

相关研究

《“两会”热点：新质生产力在股市的映射——新质生产力研究系列 3》  
2024.03.05

《拨云见日》2024.03.10

《再议白马风格或占优》2024.03.02

## 对比海外，如何看 A 股被动投资崛起？

### 投资要点：

- **核心结论：**①2008 年前美国被动基金发展契机是美股弱市下跌，而 08 年后资金从主动基金单边流出转向被动产品，或源于后者更优的回报和更低的费率。②A 股被动基金发展历程类似 08 年前美股，但两者结构差异大，美股宽基 ETF 占主导、A 股主题 ETF 占比高，背后主要是我国现代化产业持续发展。③借鉴海外经验我国主被动基金发展仍有广阔的空间，未来我国新兴产业投资机遇有望支撑主动基金继续挖掘超额收益。
- **美国市场被动基金发展经验。**回顾近 30 年来的美国权益基金发展趋势，2008 年前美股主动管理权益基金仅在市场回撤期间发展受阻，但与此同时美股被动型权益基金（包括指数型共同基金和 ETF）在同期仍录得明显的净申购，此消彼长后美股被动型权益投资产品规模占比在弱市环境下明显提升。2008 年后美国的被动型基金发展进入快车道，业内开始出现资金持续不断从主动类基金流出、并大幅转向流入 ETF 和指数基金的现象。2008 年后美国市场长线资金持续不断从主动管理的权益产品腾挪至被动管理产品，这背后潜在原因可能有三点：①长期持有背景下被动投资复利效应明显。②过去美股被动型管理基金相对主动型存在稳定长期超额收益。③美国投顾行业的发展在一定程度上促进了被动型基金的扩张。
- **中美市场 ETF 发展情况对比。**参考过去 2005 年以来的 A 股历史，可以发现与美股类似，A 股同样存在市场偏弱环境下被动投资反而逆势发展的情况。经历了过去长足的发展后，截止 2023Q4 A 股公募偏股型基金中被动管理型和主动管理型的规模对比约为 1:2，预计 24Q1 被动投资的规模占比还将进一步增长，但相较美股被动与主动规模约 1:1 的比例仍有较大差距。结构层面看，相较美国，中国 A 股中板块主题型 ETF 占整体权益 ETF 规模比重更高，这或许主要源自于美国的产业结构已较为稳定，而我国正处于经济结构调整、转型升级、新旧动能转换的战略机遇期，过去十年我国的经济和股市结构都发生了明显的变化。随着政策持续加码支持新质生产力发展，我国高增长的新兴产业不断涌现，相应的投资机会层出不穷，因此行业主题类 ETF 在 A 股迎来持续增长。
- **A 股公募基金发展趋势展望。**借鉴美国基金发展经验，未来我国公募基金有望迎来进一步发展。实际上，美国共同基金资产规模相较名义 GDP 的比例在近五年维持在 100%左右，相较而言 2023 年我国公募基金整体规模 27.6 万亿元对比名义 GDP 的比例仅 22%，仍有较大的发展空间。未来随着我国居民资金逐渐从房市迁移向权益，庞大的资产配置需求下我国基金行业的发展前景依然辽阔。被动基金方面，往未来看，若我国 ETF 制度建设和相关体系进一步完善、整体市场投资理念进一步成熟，我国以 ETF 为代表的被动型基金发展或将持续提速。主动基金方面，与美股市场不同，未来一段时间内 A 股主动管理仍有望取得超额收益。首先目前 A 股市场距离完全成熟市场仍有一定差距。同时，从我国大的宏观背景来看，随着政策支持叠加技术革命的催化，新一代信息技术、高端装备制造等产业或将继续引领新质生产力发展，未来我国有望不断涌现高增长的新兴产业和对应的上市公司，以公募基金为代表的机构投资者有望凭借专业优势挖掘高增长的优质标的，进而在指数回报基础上进一步实现超额收益。

