

非银金融行业

被动投资渐受追捧，看好财富管理长期空间 增持（维持）

2019年09月24日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

- **近年来指数基金增长迅猛，和美国市场相比我国仍属于发展初期：**1) 近年来美国指数基金成为基金市场的增长主力，占比持续提升。截至2018年末，美国市场合计1988只ETF，资产规模3.37万亿美元，占共同基金和ETF合计的16%（指数基金和ETF合计占比超过30%）。美国主动基金的蓬勃发展系专业机构投资者占比提升+市场愈加完善；养老金入市（DC计划+IRAs）扩大市场规模；指数基金较之主动管理共同基金的费用更加低廉。3) 2018年至今我国指数基金开始快速增长，截至2019年上半年指数基金资产净值超万亿，占全市场的占比从去年同期的4%增长至7%，增幅较大，但和美国市场相比仍属于发展初期。
- **资产配置需求渐起，投资者机构化，指数基金/ETF优势突出：**近两年来指数基金规模迅速增长，主要原因有：1) 过去我国居民资产配置以住房资产和现金为主，随我国房地产政策调控，资产重新配置需求渐起（住房资产转移至金融资产，现金产品化趋势开始呈现）。2) 随外资不断流入，监管鼓励长期资金入市，投资者呈现机构化特征，市场更有效，被动投资的配置效率将显著提升。3) 资产配置角度，指数基金/ETF具备操作简便灵活，收益稳健，费率低廉，流动性佳等优势，紧握市场贝塔收益，将同时满足机构及个人投资者资产配置需求。
- **先发优势+低费率+渠道成就指数基金巨头，我国市场竞争日渐激烈：**1) 美国指数基金规模迅速增长，标的指数也呈现多样化。指数基金考验基金公司的成本控制能力、产品丰富程度、跟踪指数效果、平台服务质量，销售渠道能力等，具有多重优势的参与者将在市场上占有一席之地。2) 先锋基金依托独特股权架构（由投资者共同拥有的，不涉及“第三方”股东），将费率降至极致，叠加先发优势奠定规模优势，铸就其指数基金龙头地位。3) 我国指数基金市场竞争逐步白热化，基金管理公司纷纷降费抢占市场份额，当前呈现“一超多强”格局，具有先发优势、价格优势、渠道/平台及营销优势的公司将更胜一筹。
- **投资建议：**在资管新规的行业变局中，资产面临重新配置需求（尤其是金融资产），我们看好财富管理行业中长期发展前景。未来金融牌照齐全、品牌资源优势鲜明的财富管理平台将持续受益，建议关注流量持续变现且即将上线指数基金产品的**东方财富**，机构客户占比较高的价值龙头**中信证券**，具有先发优势的财富管理龙头**中金公司**。
- **风险提示：**1) 长期资金进入市场不及预期；2) 市场大幅下行；3) 产品创新不及预期；4) 市场竞争激烈。

行业走势



相关研究

- 《保险行业2019年中报综述：寿险价值增长分化，财险承保边际好转》2019-09-08
- 《非银2019年中期投资策略：科创临近关注龙头券商，盈利拐点左侧布局中国财险》2019-06-12
- 《非银金融：信托贷款持续回暖，关注信托盈利预期差》2019-05-12

