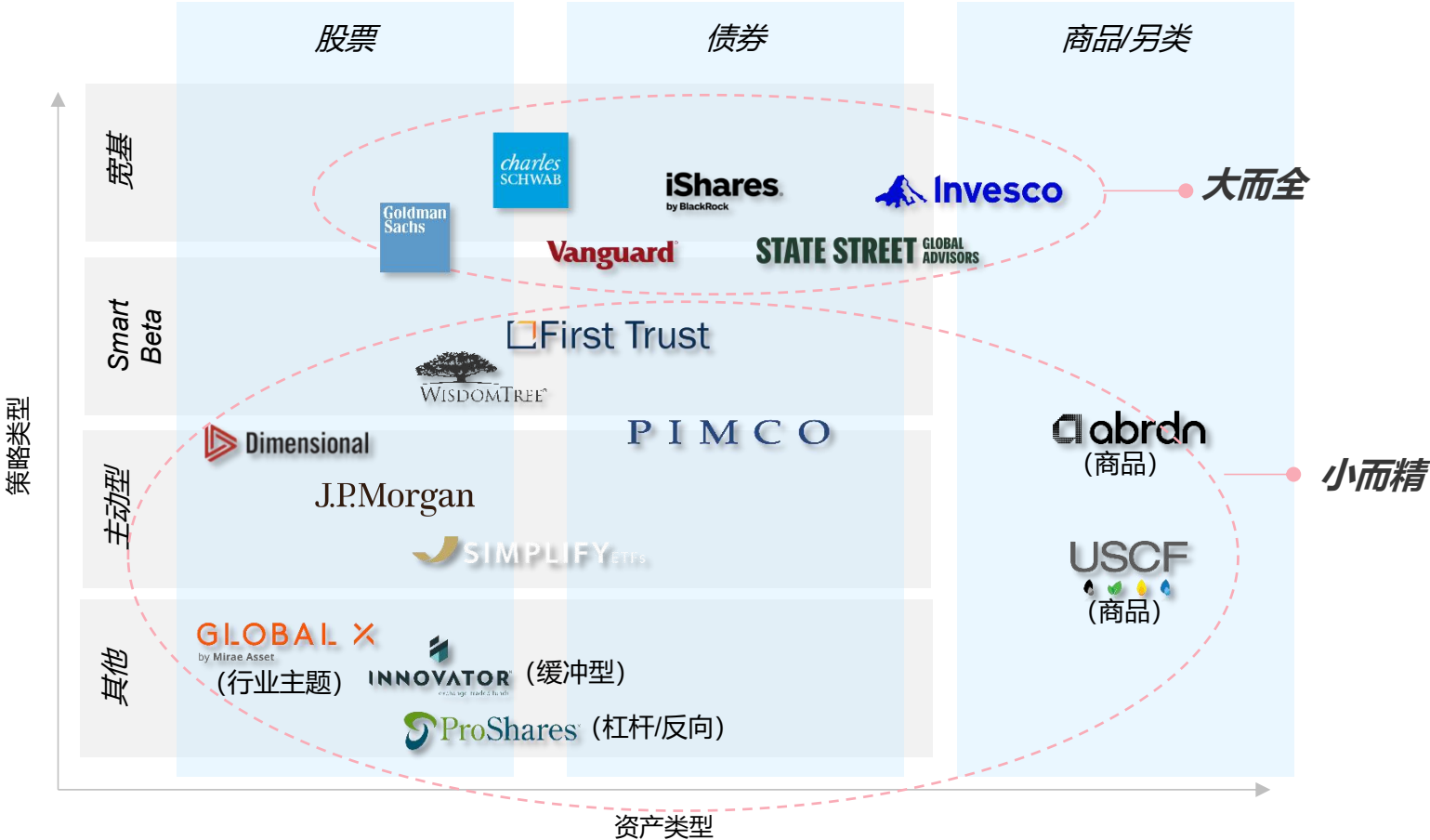
03.

美国ETF发展模式梳理及借鉴意义

04.

我国ETF市场发展趋势、未来模式选择与布局思路

美国ETF业务生态多元，包括大而全和小而精两种，共同特点是在某领域形成规模优势后向其他领域拓展



美国ETF机构发展路径大多历经两个阶段

- 第一阶段 局部突破
选择机构布局拥挤度较低的某一领域集中布局，打造规模优势，形成品牌和护城河，实现一阶突破
- 第二阶段 全面布局
以优势领域为核心，在加固护城河的基础上延伸布局，形成核心+卫星布局，逐步通过多元产品覆盖多层次需求

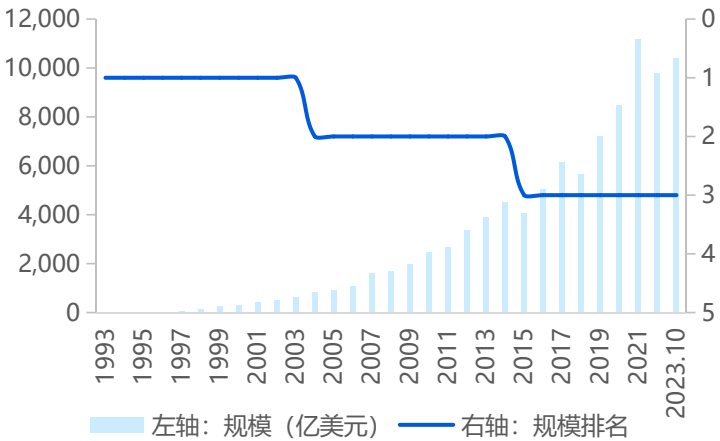
从路径看，美国ETF业务的发展模式可归纳为四类

	 先发全能型	 弯道超车型	 投顾驱动型	 另辟蹊径型
模式描述	在ETF发展早期入局，通过跑马圈地建立了规模效应和品牌优势，并不断完善布局	以外延并购为主要手段，通过收购业内ETF规模领先的机构取得领导地位	以服务投顾客户的配置需求为目标，通过低费率手段持续吸引长期资金	避开巨头集中布局的赛道，通过在细分领域进行产品创新打造口碑，实现破局
布局范围	全覆盖	全覆盖	重点领域全覆盖	差异化
适用阶段	ETF市场刚开始发展，入局机构较少的初创期	ETF发展形成一定规模，有可供并购对象的成长期及以后	对应买方投顾转型阶段，且ETF供给较为丰富的时期	ETF市场竞争已经达到一定程度、头部效应形成时期
代表机构	- 道富全球资管 - 安硕 - 景顺	贝莱德	- 先锋领航 - 嘉信理财	- Smart Beta：WisdomTree - 杠杆/反向型：ProShares - 缓冲型：Innovator - 主动型：摩根大通 - 商品型：安本标准

道富全球资管：凭借先发优势，分阶段搭建起完善的ETF产品矩阵

- 道富全球资管于1993年发行了全球第一只ETF产品，是最早一批入局ETF业务的资管机构之一，当前管理规模仅次于贝莱德和先锋领航。其ETF发展稳扎稳打、循序渐进，初期布局基础产品形成相对完整的权益产品矩阵，在此基础上加大固收和海外产品布局，而后进一步扩充产品矩阵，尤其是完善在Smart Beta领域的布局，并打造ETF解决方案体系，服务各类投资需求。2016年至今，道富全球资管跟随市场趋势，持续强化在主动、主题型产品上的布局。

道富全球资管ETF规模及排名



道富全球资管ETF规模结构 (2023.10)

	Smart Beta	宽基型	行业主题型	主动型
股票	7.45%	49.27%	25.13%	0.03%
固定收益	0.33%	11.02%		0.82%
混合配置				0.08%
商品				5.87%

道富全球资管ETF业务发展历程

2007年前

权益起步 搭建矩阵
初期布局基础宽基股票产品，覆盖大中小盘。在此基础上推出热门行业主题产品，以及不同规模指数的Smart Beta产品，覆盖成长/价值/红利等主流因子，搭建起相对完整的权益ETF矩阵

2007-2012年

布局固收 迈向海外
大量布局固收ETF，覆盖不同期限、不同券种的债券指数，并着力加强海外宽基股票ETF布局

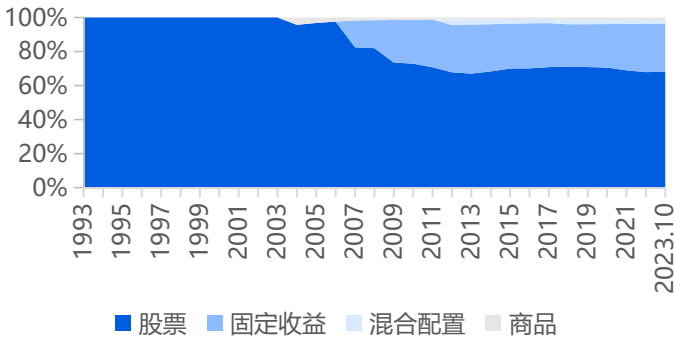
2013-2016年

扩充因子 加强Smart Beta布局
扩充Smart Beta产品的因子类型，包括低波、动量、ESG以及综合类因子

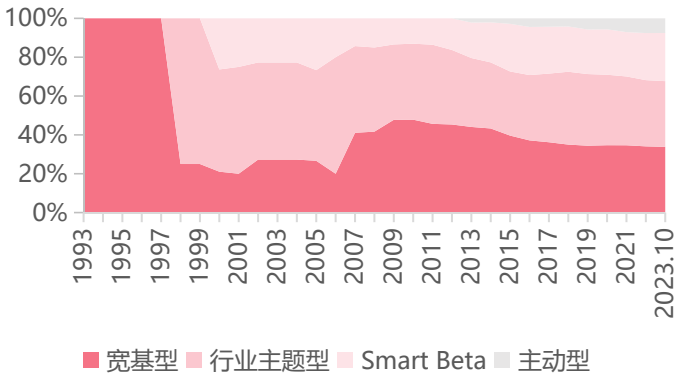
2016年至今

跟随市场 查漏补缺
跟随市场趋势，布局以ETF为底层持仓的主动产品，并加强在主题和科技行业上的布局

道富全球资管ETF数量分布 (按资产类型)