- **风险提示：**部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入。

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

## 目 录

---

1. 美国市场被动基金发展经验 .....	4
2. 中美市场 ETF 发展情况对比 .....	5
3. A 股公募基金发展趋势展望 .....	6

## 图目录

图 1	2008 年前美股主动权益产品在弱市环境中遭遇赎回 .....	4
图 2	过去十年资金从美国主动权益基金单边流出 .....	4
图 3	美国基民投资基金的主要目的是为退休储蓄 .....	5
图 4	美国主动管理型的基金费率明显较高 .....	5
图 5	过去十年美股被动型基金收益率往往高于主动型 .....	5
图 6	美国基民持有的基金超过 1/3 通过投顾购买 .....	5
图 7	过去约二十年里我国被动投资在偏弱市环境下明显发展 .....	6
图 8	美国 ETF 中板块主题类 ETF 比重约 1/10 .....	6
图 9	A 股中主题型 ETF 占比接近 1/3 .....	6
图 10	新质生产力在我国经济中的比重持续攀升 .....	6
图 11	新质生产力在 A 股的市值占比不断提高 .....	6
图 12	新质生产力在 A 股中占比仍较小 .....	6
图 13	近两年我国公募发行遇冷、指数型产品发行量相对更大 .....	7
图 14	过去十年美国基金被动和主动规模比例从 1:4 变至 1:1 .....	7
图 15	中国公募基金规模占 GDP 比重约 20% .....	8
图 16	近年来美国共同基金占 GDP 比重维持在 100%左右 .....	8
图 17	过去 A 股上行期间 ETF 存在较明显净赎回 .....	8
图 18	美国主动型基金在海外市场能取得长期超额收益 .....	8

2024年3月12日华泰柏瑞沪深300ETF成为A股首只规模超2000亿元的股票基金，截止2023年底中国全部偏股公募基金中被动管理的规模比重已超过1/3，被动管理占比创下历史新高，种种迹象表明我国权益基金朝被动投资发展的趋势愈加明显。无独有偶，美国被动投资基金在经历了长年的发展后，晨星数据显示其规模在2023年实现了对主动管理基金的历史性超越。如何理解中美资本市场被动投资的发展趋势？海外经验对我国权益基金发展有何借鉴意义？本篇专题对此进行分析。

## 1. 美国市场被动基金发展经验

**08年前美国权益基金被动化契机是弱市下跌，08年后被动投资迎来高速发展。**回顾近30年来的美国权益基金发展趋势，2008年前美股主动管理权益基金仅在市场回撤期间发展受阻，如2001-2002年、2008年期间美股主动管理权益基金分别被净赎回约200亿、2800亿美元，但与此同时美股被动型权益基金（包括指数型共同基金和ETF）在同期仍录得明显的净申购，此消彼长后美股被动型权益投资产品规模占比在弱市环境下明显提升。2008年后美国的被动型基金发展进入快车道，业内开始出现资金持续不断从主动类基金流出、并大幅转向流入ETF和指数基金的现象，美国投资公司协会ICI统计数据显示过去十年（2013-2022年）美国主动管理的权益基金面临将近2.3万亿美元累计资金净流出，而同期的权益ETF和指数基金产品获得累计约2.5万亿美元的资金净流入。

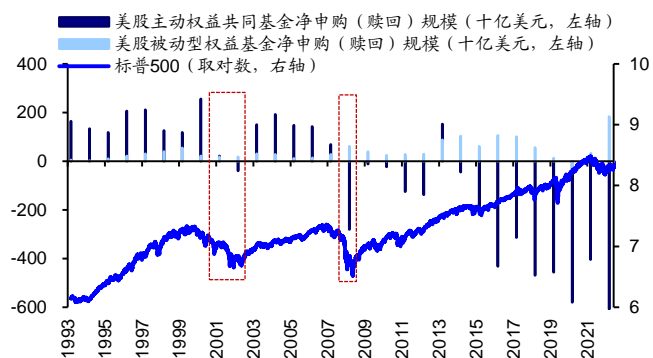
2008年后美国市场长线资金持续不断从主动管理的权益产品腾挪至被动管理产品，这背后潜在原因可能有三点：