内容目录

1. 被动投资渐受追捧，将成为资管行业新增长点	4
1.1. 市场成熟度越高，主动投资越难战胜被动投资	4
1.2. 中国指数基金市场火热，较发达市场仍处起步阶段	5
2. 资产配置需求渐起，投资者机构化，ETF 优势突出	8
2.1. 金融资产配置需求渐涨+投资者机构化驱动指数基金发展壮大	8
2.2. 指数基金/ETF 具备多种产品优势，紧握市场贝塔收益	11
3. 先发优势+低费率+渠道成就指数基金巨头	13
3.1. 美国标的指数呈现多样化，先锋稳居指数基金龙头地位	13
3.2. 我国指数基金竞争白热化，降费打响市场争夺战	15
4. 投资建议	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 主动基金、市场指数分年度收益	4
图 2: 中国主动基金 2009-2019H1 战胜指数的比例	4
图 3: 各国主动型基金 2014-2018 年战胜指数比例	4
图 4: 中国开放式基金规模及指数基金占比	5
图 5: 中国指数基金规模及同比增速	5
图 6: 指数基金份额变化情况	5
图 7: ETF 资产净值及占指数基金占比	5
图 8: ETF 结构变化趋势	7
图 9: 中国 ETF 规模占开放式基金规模占比	7
图 10: (美国指数基金+ETF)/(共同基金+ETF)规模占比	7
图 15: 住房资产和金融资产占比	9
图 16: 金融资产中存款占比和股票(股权)占比	9
图 17: 美国金融资产配置	9
图 18: 日本金融资产配置	9
图 11: 自然人与非自然人持股市值及占比	10
图 12: 场内指数基金(ETF)持股结构以机构为主	10
图 13: 场外权益指数基金持股结构以个人为主	10
图 14: 场外债券指数基金以机构为主	10
图 19: 美国指数型基金规模及其在共同基金中占比	14
图 20: 美国指数型基金结构	14
图 21: DC 计划共同基金投资额占比	14
图 22: IRAs 计划共同基金投资额占比	14
图 23: 先锋集团 AUM (亿美元)	15
图 24: 先锋集团资产加权平均费率变化	15
图 25: 华夏指数基金规模、份额及占比	17
图 26: 华夏指数基金近 5 年规模变化(亿元)	17
图 27: 易方达指数基金规模、份额及占比	17
图 28: 易方达指数基金规模变化(亿元)	17
表 1: ETF 基金发展历程	6
表 2: ETF 规模及构成统计(截至 2019 年 6 月 30 日)	7
表 3: 受多种因素制约, ETF 初期增长缓慢	8
表 4: 金融资产门槛、对比	12
表 5: 指数基金规模超百亿基金公司	16

1. 被动投资渐受追捧，将成为资管行业新增长点

1.1. 市场成熟度越高，主动投资越难战胜被动投资

在资管领域，主动投资和被动投资作为两种经典策略，前者追求超越市场的收益率（阿尔法），后者追求市场平均收益率（贝塔），A股市场中主动投资基金尚不能稳定战胜市场。主动投资需要系统性的方法、基本面和深度研究，通过主观的预测和选择来战胜市场做出决策，核心在择时和选股，缺点是投资业绩不够稳定，付出更多的交易费用。被动投资是采取跟随策略，寻求与市场相近的回报，通常以长期收益和有限管理为出发点来购买投资品种，选取特定的指数成分股作为投资的对象，不主动寻求超越市场的表现，交易费用相对低廉。分年度回顾A股历史，主动投资基金尚不能稳定战胜市场。

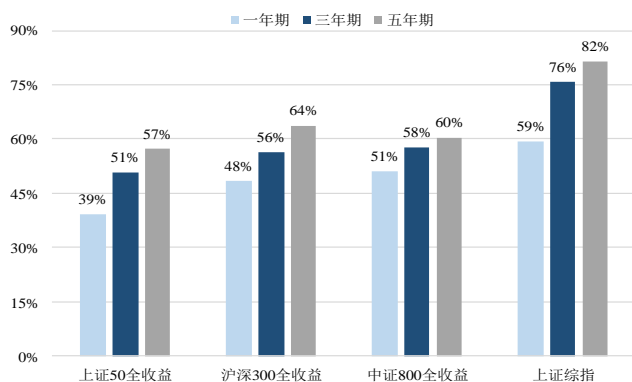
图1：主动基金、市场指数分年度收益

指数收益	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
上证50全收益	86.62%	-21.52%	-16.78%	18.10%	-12.35%	69.74%	-4.20%	-2.72%	28.32%	-17.48%	29.63%
沪深300全收益	98.58%	-11.58%	-24.05%	9.80%	-5.33%	55.85%	7.22%	-9.26%	24.25%	-23.64%	28.47%
中证800全收益	105.39%	-6.48%	-26.59%	7.71%	-0.06%	51.66%	16.34%	-11.70%	17.11%	-25.95%	26.38%
上证综指	79.98%	-14.31%	-21.68%	3.17%	-6.75%	52.87%	9.41%	-12.31%	6.56%	-24.59%	19.45%
主动基金平均收益	65.30%	4.17%	-23.69%	5.05%	15.62%	24.30%	45.12%	-8.54%	11.55%	-16.92%	18.36%
主动基金数量	265	332	391	460	523	601	755	1375	1996	2454	2943