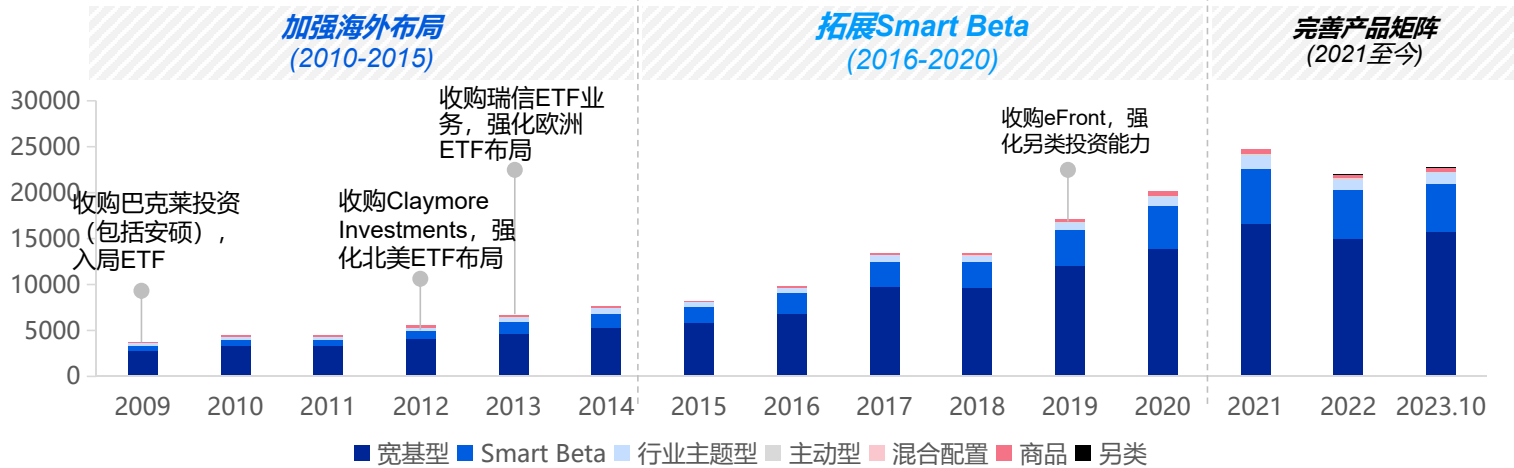
道富全球资管ETF数量分布 (按策略)



贝莱德：收购安硕后开展一系列并购巩固优势，并持续完善布局，规模持续领先

- 贝莱德是弯道超车型的典型代表。贝莱德入局ETF的时间晚于道富，但得益于其在2009年对巴克莱投资的并购举措，使其一举成为ETF管理规模最大的资管机构，随后通过不断地并购，加强在海外、另类投资等领域的布局，并不断完善产品矩阵，持续巩固其领先地位，引领市场。同时率先发行目标日期型ETF，为没有养老金账户的投资者提供低成本的目标日期投资解决方案。

贝莱德ETF管理规模（亿美元）（美国境内）



贝莱德ETF业务发展历程

加强海外布局 (2010-2015)

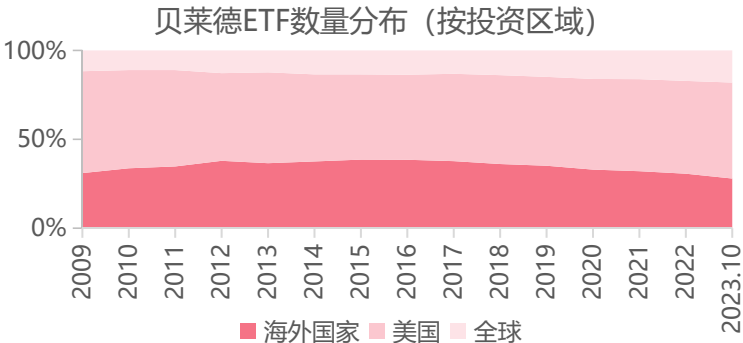
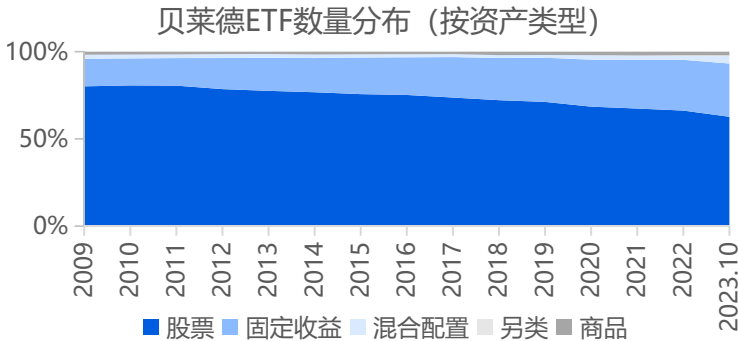
通过一系列海外收购加强海外投资能力，并集中布局投资全球及海外地区的产品，以**宽基股票**为主

拓展Smart Beta (2016-2020)

加强股票和固收ETF在Smart Beta领域的布局，包括**ESG、红利、低波以及固定到期、综合多因子**等策略

完善产品矩阵 (2021至今)

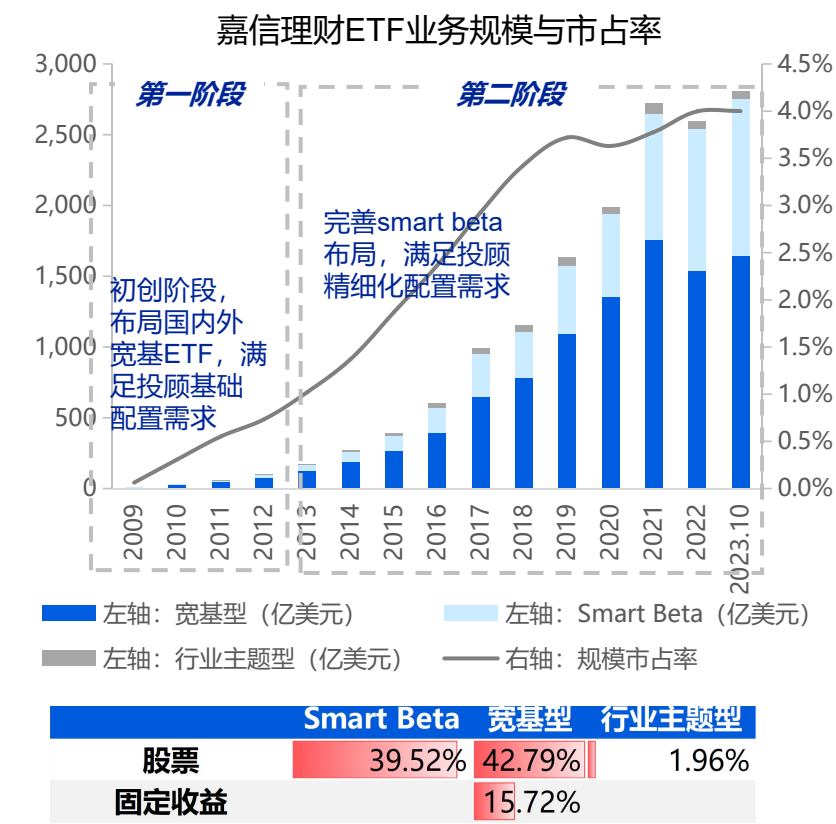
持续完善传统领域的同时，拓展以**技术科技领域**为主的行业主题ETF布局，并发力**目标日期型**的混合配置类ETF，满足无401(k)账户投资者的**低成本养老**投资需求



嘉信理财：聚焦投顾客户群，凭借低费率优势和代销平台快速上量

- 嘉信入局ETF的时间较晚，但得益于其广泛的渠道网络，使其在需求端具备独特优势。嘉信以低费率的ETF基金入局，主要布局面向投顾客户群的宽基和Smart Beta产品，并依托ETF OneSource平台的流量优势，使其能够迅速打开市场，争得一席之地，规模市占率不断提升。

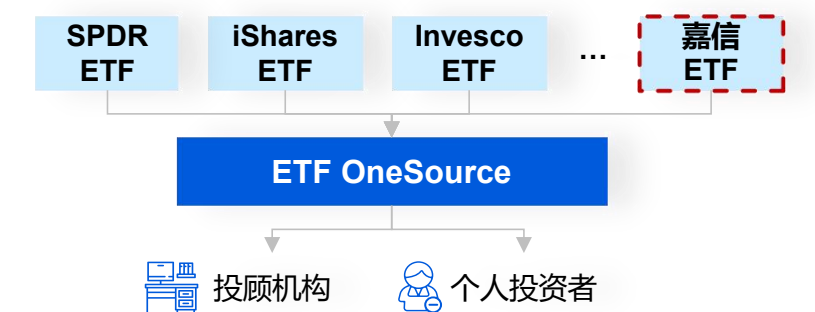
产品布局主次分明，分阶段上量



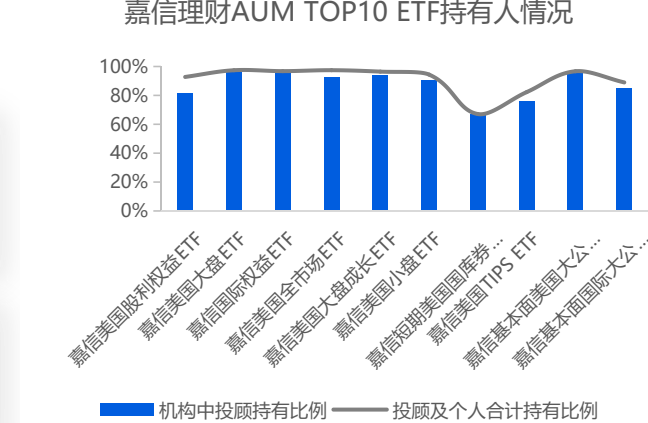
定位投顾客户群，布局核心配置类产品



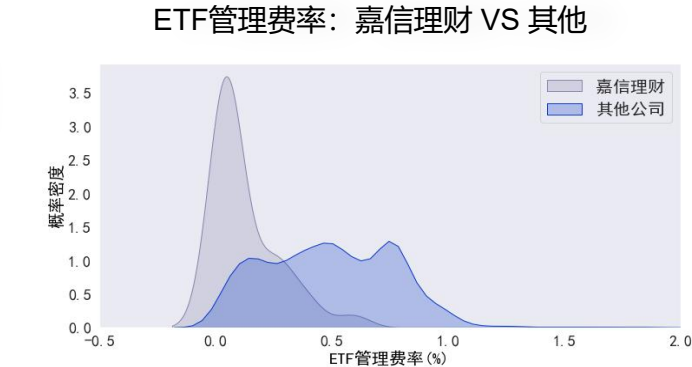
依托ETF OneSource平台注入自身产品



ETF持有人以投顾和个人客群为主



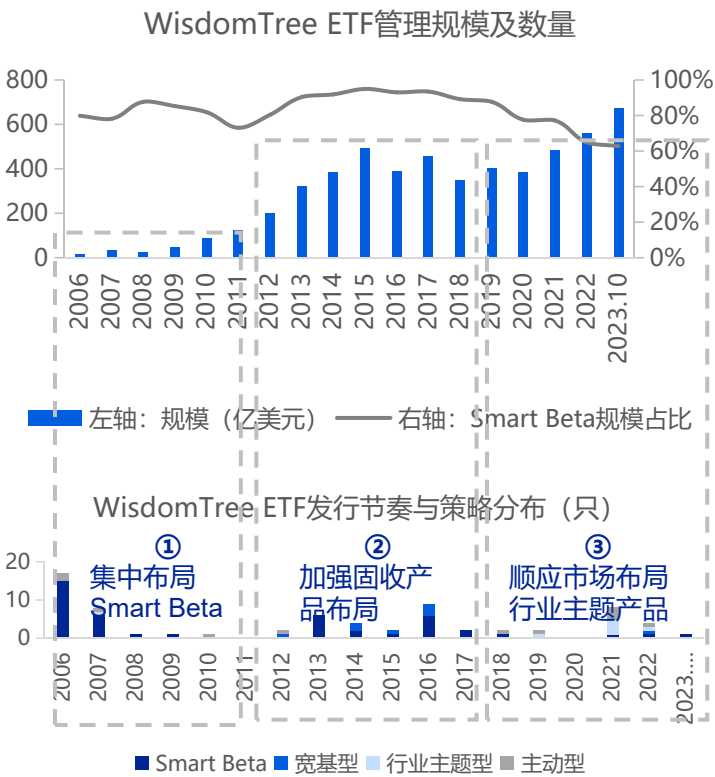
ETF费率远低于市场其他机构



WisdomTree：开创基本面加权指数，引领Smart Beta ETF发展

- 不同于先发的传统资管机构，WisdomTree以跟踪自研指数的Smart Beta产品入局，通过开创基本面加权指数体系，尤其是将股息率作为加权因子，挖掘由于普通市值加权导致的错误定价带来的超额收益，使其在Smart Beta建立了坚固的护城河。同时不断拓展自身产品边界，固收布局上，WisdomTree发行了第一批浮动利率国债ETF，随着加息周期中利率上行，规模迅速扩张。