①**长期持有背景下被动投资复利效应明显。**根据美国投资公司协会ICI的调查报告，90%的美国居民投资共同基金的首要目标是为了满足退休后的养老需求，可见这部分出于养老目的而入市的居民资金不仅规模庞大、同时投资持有期极长。被动管理产品相较主动产品往往具有费用率更低、权益仓位更高的优势，在40年的投资持有期假设下，低费率高仓位的被动投资复利效应将被显著放大。

②**过去美股被动型管理基金相对主动型存在稳定长期超额收益。**参考晨星Morningstar的统计数据，美股各风格类型的权益基金产品中，大部分被动型产品在过去十年均能战胜主动型产品，即美股主动管理在创造超额收益方面没有明显优势。此外，在前几轮美股弱市下跌中主动型权益基金也并未展现出更优的防御属性，因此资金对于主动型产品的偏好逐渐减弱。

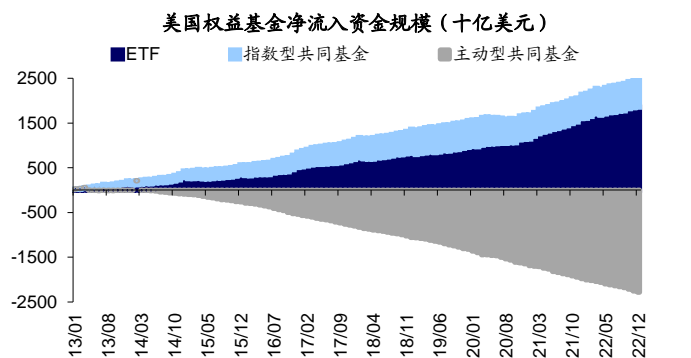
③**美国投顾行业的发展在一定程度上促进了被动型基金的扩张。**2008年后，次贷危机使得美国金融机构的业务逐渐转型，美国的投资顾问数量明显增长，同时金融科技的进步推动美国投顾行业进一步发展。ICI的调研结果显示2023年美国居民持有的基金里有超过1/3的比例是由投顾推荐购买的，可见投顾在美国居民选择基金过程中发挥了较重要的作用。而由于大部分美国投顾的收费模式为按管理规模的一定比例计提费用，因此投顾往往更倾向于推荐客户持有历史收益更高且费率更低的被动型产品。