数据来源：Wind，东吴证券研究所

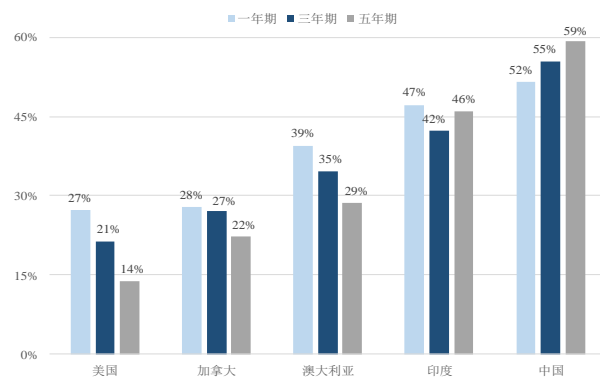
主被动皆有有用武之地，市场成熟度越高，主动投资战胜被动投资的难度越大。2014-2018年期间，发展中市场投资期为一年、三年、五年的主动基金平均战胜指数的比例接近甚至超过50%，而成熟型市场，特别是美国和加拿大，该比例基本维持在30%以下。对于发展中国家的新兴市场而言，由于市场成熟度较低、竞争不充分、信息不对称，散户占比较高，机构投资者获取信息更充分，更容易获得相对收益，主动基金相对指数的表现也更优异；而对于发达国家的成熟型市场而言，市场有效性更强、信息更为透明，主动基金想要获取超额收益也相对较难。

图2：中国主动基金2009-2019H1战胜指数的比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：各国主动型基金2014-2018年战胜指数比例



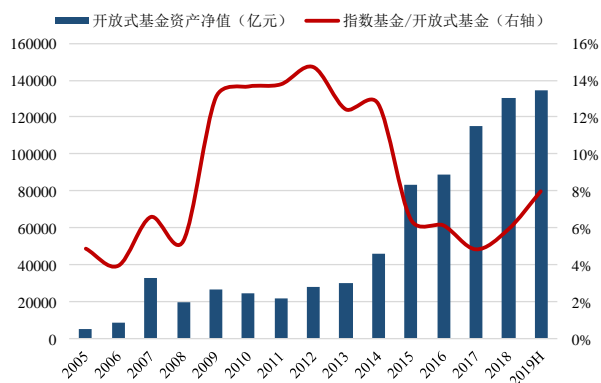
数据来源：Wind，东吴证券研究所

（注：美国 vs S&P500，印度 vs BSE100，加拿大 vs TSX Composite，澳大利亚 vs ASX200）

1.2. 中国指数基金市场火热，较发达市场仍处起步阶段

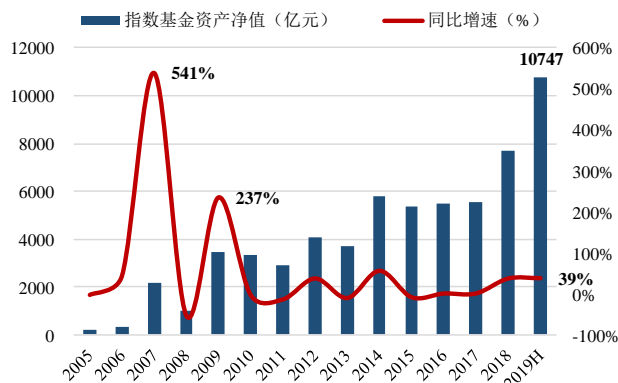
近两年指数基金规模快速增长体现在 **ETF 和场外指数基金（债券）** 的份额增长，其中 **ETF 为指数基金的最重要组成部分（规模占比达 61%）**。2018 年我国指数基金开始快速增长，2019 年延续了去年下半年以来的强劲态势，截至 2019 年上半年指数基金资产净值超万亿，占全市场的占比从去年同期的 4% 增长至 7%，成为 2019 年上半年增幅最快的品种。

图 4：中国开放式基金规模及指数基金占比



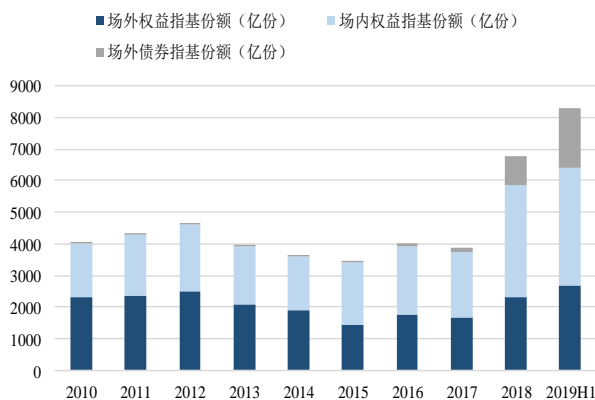
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：中国指数基金规模及同比增速