Smart Beta优势产品打底，不断拓展边界



开创基本面加权指数体系，获取超额收益

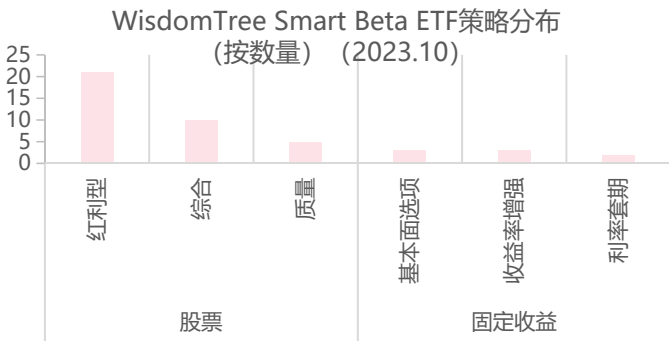
传统指数：

- 按市值加权，高估值股票权重被高估，低估值股票权重被低估

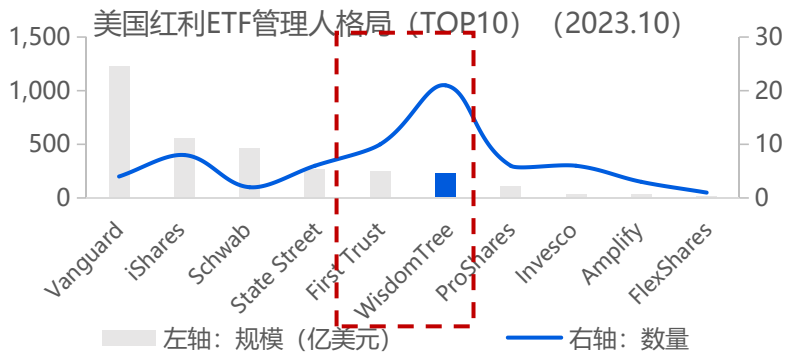
Wisdom指数：

- 基于规则：基于流动性、动量等标准筛选指数成分
- 按基本面加权：按利润率、股息率等基本面因子加权，可利用市场噪声实现超额收益

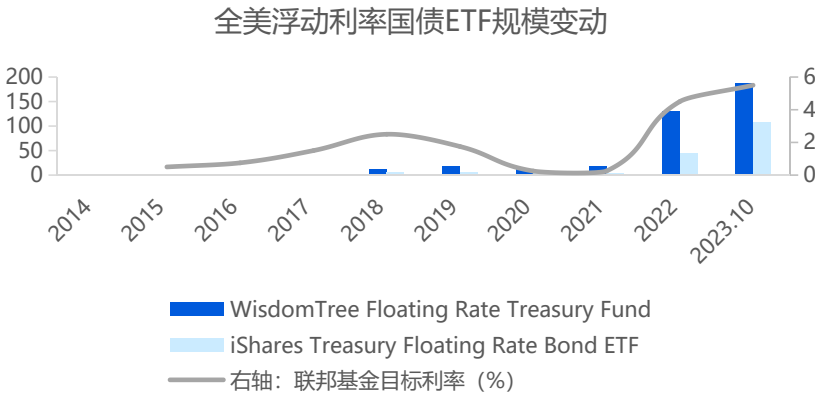
策略多元，以红利和基本面为主



红利型产品规模位居美国前列



抓住加息周期的利率上行机会，发行浮动利率产品



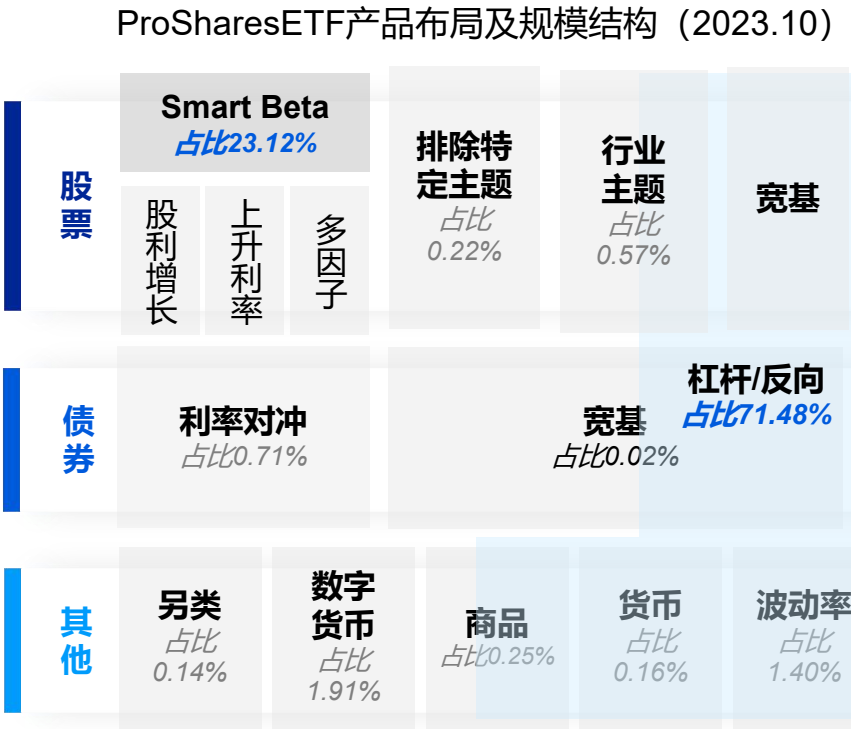
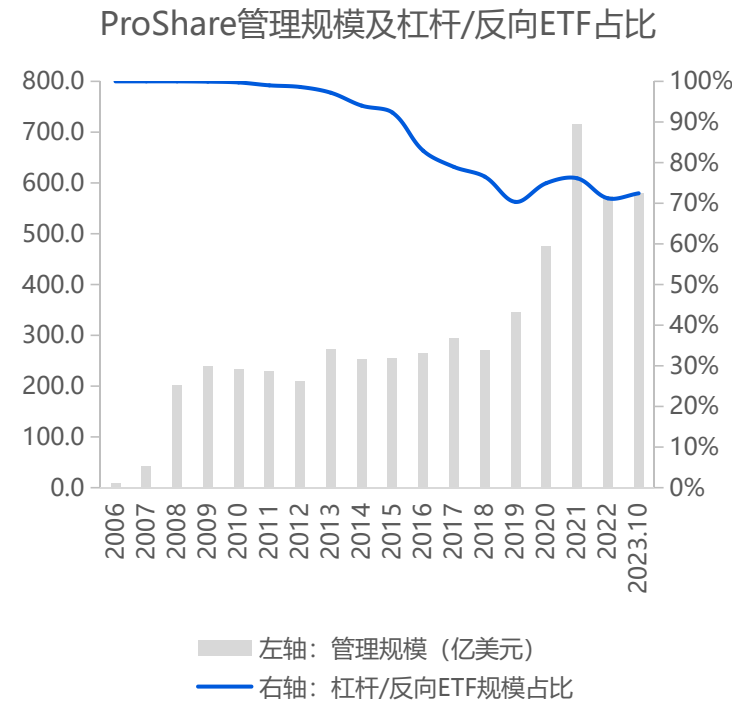
ProShares：以杠杆/反向ETF起步，发展成为该领域巨头后加强其他创新领域ETF布局

- 作为与WisdomTree同一时期入局ETF的资管机构，ProShares选择了以杠杆和反向ETF起步，围绕宽基和不同行业、不同资产类型发行了杠杆ETF和反向ETF，在杠杆/反向领域建立了护城河，目前ProShares是全球杠杆/反向ETF管理规模最大的机构，2023年10月规模占全公司规模比重在70%以上。2020年以来，ProShares加强了在其他产品上的布局，尤其是Smart Beta领域在股利增长、上行利率和多因子等方面的布局，实现规模二次增长。

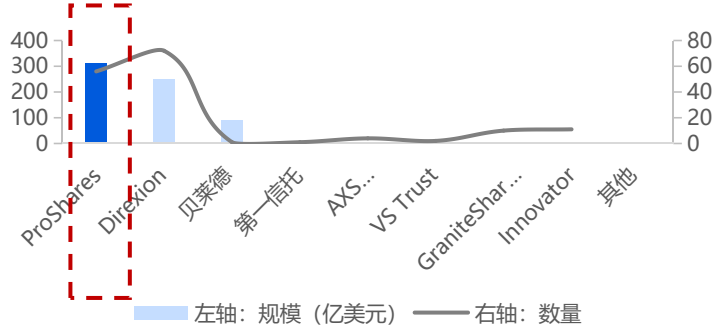
杠杆/反向ETF形成规模效应后拓展其他产品，占比下滑

杠杆/反向ETF规模超七成，Smart Beta居其次

杠杆/反向ETF规模居首位

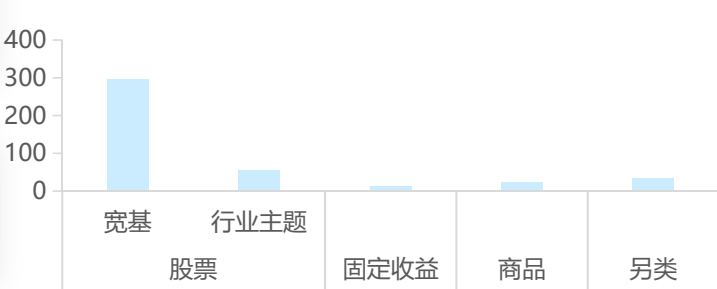


杠杆/反向ETF管理人规模格局 (2023.10)