图1 2008年前美股主动权益产品在弱市环境中遭遇赎回

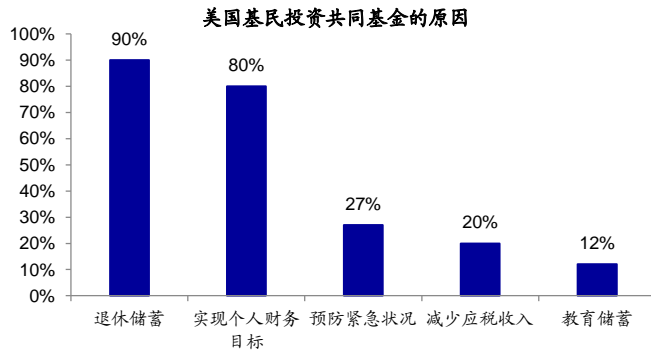


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

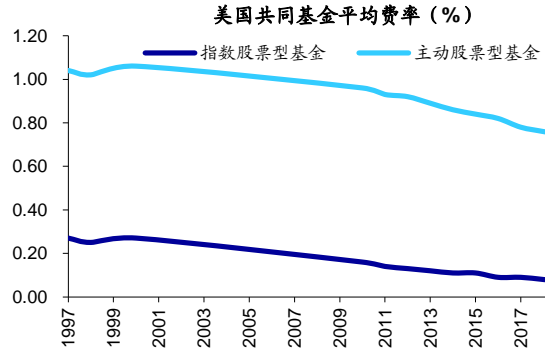
图2 过去十年资金从美国主动权益基金单边流出



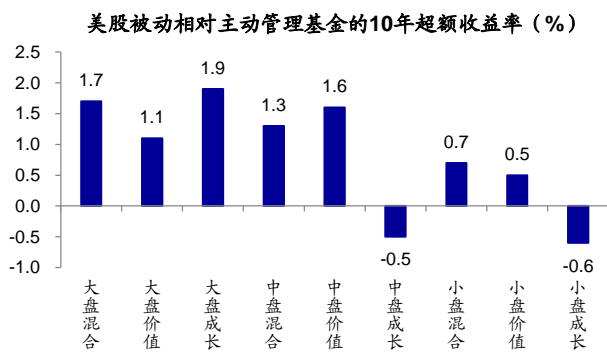
资料来源：ICI，海通证券研究所

**图3 美国基金投资的主要目的是为退休储蓄**


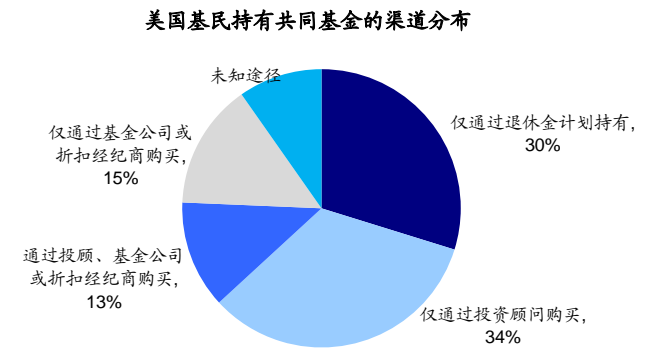
资料来源：ICI，海通证券研究所

**图4 美国主动管理型的基金费率明显较高**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图5 过去十年美股被动型基金收益率往往高于主动型**


资料来源：Morningstar，海通证券研究所，截至 2023/06/30

**图6 美国基金持有的基金超过 1/3 通过投顾购买**


资料来源：ICI，海通证券研究所

## 2. 中美市场 ETF 发展情况对比

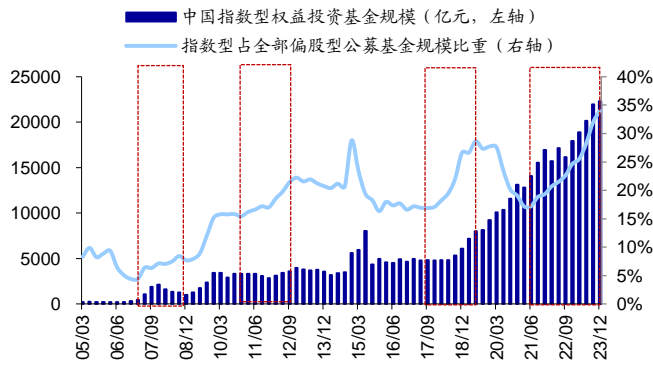
**A 股被动投资同样在市场偏弱环境下发展迅速，但目前占比相较美股仍低。**参考过去 2005 年以来的 A 股历史，可以发现与美股类似，A 股同样存在市场偏弱环境下被动投资反而逆势发展的情况。除了 2009 年、2014 年年末等 A 股宽基指数大幅拉升造成基金资产规模被动扩张的时间段，过去 A 股公募被动投资占比快速提升的时期主要是 2008、2011-2012Q4、2018-2019Q2、2021Q3-至今。经历了过去长足的发展后，截止 2023Q4 A 股公募偏股型基金中被动管理型和主动管理型的规模对比约为 1:2，预计 24Q1 被动投资的规模占比还将进一步增长，但相较美股被动与主动规模约 1:1 的比例仍有较大差距。