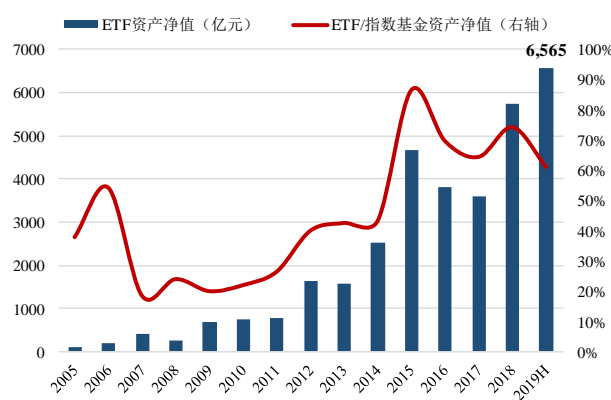
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：指数基金份额变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：ETF 资产净值及占指数基金占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2018 年以来 ETF 规模和种类都实现了快速增长。2004 年 12 月 30 日，华夏基金推出我国第一支 ETF 基金—华夏上证 50ETF，并于 2005 年 2 月 23 日上市交易，成立至今，华夏上证 50ETF 实现了对上证 50 指数的紧密跟踪，目前已成为我国规模最大的 ETF 基金，二季度末规模达 493 亿元。2006 年，易方达基金、华安基金、华夏基金、华泰柏

瑞基金分别推出首支深证 100 指数、上证 180 指数、中小板指数、上证红利指数 ETF 基金。2007-2008 年我国 ETF 基金成立陷入停滞，2009-2011 年，主题型和策略指数 ETF 快速发展，但总体规模仍然较小。（截至 2011 年 ETF 规模为 775 亿元）。2012 以后，ETF 基金进入创新期，债券 ETF、跨市场 ETF、黄金 ETF、分级 ETF、杠杆 ETF 陆续出现，众多流动性优良、捕捉不同风格、主题、国别、行业 ETF 相继成立。2018 年我国 ETF 市场飞速发展，资产规模和产品数量都实现了历史性突破，国内共有 40 只 ETF 成立，至年底境内交易所挂牌上市的 ETF 数量达到 186 只，投资标的涵盖了股票、债券以及商品等大类资产，资产总规模达到 5770 亿元，增幅高达 58.5%。

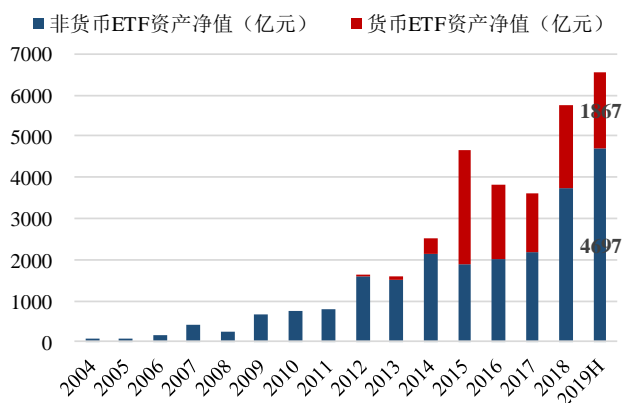
表 1: ETF 基金发展历程

时间	事件
2004	第一只 ETF 基金—华夏上证 50ETF 成立。
2006	易方达、华安、华夏、华泰柏瑞基金分别推出首支深证 100 指数、上证 180 指数、中小板指数、上证红利指数 ETF 基金。
2009	主题型和策略指数 ETF 快速发展。
2010	首支商品 ETF 发行。
2011	七只 ETF 基金纳入融资融券标的的范畴。
2012	上交所&华泰柏瑞推出上交所沪深 300ETF（首只 T+0 模式）。
2013	国泰基金推出纳斯达克 100 指数 ETF 基金。
2015	ETF 衍生品一大创新上证 50ETF 期权上市交易。
2017-	ETF 基金规模增长加速，以股票型与货币型为主。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

监管定调公募基金发展方向，股票型 ETF 有望持续增长。ETF 产品多元化程度相对仍较低，主要为股票型 ETF，截至 2019 年 6 月 30 日，上市 ETF 数量共 226 只，其中股票型 ETF 168 只，基金规模 4324 亿元，占比高达 66%。2019 年 9 月 9 日至 10 日，证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会并提出“深改 12 条”，引导长期资金入市。其中对公募基金市场提出要大力发展权益类基金，推动公募基金管理人分类监管，推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。随监管定调推动权益类基金发展和长期资金入市，股票型 ETF 有望持续增长。