杠杆/反向ETF涵盖各类资产，布局完善

ProShares杠杆/反向ETF策略分布 (2023.10)



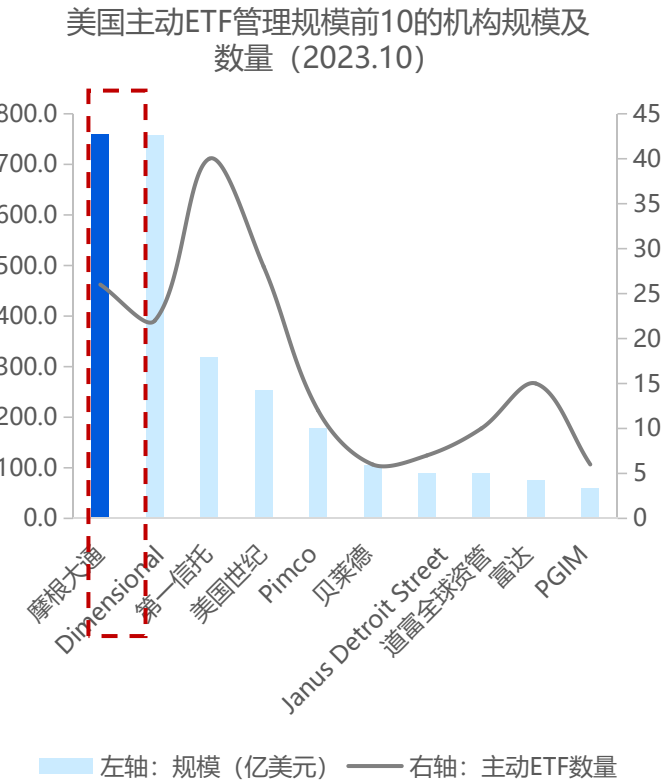
摩根大通：作为入局较晚的大型投行，以稳健管理的主动ETF实现规模突破，在此基础上不断完善布局

- 摩根大通入局ETF的时间较晚，在传统赛道不具备先发优势，因此选择了发展较快的主动ETF赛道，凭借其已有的主动产品管理经验，在主动ETF领域建立了规模优势，目前是全美主动ETF管理规模最大的资管机构。在建立主动ETF品牌优势的基础上，摩根大通拓展了其他赛道的（主要是宽基和Smart Beta）的产品布局，兼顾其投顾客户的多元需求，目前产品结构上以主动和宽基为主。

以主动ETF破局，而后完善产品布局



主动ETF规模领先



产品结构上已形成主动和宽基双足鼎立格局

摩根大通ETF产品规模结构与布局（2023.10）

	股票	固定收益
Smart Beta	4.39%	
宽基型	27.11%	2.62%
行业主题型	0.95%	
主动型	38.15%	26.78%

宽基

依托BetaBuilders品牌，覆盖国内外、大中小盘股票市场指数和长中短期、国债/企业债债券市场指数

主动

基于多因子，结合衍生品构建主动管理ETF组合，满足收入、特定风险暴露等多种投资需求

Smart Beta

覆盖美国及全球地区的质量、价值、动量、ESG以及综合多因子指数

以摩根大通规模最大的主动ETF为例，为满足稳定收入需求，构建低波价值+ELN的稳健投资组合

- 在摩根大通管理规模最大的10只ETF中，主动ETF占比5成，其中规模最大的股票溢价收入ETF也是主动ETF。该只基金采用低波价值+股票挂钩票据（ELN）实现了稳健的业绩表现，吸引了大量个人投资者。

规模最大的10只ETF中有5只为主动ETF

摩根大通规模TOP10 ETF产品信息

基金名称	成立时间	资产类型	策略类型	规模 (亿美元)
JPMorgan Equity Premium Income ETF	2020	股票	主动型	291.23
JPMorgan Ultra-Short Income ETF	2017	固定收益	主动型	230.69
JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	2018	股票	宽基型	87.96
JPMorgan sdaq Equity Premium Income ETF	2022	股票	主动型	62.40
JPMorgan BetaBuilders Cadda ETF	2018	股票	宽基型	56.87
JPMorgan BetaBuilders Europe ETF	2018	股票	宽基型	51.43
JPMorgan International Research Enhanced Equity ETF	2022	股票	主动型	50.86
JPMorgan BetaBuilders Developed Asia Pacific-ex Japan ETF	2018	股票	宽基型	38.10
JPMorgan BetaBuilders International Equity ETF	2019	股票	宽基型	35.60
JPMorgan Ultra-Short Municipal Income ETF	2018	固定收益	主动型	24.99

低波价值策略打底

01

在标普500中优选价格和盈利波动较低的低估值股票，每只股票仓位上限2%，行业仓位上限17.5%，以此构建起大盘低波组合

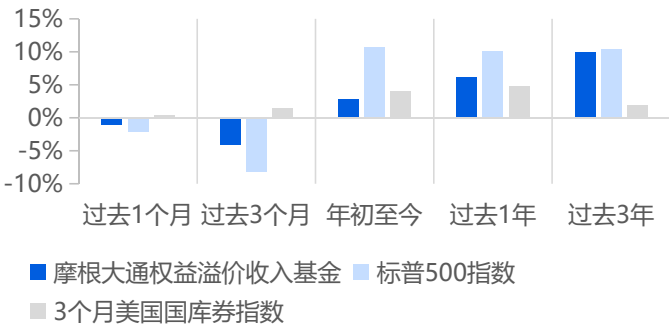
股票挂钩票据（ELN）缓冲

02

组合资金20%投资于ELN，相当于构建标普500指数备兑期权策略，权利金则为每月分配的票息，并锁住向上的资本利得空间

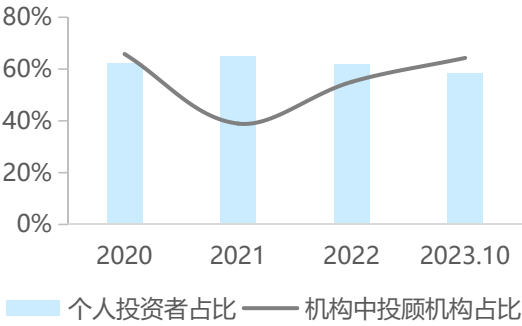
业绩表现介于股票和债券之间

标的基金业绩表现（2023.10）



持有人超5成成为个人投资者，投顾机构其次

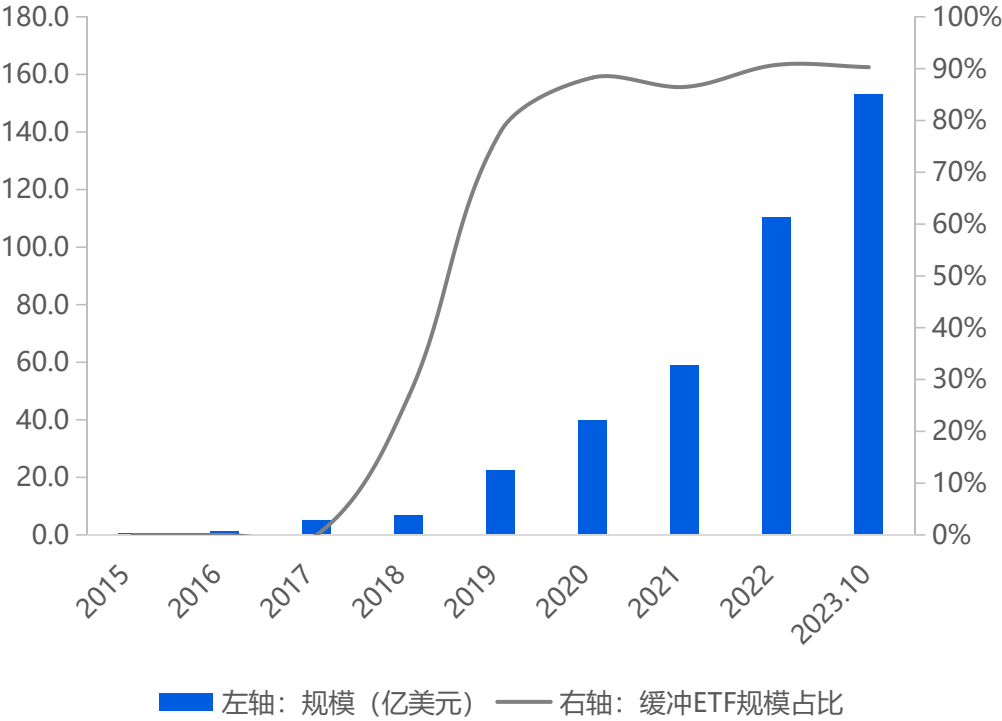
标的基金投资者结构



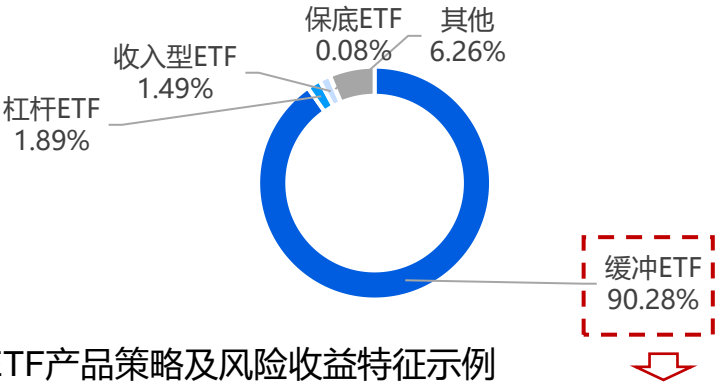
❑ Innovator：创新期权对冲ETF，打造主动管理和被动指数跟踪+衍生品对冲的缓冲型ETF产品组合

- 作为在分化期前后入局ETF的资管机构，Innovator在宽基、行业主题、Smart Beta、杠杆/反向等领域都不具备先发优势，因此以创新品类期权对冲的缓冲型ETF作为其发展方向，在缓冲型ETF领域建立了知名度。利用备兑期权等手段，减少产品波动，将产品风险收益锁定在股票和债券之间，满足了稳健风险偏好人群的投资需求。