**结构层面看，当前 A 股行业主题类 ETF 比重相较美国更高。**进一步拆分美国被动型基金的结构，以美国 ETF 为例，2022 年其本土股市宽基指数：国际股市：本土行业主题的规模对比比例约为 6:2:1，即本土板块主题 ETF 的规模在整体权益 ETF 中的比重仅约 1/10；反观中国 A 股，截止 2023 年底 A 股 ETF 中主题类 ETF 的比例超过 40%，截止 2024/03/08 该比例有所下降，但在整体 ETF 中仍占据约 1/3 的比重，A 股 ETF 中行业主题类 ETF 的占比明显较高。

**A 股主题类 ETF 相较美股更加活跃，或源于国内产业升级的宏观背景。**如前所述，相较美国，中国 A 股中板块主题型 ETF 占整体权益 ETF 规模比重更高，这或许主要源自于美国的产业结构已较为稳定，而我国正处于经济结构调整、转型升级、新旧动能转换的战略机遇期，过去十年我国的经济和股市结构都发生了明显的变化。我们以战略新兴产业占比观察新质生产力在经济中的占比情况，根据国家统计局的数据，我国战略性新兴产业占 GDP 比重已从 2014 年的 7.6% 上升至 2022 年的 13% 以上。A 股层面来看，新质生产力板块在 A 股中的市值占比不断提升，从 14 年初的 0.3% 上升至目前（截至 2024/3/1）的 6.6%，目前总市值规模已达 5.4 万亿元。此外，新质生产力板块的归母

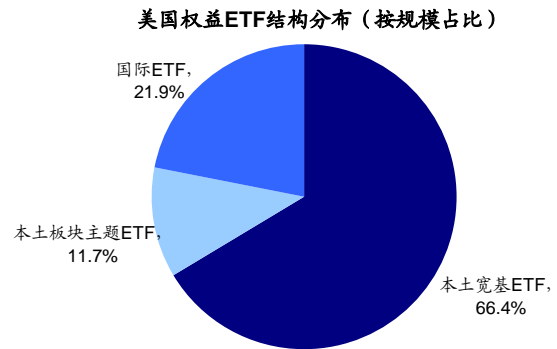
净利润总值占 A 股比重自 13 年末的 0.5% 上升至 23Q3 的 3.4%，营业收入总值占比自 0.4% 上升至 23Q3 的 2.8%，研发支出总值占比自 0.2% 上升至 2022 年的 6.7%。随着政策持续加码支持新质生产力发展，我国高增长的新兴产业不断涌现，相应的投资机会层出不穷，因此行业主题类 ETF 在 A 股迎来持续增长。

图7 过去约二十年里我国被动投资在偏弱市环境下明显发展



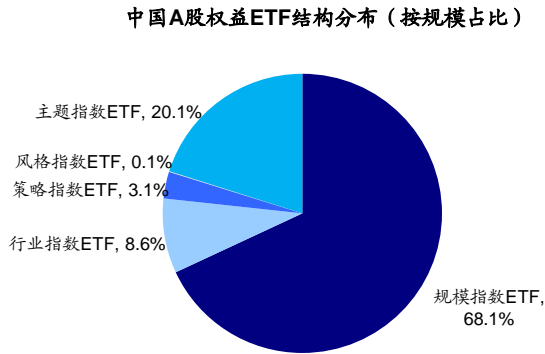
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/12/31