图 8: ETF 结构变化趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

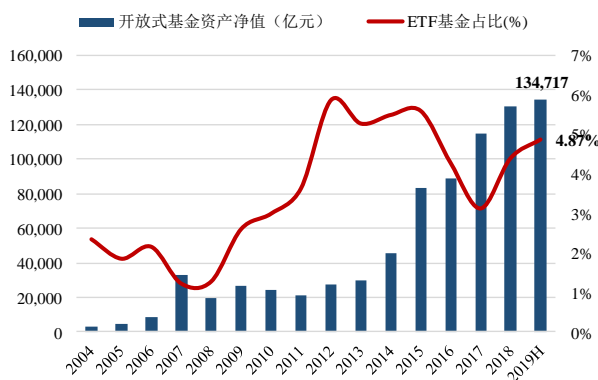
表 2: ETF 规模及构成统计 (截至 2019 年 6 月 30 日)

	规模(亿元)	只数(个)	规模占比	只数占比
股票ETF	4324	168	66%	74%
货币ETF	1867	27	28%	12%
跨境ETF	165	17	3%	8%
黄金ETF	104	4	2%	2%
债券ETF	104	10	2%	4%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

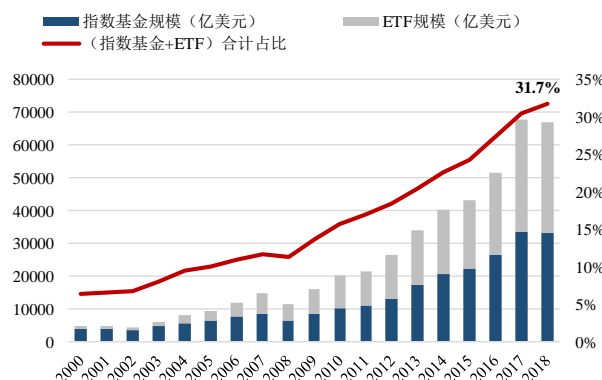
美国指数基金及 ETF 规模持续壮大, 已成基金市场增长主力, 相较之下, 我国指数基金 (ETF) 仍处于发展初期。截至 2018 年末, 美国市场合计 1988 只 ETF, 资产规模 3.37 万亿美元, 占共同基金和 ETF 合计的 16% (指数基金和 ETF 合计占比超过 30%), 虽然共同基金仍然占主导地位, 但 ETF 的占比持续提升, 已成为基金市场增长的主力, 近四年共同基金规模增长 1.5 万亿美元 (剔除货币市场基金), 同期 ETF 规模增长 1.4 万亿美元, 接近长期共同基金规模增长水平; 近四年股票 ETF 规模增长 1.05 万亿美元, 而同期股票共同基金规模增长仅 9108 亿美元, 在股票基金类别, ETF 已成为规模增长的最重要来源。截至 2019 年 6 月末, 国内挂牌交易的 ETF 资产净值约 6564 亿元, 占我国开放式基金规模的比重为 4.9% (我国分类 ETF 包含在指数基金内, 指数基金仅占开放式基金的 8%), 相较之下, 我国指数基金 (ETF) 仍属于发展初期。

图 9: 中国 ETF 规模占开放式基金规模占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: (美国指数基金+ETF)/(共同基金+ETF)规模占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 资产配置需求渐起，投资者机构化，ETF 优势突出

2.1. 金融资产配置需求渐涨+投资者机构化驱动指数基金发展壮大

指数基金以 ETF 为例，过去受产品知识缺乏、范围狭窄和渠道有限等多种因素制约，初期增长缓慢。自第一只 ETF 基金推出后，十年间 ETF 规模从 75 亿元增长至 1572 亿元，增长速度较为缓慢。鉴于中国 ETF 市场的历史较短，市场欠发达，投资者、基金经理及其他相关市场参与者受到各种牵制，包括个人投资者产品知识缺乏，机构投资者产品选择范围狭窄，分销渠道有限，市场活跃度不够等。