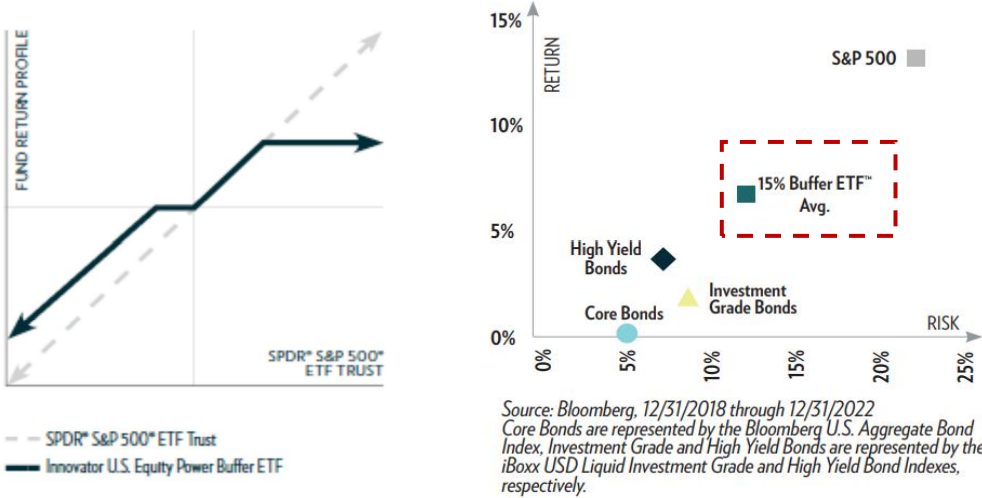
Innovator ETF管理规模及缓冲ETF规模占比



Innovator
ETF产品
规模机构
(2023.10)

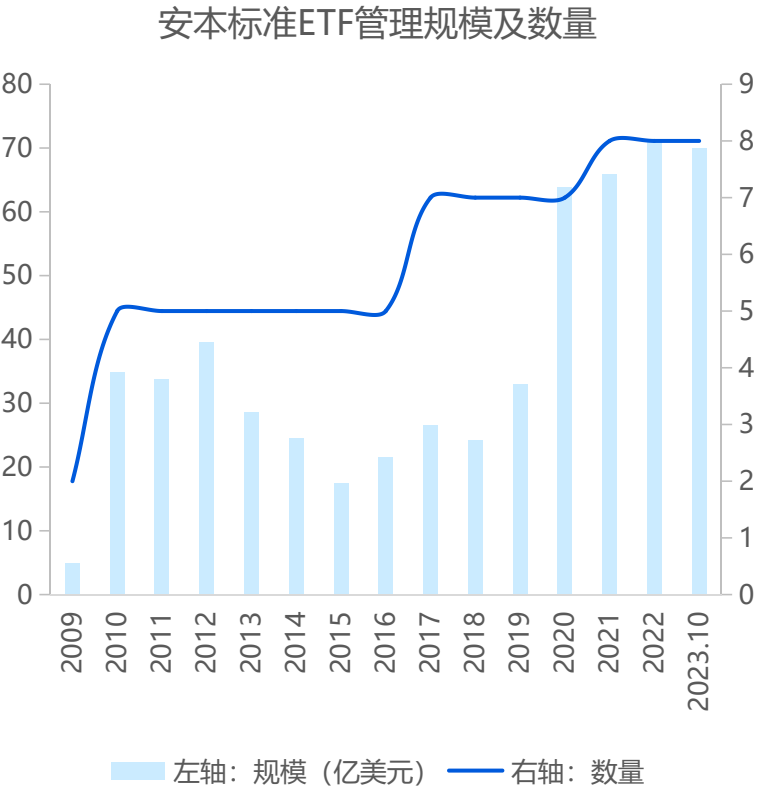


缓冲ETF产品策略及风险收益特征示例



安本标准：专注贵金属商品ETF领域，成为领先的商品ETF提供商

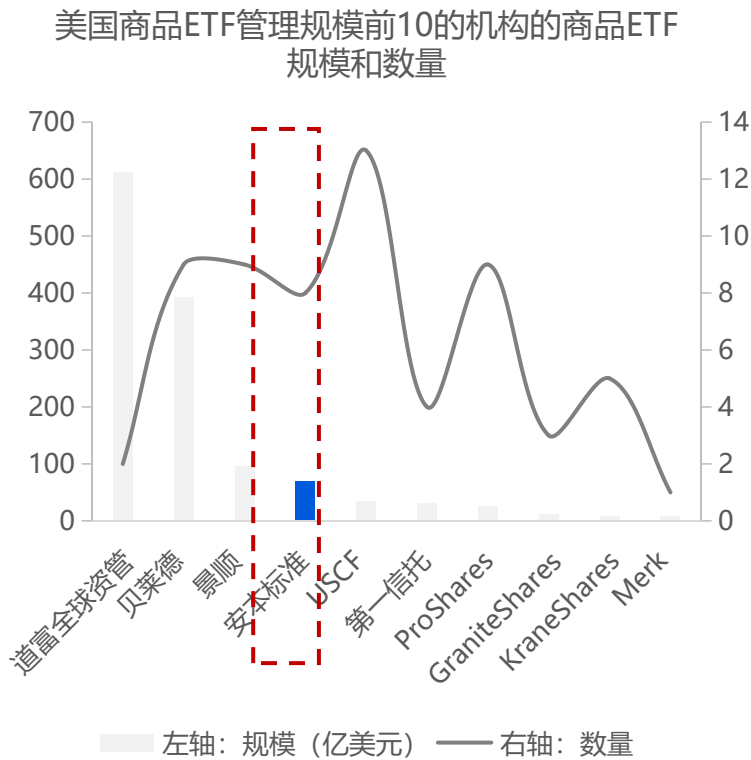
- 安本标准瞄准拥挤度相对较低的商品ETF赛道，专注提供有色金属为主的商品ETF，在商品ETF领域建立了规模优势。安本标准的产品布局中均为商品整体ETF、贵金属和工业金属ETF产品，数量不超过10只，但已成为美国商品ETF管理规模第4的机构，仅次于道富全球资格、贝莱德和景顺。



产品布局以贵金属商品为主

安本标准ETF产品布局			
基金名称	投资领域	成立日期	规模 (亿美元)
abrdn Physical Silver Shares ETF	商品/贵金属	2009/7/24	10.46
abrdn Physical Gold Shares ETF	商品/贵金属	2009/9/9	27.35
abrdn Physical Platinum Shares ETF	商品/贵金属	2010/1/8	9.13
abrdn Physical Palladium Shares ETF	商品/贵金属	2010/1/8	2.09
abrdn Physical Precious Metals Basket Shares ETF	商品/贵金属	2010/10/22	9.45
abrdn Bloomberg All Commodity Strategy K-1 Free ETF	商品	2017/3/27	8.74
abrdn Bloomberg All Commodity Longer Dated Strategy K-1 Free ETF	商品	2017/3/27	2.54
abrdn Bloomberg Industrial Metals Strategy K-1 Free ETF	商品/工业金属	2021/9/23	0.24

商品ETF规模仅次于头部机构



参考美国经验，不同发展模式适用不同类型的机构，需结合自身资源禀赋和业务定位选择合适的路径

	适用国内机构	可复制程度	借鉴意义
 先发全能型	大型机构	☆☆☆	对于具备先发优势的头部机构而言，不断完善布局，逐步打造为ETF超市是必经之路，但对于中小机构而言成本高昂，且难以撬动竞争格局
 弯道超车型	- 大型机构 - 中型机构	☆☆	国内尚未有基金公司整体合并或业务合并相关实践，可复制性较低，可关注未来潜在机遇
 投顾驱动型	基金投顾持牌机构	☆☆☆☆	我国正处于买方投顾转型阶段，基金投顾试点转常规将提供更多机遇，通过费率优惠辅以投顾服务吸引并留住客群或是破局之道
 另辟蹊径型	- 中小型机构 - 还未入局的机构	☆☆☆☆☆	对于还未形成品牌效应的机构而言，避开拥挤度较高的领域，依托自身资源禀赋选择差异化细分赛道，比较容易在短期内打开市场

01.

美国ETF市场发展脉络及机构特点

02.

我国ETF市场发展复盘及增长潜力分析

03.

美国ETF业务模式梳理及借鉴意义

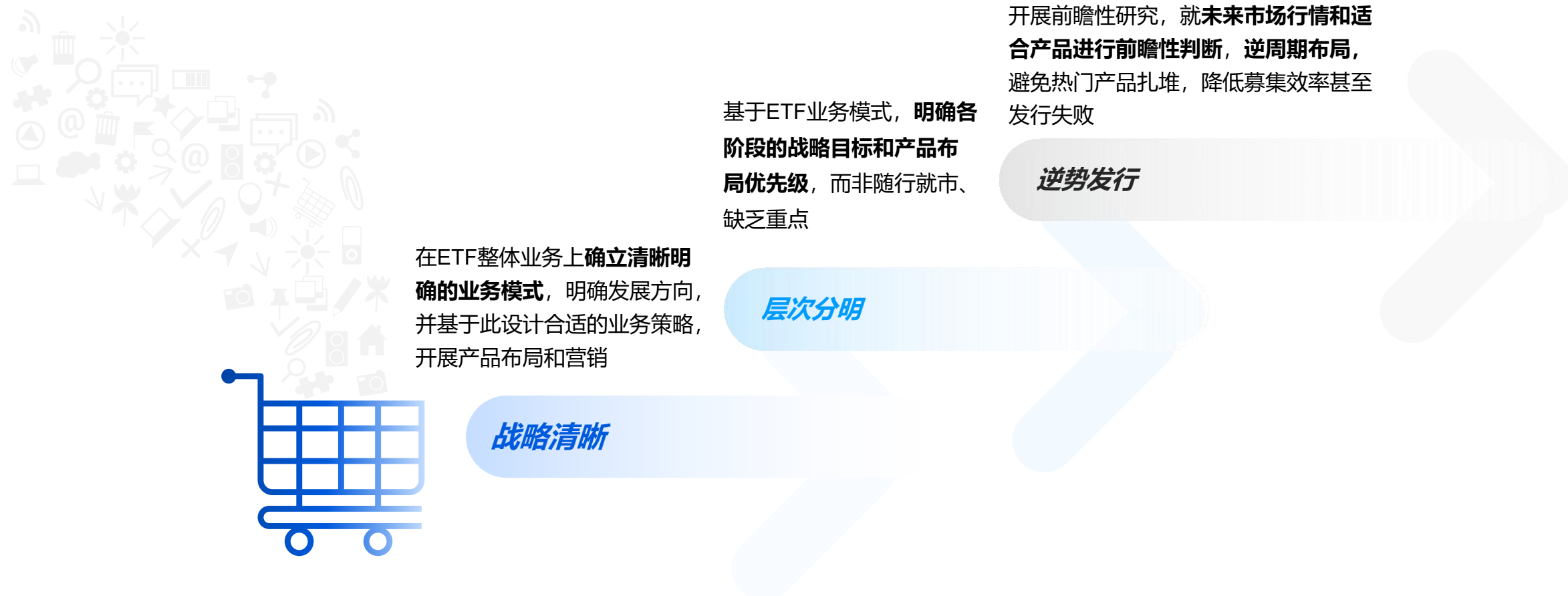


04.