图8 美国 ETF 中板块主题类 ETF 比重约 1/10



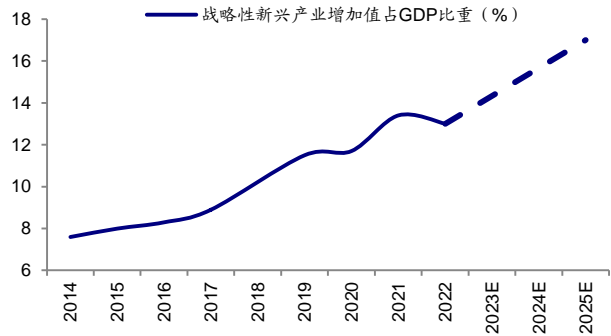
资料来源：ICI，海通证券研究所

图9 A 股中主题型 ETF 占比接近 1/3



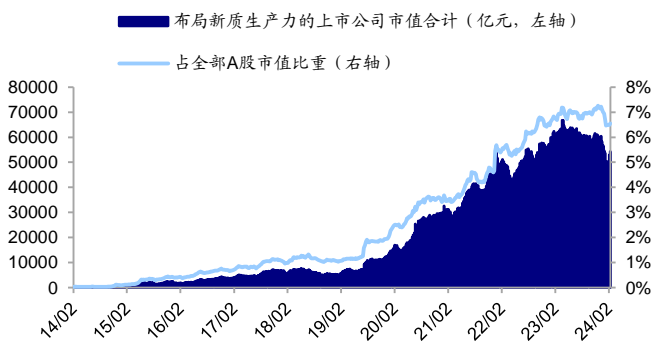
资料来源：Wind，海通证券研究所，截止 2024/03/08

图10 新质生产力在我国经济中的比重持续攀升



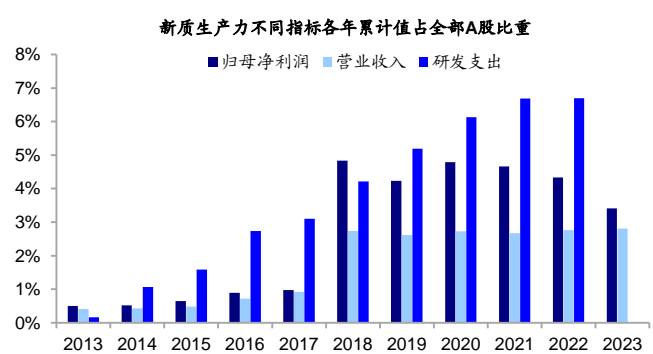
资料来源：国家统计局，中国政府网，海通证券研究所

图11 新质生产力在 A 股的市值占比不断提高



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/3/1

图12 新质生产力在 A 股中占比仍较小



资料来源：Wind，海通证券研究所，注：2023 年数据截至 23Q3

### 3. A 股公募基金发展趋势展望

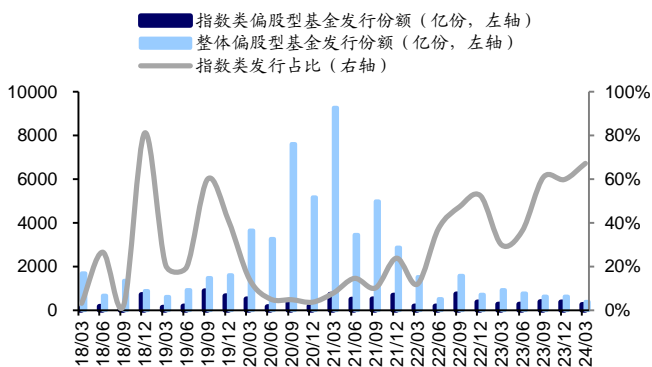
在经历了 2019-2021 年的大幅扩张后，2022 年以来我国偏股型公募基金发展速度整体放缓。从发行情况来看 2023 年我国偏股基金日均发行额仅 15 亿份，为 2018 年以来新低，目前 2024 年（截至 2024/03/07，下同）日均发行额仅 8 亿份，为 1998 年有数据以来的次低值。相较整体遇冷的偏股基金发行，其中指数型产品的发行形势相对较好，24Q1 指数型产品发行额在整体偏股型基金中的比重达到了 67%，而该比重在