表 3：受多种因素制约，ETF 初期增长缓慢

市场参与者	制约因素
个人投资者	1) 缺乏对被动管理型产品的了解；2) 不了解 ETF 的风险和回报；3) ETF 产品的流动性相对较低。
机构投资者	1) ETF 产品的流动性相对较低；2) 产品选择有限，指数表现不佳，很难被用于长期回报及分散风险。
销售渠道	1) 投资者偏好绝对回报，不了解资产配置的概念；2) 投资渠道有限，例如 ETF 产品必须通过证券交易所账户完成；3) ETF 产品佣金较低；4) 销售人员缺乏培训。
做市商	1) 缺乏提升 ETF 产品市场流动性的动力；2) 缺乏有效的对冲策略与工具。
基金公司	1) 由于市场需求有限，缺乏发行 ETF 产品的动力；2) 指数品质不佳。
交易所	1)交易所与 OTC 交易之间存在隔阂；2) 交易所的 ETF 产品流动性较低，交易所缺乏优化 ETF 产品流动性的机制。
技术提供商	缺乏市场规模。

数据来源：交易所等，东吴证券研究所

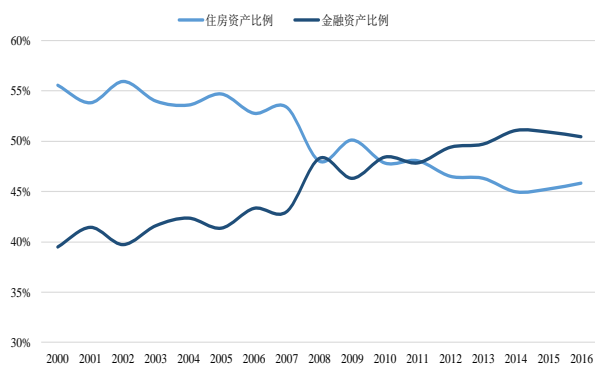
近两年来指数基金规模迅速增长，机构及个人投资者均有贡献。其中，场内权益指数基金（主要为 ETF）和债券指数基金以机构投资者为主，场外权益类指数基金以个人投资为主。我们认为指数基金快速增长的原因有以下方面：

(1) 居民住房资产转移至金融资产，金融资产配置需求渐起。1) 随国家房地产政策调控，传统的以地产为核心的资产配置套利空间收窄，住房资产逐渐转移至金融资产。截至 2016 年，住房资产在居民资产中的占比较 2000 年下降 9.7pct 至 45.84%，而金融资产占比则上升 11.0pct 达 50.47%，居民大类资产亟需重新配置。2) **金融资产中现金产品化趋势明显。**截至 2016 年末，我国居民金融资产结构中存款占比较 1993 年下降 45.6pct 至 48.92%，股票及股权占比则较 1993 年上升 5.64% 达 20.98%，金融产品配置需求增加。

对标海外，美国的金融资产配置中，贷款、股票和投资基金以及保险金和养老金计划占比较高（25%左右），存款及通货占比仅占 2.5%左右；日本则是债券占比较高（35%

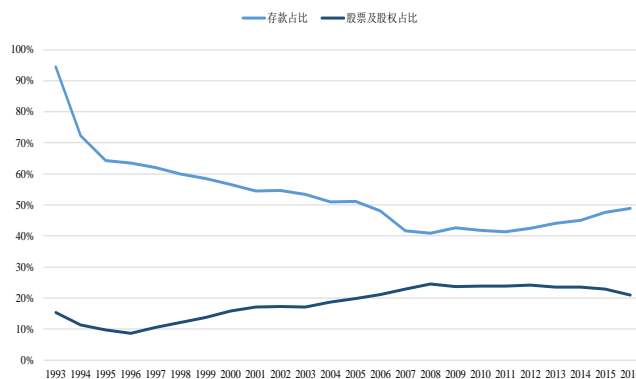
左右), 股权和投资基金份额占比 15%左右, 而货币和存款不到 10%。我们预计未来中国随着社会福利制度完善, 经济局势的平稳, 将实现由存款向多元化资产(尤其是权益性资产)的转变。

图 11: 住房资产和金融资产占比



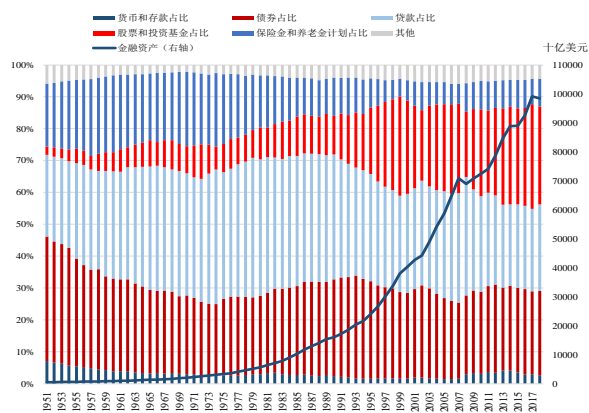
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 金融资产中存款占比和股票(股权)占比