我国ETF市场发展趋势、未来模式选择与布局思路

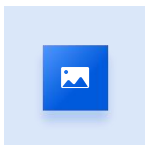
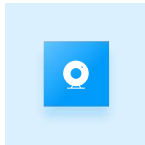
□ ETF发展和布局的基本原则：战略清晰、层次分明、逆势发行

- ETF业务的发展应与公司战略类似，需从战略定位出发，确定ETF业务在公司整体的角色和最终目标，在此基础上明确目标客群、目标产品结构和分阶段目标，从产品布局、运营和营销各环节出发，设计各阶段的业务发展策略，明确产品布局的优先级。同时对市场行情进行前瞻研究和判断，逆周期布局，降低竞品发行对产品规模的稀释。



不同机构的产品优势与资源禀赋不同，应基于自身情况选择合适的ETF业务模式

- 大型机构布局相对完善，已经在各领域具备规模优势，打造产品超市是未来主流的发展方向。从完善产品矩阵出发，加强跨境和风格策略类产品布局，并逐步打造ETF解决方案。对于中小机构而言，需找准自身ETF业务定位，并明确分阶段的目标，全能型机构应从巩固自身优势出发，精品型机构则需守正出奇，找到破局关键并建立起品牌认知度。对于尚未入局的机构来说，参考精品型机构的策略，打造细分领域的规模优势或是制胜关键。

	 大型机构： 打造产品超市	 中小型机构： 确定全能型/精品型	 尚未入局机构： 选择差异化赛道
业务痛点	ETF布局缺乏重点和优先级，整体产品力不强，品牌认知度不高	ETF布局缺乏明确的战略方向作指引，多跟随市场行情布局，且缺乏规模优势	进入成本和维护成本较高，且传统赛道集中度较高，进入难度较大
发展方向	从打造产品超市的角度出发，完善产品矩阵，打造解决方案，服务多元需求	基于自身业务优势确定ETF业务定位，选择全能型或者精品型模式并对应进行拓展	优先选择未来潜力较大但布局拥挤度较低的领域，打造差异化优势
核心策略	- 夯实业务基础：加强已发行产品持营力度，挖掘机构增量 - 完善产品矩阵：布局相对不足的领域尽快完善，尤其是Smart Beta领域 - 打造解决方案：针对不同类型机构客户，开发标准化ETF投资策略解决方案	◆全能型：适用已有一定品牌影响力的机构 - 做大优势业务：加强优势产品持营力度，或开展费率优惠 - 扩充产品矩阵：基于优势领域向外延展，逐步完善产品布局 ◆精品型：适用ETF发展较为迟缓的机构 - 挖掘蓝海市场：大力发展潜力较大但拥挤度较低品种 - 创新产品入局：通过杠杆或缓冲型等创新产品快速建立品牌 - 探索指数定制：与指数机构合作开发定制指数并发行产品 - 打造费率优势：针对市场规模较大的传统赛道，通过发行低费率ETF吸引资金	参考精品型机构策略，打造精品型机构

□ 指数化浪潮下，我们对未来ETF市场趋势的四个基本判断

- 以美国ETF产品和机构格局演变经验为参考，在行业发展已出具规模、市场进入指数化阶段后，随着市场渗透率的提升，产品形态将得到持续丰富，我们预期ETF市场未来将出现宽基化、风格化、多元化和机构化四大趋势。上述趋势中有的已经开始演绎，未来也将持续。



随着抱团效应减弱和赛道化行情终结，**行业主题类ETF规模已接近饱和**，宽基产品风险收益相对稳健，存量结构上市场需求逐步从行业主题回归宽基

宽基化



宽基和行业主题布局已相对饱和，借鉴美国发展经验，随着投资者认知程度提升，能够满足**精细化风格策略配置需求的Smart Beta**或成下一阶段各家布局重点

风格化



ETF竞争格局已初现，**创新品类将成中小机构规模增长的关键抓手**，更多机构入局预期下，更多创新类产品将出现，促进行业多元化格局形成

多元化



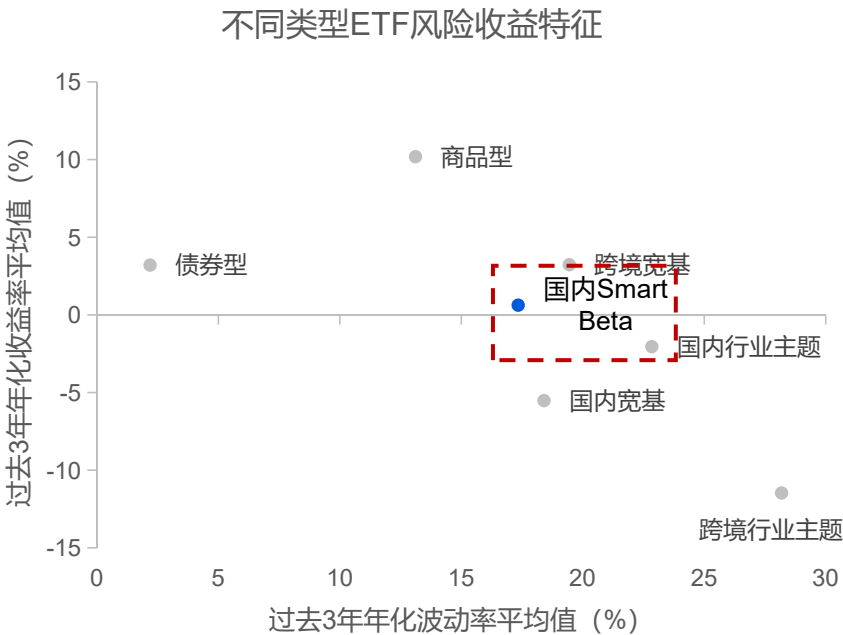
ETF的**低费率特质将持续吸引长期配置资金**，险资、银行等机构投资者的长期资金或成为重要增量。同时，买方投顾转型背景下，更多个人投资者将通过投顾机构配置ETF产品

机构化

风格策略类产品风险收益稳健，潜在需求大，目前尚未被充分认识

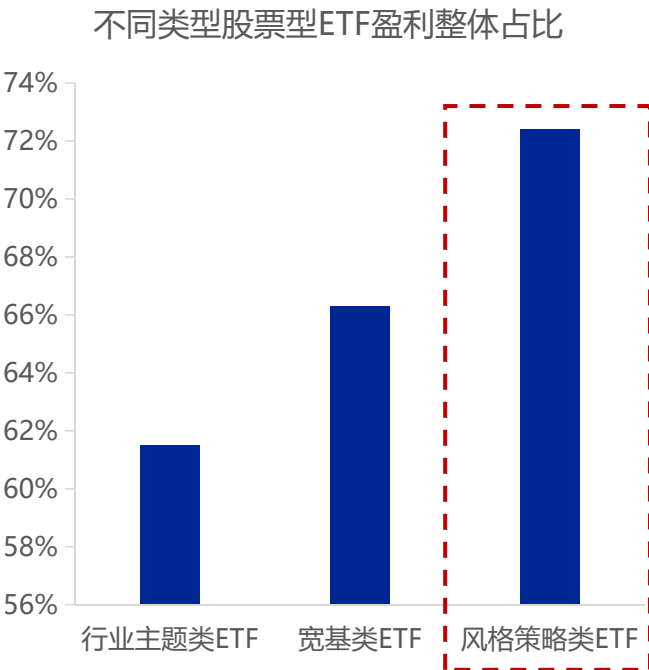
- 从各类产品过去3年的风险收益特征分布来看，与行业主题和宽基等其他股票型ETF相比，**国内Smart Beta产品的风险和收益水平均占优**，且在东方财富和华夏基金发布的《2023ETF投资者行为趋势报告》中，受调研的投资者投资风格策略类ETF的盈利占比最高。同时从投资者选择看，**风格策略类ETF的投资者倾向占比远高于目前其在股票ETF中的占比**，表明投资者需求尚未被满足，未来拓展的空间较大。