20Q4 时曾一度低至 4%。那么该如何看待当前我国公募基金发展的降速、以及被动管理产品比重持续攀升的现象？

**借鉴美国基金发展经验，未来我国公募基金有望迎来进一步发展。**实际上，1980 年至 2022 年期间美国的共同基金资产规模从 0.13 万亿美元升至 22.11 万亿美元，其相较名义 GDP 的比例在 1980 年时仅为 5%，而该比例在近五年维持在 100% 左右；相较而言，2023 年我国公募基金整体规模 27.6 万亿元，相较名义 GDP 的比例仅 22%，仍有较大的发展空间。对比两国基金行业及名义 GDP 的增速，1980 年代以来美国共同基金规模年化增速为 13%、名义 GDP 年化增速为 5%，2005 年以来我国公募基金规模年化增速 26%、名义 GDP 年化增速 11%，可以发现从两国历史经验来看公募基金规模长期年化增速约是名义 GDP 增速的两倍，因此我国公募基金规模仍有望维持较高的年化增长。未来随着我国居民资金逐渐从房市迁移向权益，庞大的资产配置需求下我国基金行业的发展前景依然辽阔。此外从结构上来看，2012 年时美国基金业中被动管理和主动管理的规模对比约为 1:4，但 2022 年该比值已经接近 1:1，可见过去 10 年美国基金业的被动化发展相当迅速。但对比而言，不同于美国市场，目前我国 ETF 尚缺乏稳定的长线配置资金，从历史经验看 2019 年以来当 A 股市场弱势下跌时整体股票 ETF 往往录得净申购，但当市场趋于上行后资金往往会从 A 股 ETF 中流出，即投资者可能存在一定的获利了结意愿，投资思维仍偏短线交易。往未来看，若我国 ETF 制度建设和相关体系进一步完善、整体市场投资理念进一步成熟，我国以 ETF 为代表的被动型基金发展或将持续提速。

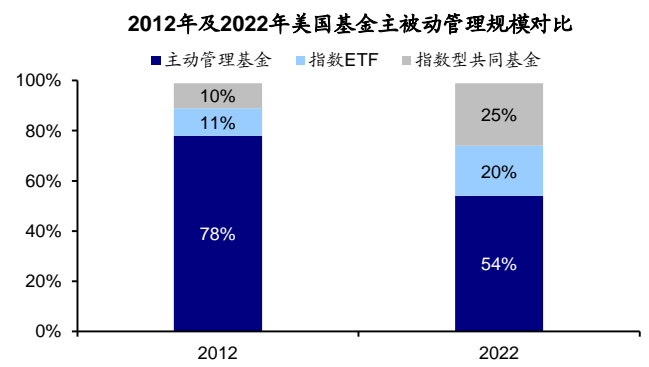
**A 股主动管理基金仍有望取得超额收益。**如前所述，过去十年在美国市场中除了被动投资快速发展外，一同出现的现象还有美股主动管理基金长年难以跑赢被动型的同行。但与美股市场不同，未来一段时间内 A 股主动管理仍有望取得超额收益。首先目前 A 股市场距离完全成熟市场仍有一定差距，个人投资者在 A 股的交易比重仍然较高，根据中国证券监督管理委员会副主席李超曾表示 2021 年 A 股个人投资者交易占比首次下降到 70% 以下。参考 Morningstar 晨星数据，过去十年（截止 2023 上半年）在新兴市场方面主动基金相较被动产品仍存在长期超额收益，可见主动管理基金在尚未成熟的市场中仍大有可为。同时，从我国大的宏观背景来看，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，未来我国将持续大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。随着政策支持叠加技术革命的催化，新一代信息技术、高端装备制造等产业或将引领新质生产力发展，根据“十四五规划”中的目标，25 年我国战略性新兴产业占 GDP 比重将上升至 17%。随着科技创新持续推动产业创新，未来我国有望不断涌现高增长的新兴产业和对应的上市公司，以公募基金为代表的机构投资者有望凭借专业优势挖掘高增长的优质标的，进而在指数回报基础上进一步实现超额收益。