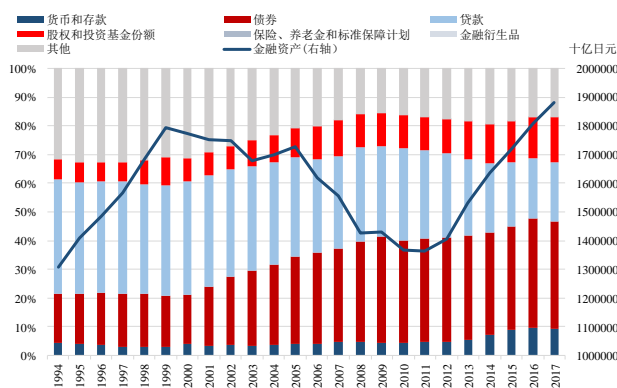
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 美国金融资产配置



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图 14: 日本金融资产配置

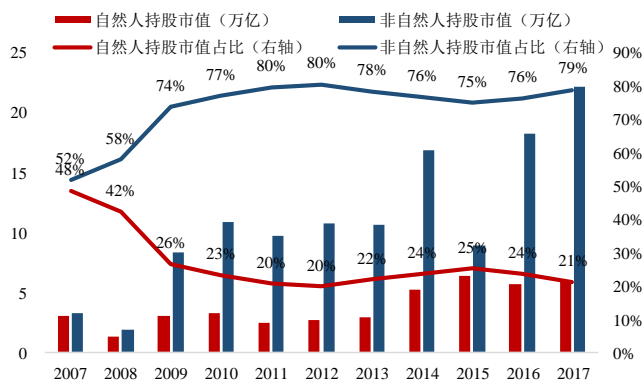


数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

(2) 市场投资者结构呈现机构化, 被动投资配置价值显著提升。在其他成熟市场中, ETF 作为被动投资工具, 长期以来一直为机构投资者主导, 用于资产配置。一方面, 投资者开始逐渐认识到指数基金作为低成本+分散风险投资工具的优势, 机构(包括保险、银行理财、养老金、信托基金等一些长线资金)和行为日趋成熟的个人投资者(自 2008 年以来自然人持股市值占比持续走低)配置指数基金产品意愿增强。另一方面, 随着外资的不断流入, 市场结构呈现机构化、长期化、国际化, 市场逐步充分和有效(获取阿尔法的难度增加), 机构持股偏向基本面较好、分红高、波动小的大盘蓝筹和行业

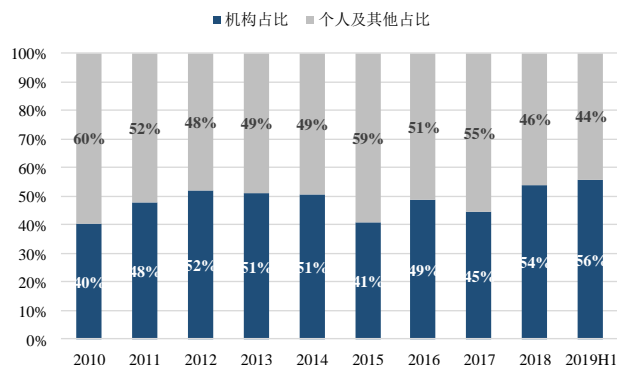
龙头股（大部分为指数成分股），投资指数基金优势显著。

图 15：自然人与非自然人持股市值及占比



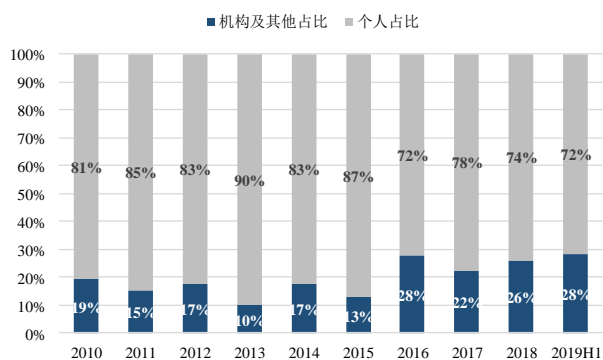
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：场内指数基金（ETF）持股结构以机构为主