国内Smart Beta ETF风险收益特征由于宽基和行业主题



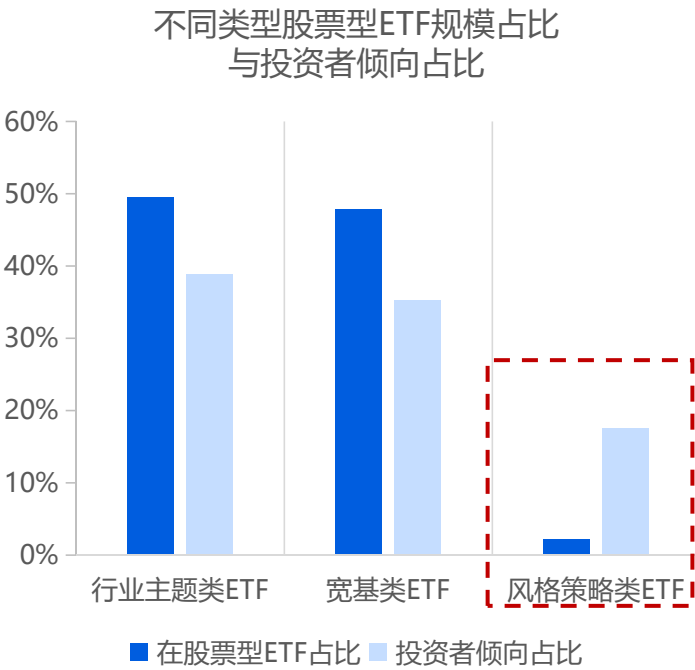
注：数据截至2023/11/24

选择风格策略ETF的投资者盈利占比最高



注：统计区间为投资者开始投资至2023/8/13

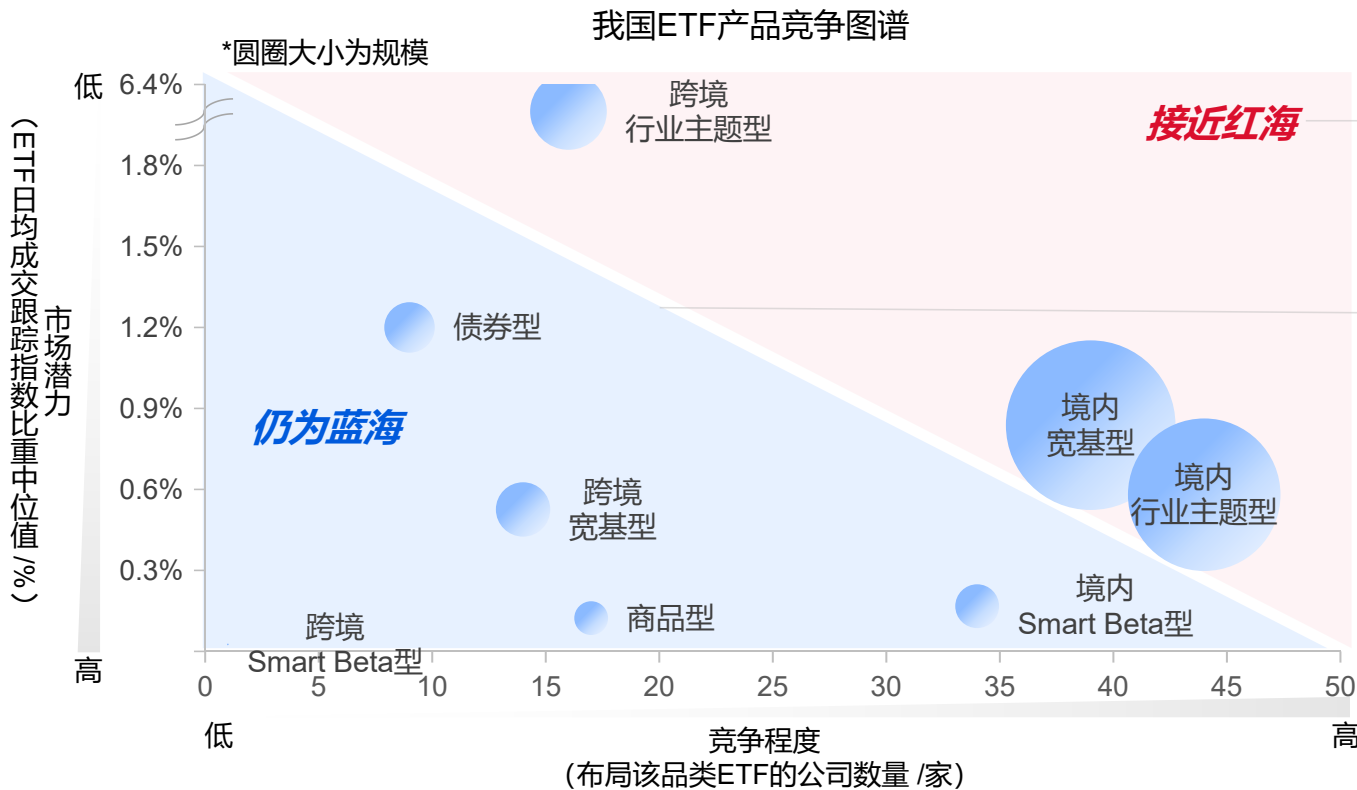
风格策略ETF的投资者倾向高于实际规模占比，潜力待挖掘



注：数据截至2023/8/31

未来ETF产品布局的整体思路：红海挖掘空白，蓝海跑马圈地

- 我们以布局相关品类ETF的公司数量衡量该品类的竞争程度，数量越多则代表竞争越激烈；以品类ETF日均成交规模占跟踪指数比重的中位值衡量该品类未来的市场潜力，占比越高则说明该品种潜力被挖掘得越充分，后续潜力相对较小。从分布上看，目前**境内宽基、行业主题型产品已落入红海区域（竞争程度高或市场潜力小）**，**Smart Beta（境内外）、商品和债券ETF仍处在蓝海范围（竞争程度低或市场潜力大）**。
- 从美国产品演变经验看，在某类产品进入红海阶段后，只能在细分空白领域寻找相关机会或进行产品创新，打造有机会在短期快速做大规模的“爆款”产品。而蓝海区域仍有较大发展空间。未来ETF产品布局基本可以概括为：在红海领域寻找细分领域机会，以及在蓝海领域抢占先机做大做强。



红海：挖掘空白 寻找潜在爆款

- 寻找细分空白机会：尚无机构布局的收益弹性强、流动性高的境内宽基指数和行业指数

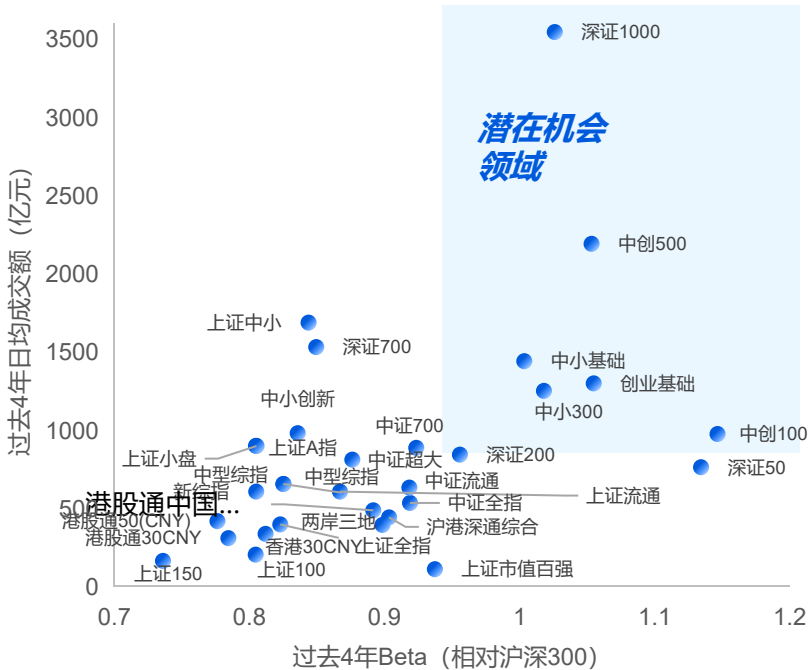
蓝海：跑马圈地 抢占发展先机

- 探索境内Smart Beta：加大红利、低波等风险收益比较好的境内风格策略指数ETF布局，尤其是尚无机构布局的指数
- 加大跨境产品布局：风险收益比较好的境外宽基和Smart Beta指数
- 完善债券及商品ETF产品图谱：从品种、期限角度，完善当前市场ETF产品图谱

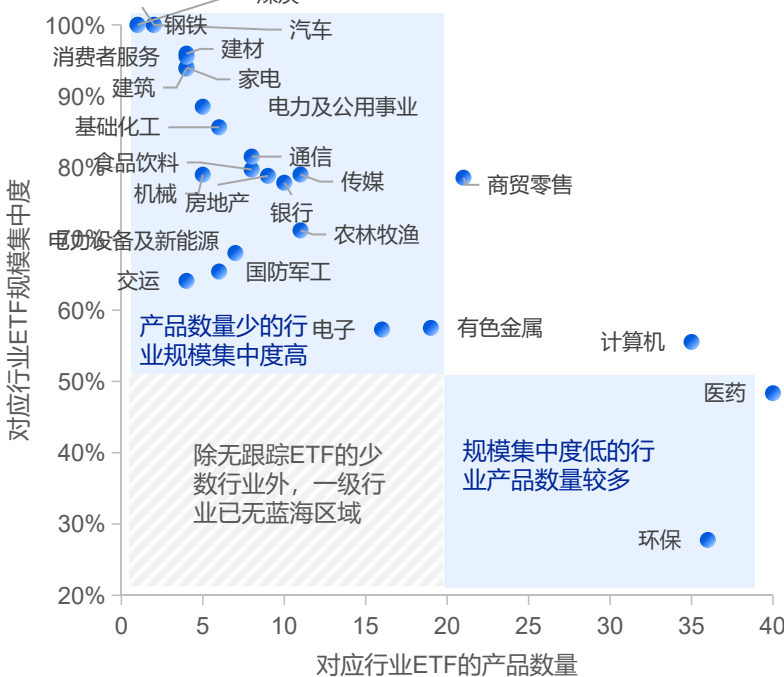
红海挖掘空白：选择国内宽基和行业主题中尚未被覆盖、收益弹性较强且流动性较好的相关指数

- 国内宽基方面，新指数的编制发行将有机构快速布局跟踪发行相关产品，因此**对于大型机构而言，可凭借规模优势快速跟随布局，但对于小型机构及新入局而言，选择收益弹性较强且流动性较好的其他宽基指数或是破局之道。**我们以过去4年Beta衡量收益弹性，以过去4年日均成交量衡量流动性，筛选出目前尚未有产品挂钩的宽基指数作参考，目前中小盘仍有一定潜在布局机会。
- 在行业指数上，目前一级行业集中度低且数量较少的领域屈指可数，建议选择**二级或更细分行业无产品覆盖的领域布局，优先布局收益弹性较强且流动性较好的行业指数，有利于短期内做大规模。**

无产品挂钩的宽基指数Beta与日均成交额



申万一级行业指数ETF数量和规模集中度分布

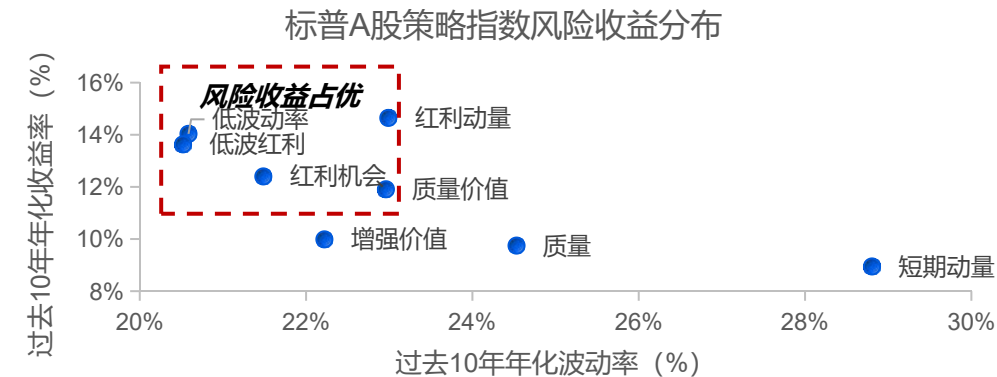


无产品挂钩的可布局一级和二级行业

一级行业	二级行业
社会服务	
纺织服饰	
美容护理	
有色金属	能源金属
	小金属
	工业金属
医药生物	医疗服务
食品饮料	白酒II
汽车	乘用车
机械设备	自动化设备
机械设备	工程机械
	消费电子
电子	其他电子II
	半导体
	光学光电子
电力设备	电池
	光伏设备
	其他电源设备II
传媒	广告营销
计算机	计算机设备
家用电器	家电零部件II
建筑建材	装修建材

蓝海跑马圈地：国内Smart Beta仍有较多空白区域，红利和低波因子超额相对稳定，可先行布局

- 从标普的策略指数风险收益分布看，红利和低波相关指数的风险收益比明显占优，且超额收益较其他因子更为稳定，可优先选择还未有产品覆盖的相关指数进行布局。从美国经验看，**红利ETF是全市最重要的Smart Beta产品之一**，叠加其高股息的特性，未来在我国的潜在提升空间较大。在此基础上从丰富市场产品图谱的角度，逐步布局低波、红利因子与其他因子结合的产品。