图13 近两年我国公募发行遇冷、指数型产品发行量相对更大



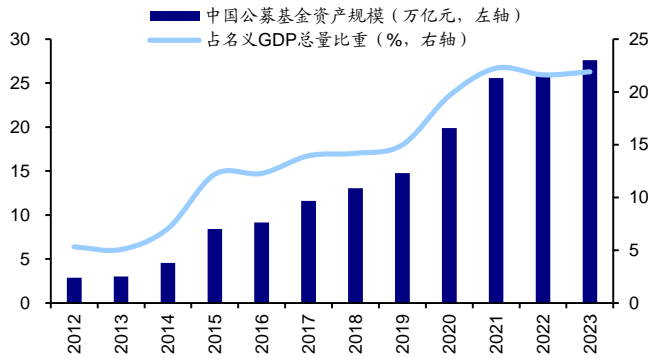
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/03/07

图14 过去十年美国基金被动和主动规模比例从 1:4 变至 1:1



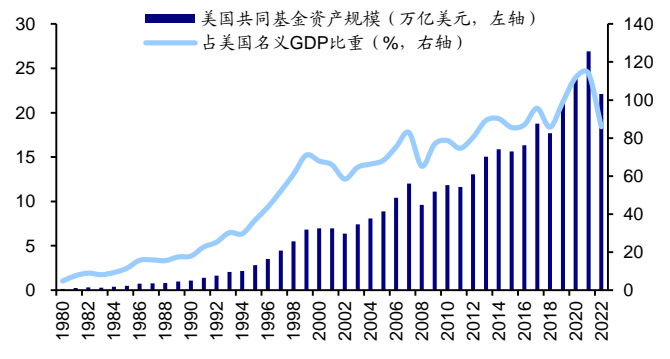
资料来源：ICI，海通证券研究所

图15 中国公募基金规模占 GDP 比重约 20%



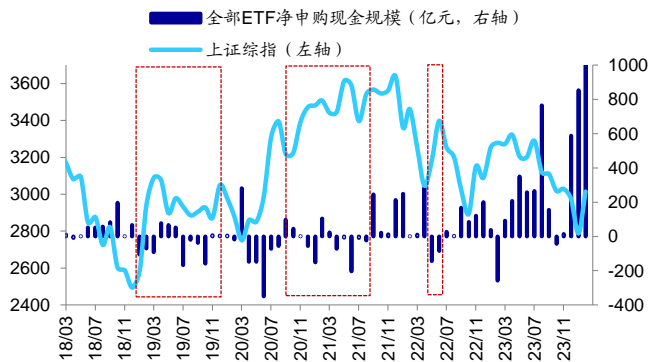
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 近年来美国共同基金占 GDP 比重维持在 100%左右



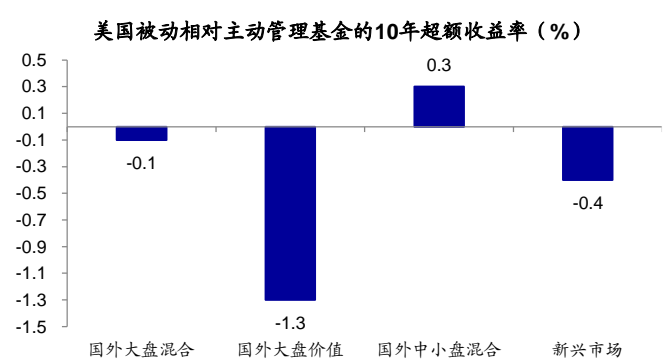
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 过去 A 股上行期间 ETF 存在较明显净赎回



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 美国主动型基金在海外能取得长期超额收益



资料来源: Morningstar, 海通证券研究所, 截至 2023/06/30

风险提示: 部分资金数据为估算值, 与真实情况或有出入。



# 信息披露

## 分析师声明

吴信坤 策略研究团队  
余培仪 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。