注：数据截至2023/10/31

标普A股策略指数超额收益

	动量	红利	低波	质量	增强价值
2013	33.12	4.78	1.18	-3.62	-8.14
2014	-37.19	10.89	29.61	-35.69	32.59
2015	30.11	8.73	16.16	20.51	-17.3
2016	-15.02	7.91	10.74	1.21	12.81
2017	13.61	6.7	6.28	23.33	15.18
2018	-1.53	6.49	7.76	2.57	10.7
2019	0.14	-10.99	-16.79	21.42	-24.56
2020	47.3	-17.43	-19.62	34.56	-21.51
2021	14.34	15.39	5.1	-5.78	18.1
2022	18.41	15.07	20.53	-3.19	11.42

超额相对稳定

1. 优先布局无产品跟踪的红利低波指数

2. 逐步补齐市场其他产品缺口

证券代码	证券简称	过去15年化收益率 (%)	过去15年化波动率 (%)	过去12个月股息率
931468.CSI	红利质量	19.90	22.77	3.56
931130.CSI	红利成长低波	17.04	20.97	5.32
931062.CSI	质量低波	15.64	22.28	-
H21014.CSI	成长低波全收益	15.14	20.33	-
932017.CSI	800红利增长	13.98	21.15	3.99
H30270.CSI	红利价值	11.67	22.75	6.65
931143.CSI	CS红利配置	11.27	19.71	5.54
H00015.SH	红利收益	10.97	21.55	6.56
沪深300		7.18	22.17	

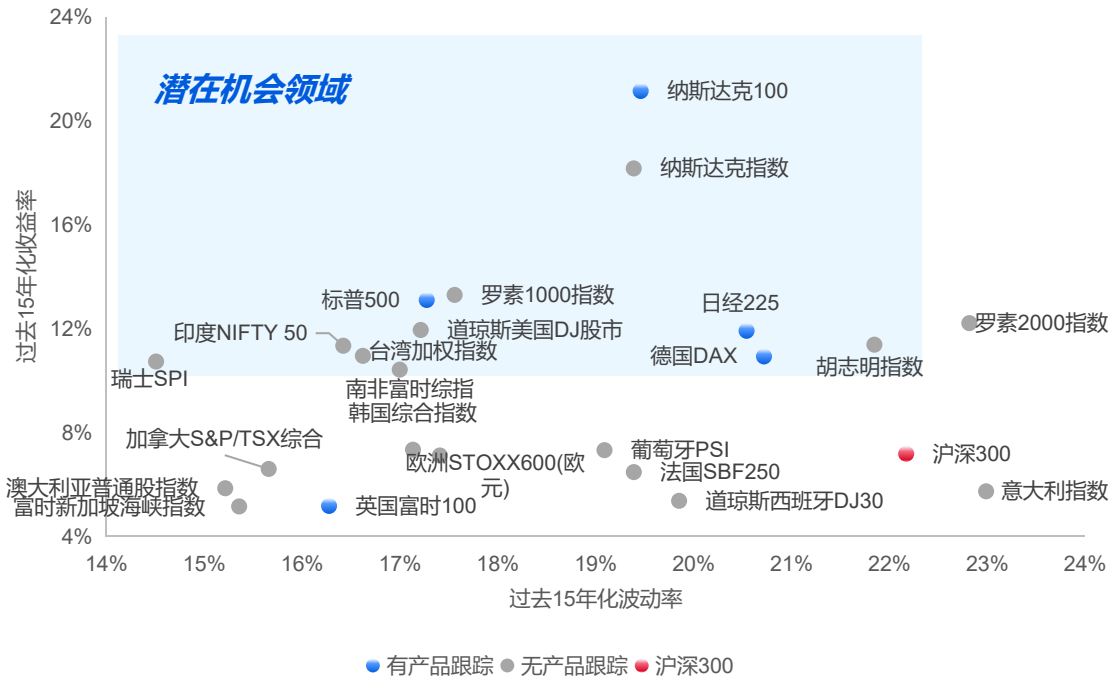
	市值	价值	成长	质量	红利	低波	动量
价值	已有ETF	已有ETF					
成长	已有ETF		✓				
质量	已有ETF		已有ETF	已有ETF			
红利	已有ETF	✓	✓	已有ETF	已有ETF		
低波	✓	已有ETF	✓	✓	已有ETF	已有ETF	
动量	✓		已有ETF		✓		

注：打勾表示已有相关指数但无ETF产品

跨境宽基及Smart Beta：优先选择风险收益优势明显的指数，优化持有体验

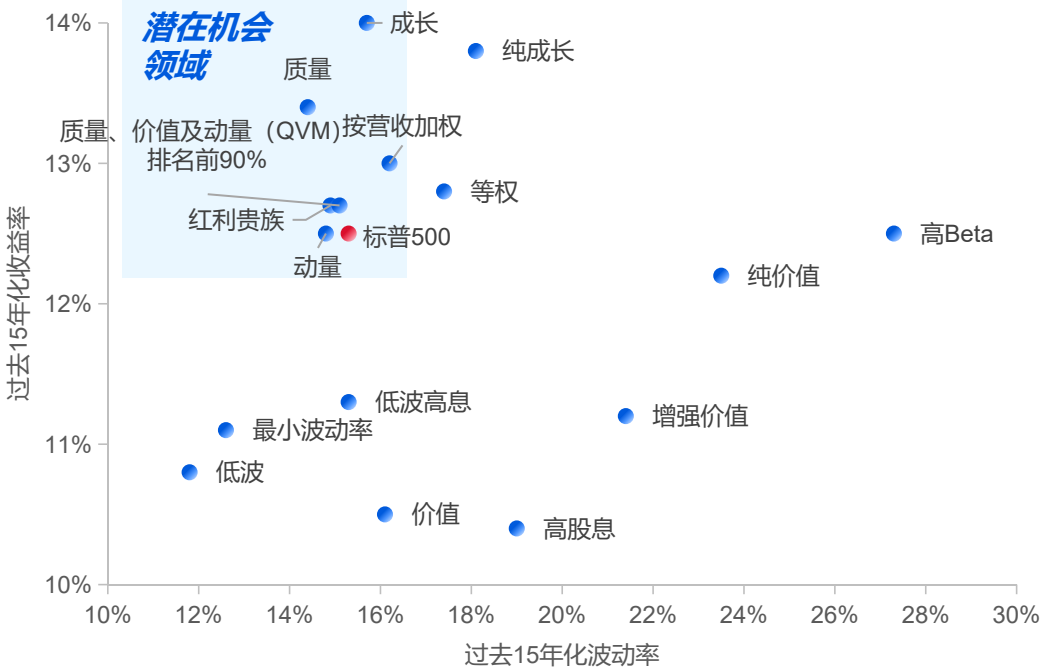
- 目前在跨境宽基ETF布局上，标普500、纳斯达克100、日经225、德国DAX、英国富时100已有ETF覆盖，**风险收益特征优于沪深300的很多主要市场指数仍未被覆盖，可关注相关布局机会**，帮助投资者进行海外配置，优化持有体验。
- 跨境Smart Beta上，标普因子指数是美国Smart Beta产品跟踪最多的指数类型，因此我们选择标普因子指数作为跨境Smart Beta的潜在布局标的进行分析。从风险收益分布看，**质量、成长、QVM、红利贵族和动量风险收益优于标普500，均存在潜在的布局机会。**

全球主要国家市场指数风险收益表现



注：数据截至2023/11/24

标普美国因子指数风险收益表现



注：数据截至2023/10/31

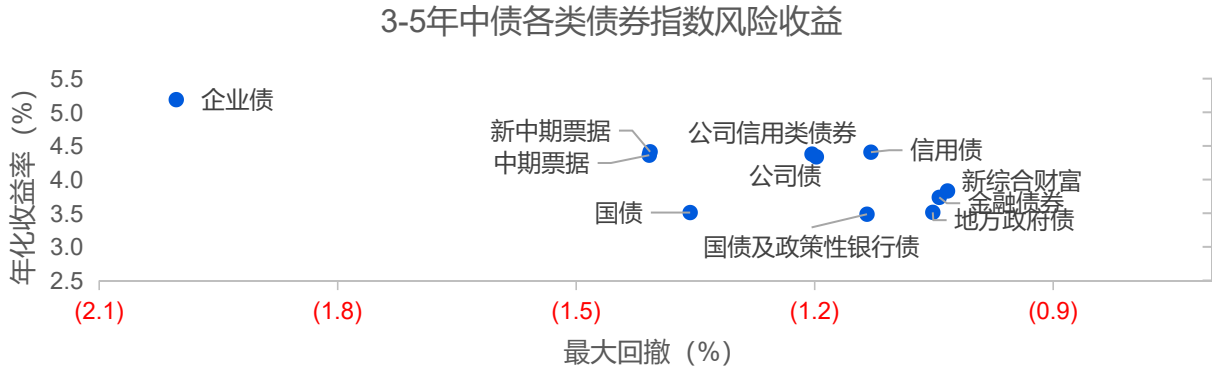
商品及债券ETF：补齐产品图谱，满足多元需求

- 商品和债券ETF当前规模较小，其中商品ETF主要分布在黄金和豆粕，持仓额较高的其他领域尚未有ETF布局，可优先探索有场外指数基金跟踪的指数发行场内ETF。债券ETF方面，目前ETF产品主要集中在国债、政金债、政策性银行债和地方政府债等政策性领域，企业债鲜有涉足，未来可关注相关机会。

商品ETF仍有较大空白领域未布局



债券ETF集中在非企业债，高评级企业债待布局



债券ETF权重和期限分布

	全市场	国债	政策性 银行债	地方 政府债	政金债	短融	信用债	企业债	公司债	可转债 可交债
短期			✓	✓		✓				
中期		✓	✓	✓	✓					
长期		✓	✓	✓	✓					
综合							✓		✓	✓

- 本报告所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议
- 若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期
- 报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据处理统计方式可能存在误差
- 中国与国际市场并不具有完全可比性，报告中相关数据仅供参考

金融工程小组介绍

李杨，金融工程及金融产品首席分析师，8年证券投资、研究经验。复旦大学本硕，曾先后就职于方正证券，银河基金，易方达基金。

熊晓湛，金融工程分析师，5年卖方金融工程工作经验，爱丁堡大学硕士，目前主要负责可转债、固收+策略、衍生品研究。

熊颖瑜，金融工程分析师，6年金融行业工作经验，中国人民大学本硕，目前主要负责量化资产配置、选股研究。

郑文睿，金融工程及金融产品研究助理，帝国理工统计学专业，4年工作经验，目前主要负责基金产品研究。

何佳玮，金融工程及金融产品研究助理，哥伦比亚大学硕士，2年工作经验，目前主要参与资产配置、基金产品研究。

许紫薇，基金产品研究助理，英国杜伦大学公司与国际金融专业，目前主要研究方向为基金产品市场。

何欣洋，基金产品及财富管理研究助理，约翰霍普金斯大学硕士，上海财经大学本科，5年工作经验，目前主要负责基金产品市场、资管市场及财富管理研究。

分析师承诺

李杨, 本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券·研究所·金融工程研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597