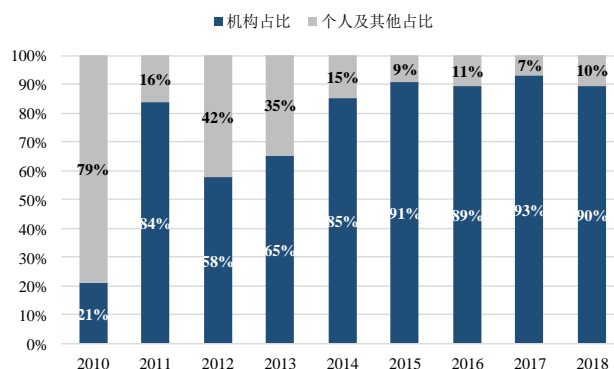
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：场外权益指数基金持股结构以个人为主



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：场外债券指数基金以机构为主



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(3) 产品开发逐渐多样化，政策红利助推指数基金发展。我国ETF超过70%的产品为股票型ETF，近几年行业/主题型ETF、跨境ETF以及聪明贝塔ETF产品初露头角。随着资产管理公司开始围绕另类数据与分析建立更多的能力，越来越多的基金管理公司加入到ETF领域的竞争，2018年就有20家基金公司发行了40支ETF产品（2016年仅有6家基金公司发行了9支ETF产品）。此外，政策红利加码推动指数基金发展，如央企结构调整ETF和科创板基金等（为化解股票质押风险，ETF换购需求增长），2018年新成立债券指数基金也主要跟踪政策债指数，如国开债指数、农发行债指数等。

(4) 价格竞争浮现，低费率推动规模进一步增长。低费率一直是投资者选择配置ETF的重要考量。长久以来，较高的管理费和托管费阻滞了中国ETF市场的发展，原因包括市场基础设施不足、规模有限以及付费服务市场的高昂分销成本。中国ETF产品

的年均管理费和托管费约为 0.5% 和 0.1%，而在美国，相关费用可低至每年 0.05%。在全球范围内，一些大型基金管理公司甚至推出了零管理费 ETF 产品以及涵盖各类 ETF 产品的零佣金交易平台。一些大型基金管理公司在最近推出新产品时，已尝试将管理费与托管费分别降至 0.15% 和 0.05%，预计未来 ETF 产品的费率将继续走低，吸引投资者。

2.2. 指数基金/ETF 具备多种产品优势，紧握市场贝塔收益

资管产品净值化管理趋势下，指数基金有望成为新增长点。资管新规及细则落地后，资管产品面临净值化管理的要求，主动管理产品费率高企且难以持续获得超额收益的情形下，指数基金/ETF 作为价值化投资的载体，具有风险收益特征鲜明、交易便捷、运作透明、成本低廉、工具属性突出等特征而受到热捧。一方面，随 A 股有效性不断提高，机构化时代逐步临近，投资者大类资产配置需求渐涨；另一方面，为完善中国多层次养老金体系，服务长线资金，迎接资产配置时代的到来，指数基金将越来越受到青睐，有望迎来可持续的发展机遇。

ETF 基金具备多种产品优势，紧握市场贝塔收益。ETF 为交易型开放式指数基金，是一种在交易所上市的、基金份额可变的开放式基金，它将开放式基金赋予流动性，并紧跟标的指数，把握贝塔收益。

1) **对比股票，ETF 操作简便且更加灵活，收益也更稳健。**股票投资一般需要择股+择时两步，来锁定超额的阿尔法收益，这对于投资者要求较高；而 ETF 基金则紧跟标的指数，只关注市场贝塔收益，且可以通过在一级市场上进行股票和基金份额的互换来实现套利，同时，投资者也可以通过 ETF 基金来买入市场较为紧俏的股票标的。

2) **对比 LOF 基金，ETF 基金管理效率更高。**LOF 基金为上市型开放式基金，也是一种具备流动性的开放式基金，但与 ETF 基金纯粹跟踪指数不同，LOF 基金则可能是被动管理型，也可能是主动管理型。而 ETF 和 LOF 不同的地方在于，ETF 是基金份额和“一篮子股票”进行互换，而 LOF 则与投资者交换现金，这就意味着基金公司需要准备储备金应对基金份额的赎回，基金的管理计划则有可能被打乱，从而出现非理性的投资行为。同时，ETF 的基金净值每 15 秒公布一次，而 LOF 则一天提供一个基金净值报价，相较而言，ETF 的市场机制更为完善，管理效率也相对更高。

3) **对比封闭式基金，ETF 费率低廉，投资方式灵活多变。**封闭式基金需要申购费（1.2%左右）、赎回费（0.5%左右）、管理费（1%/年），印花税（0.1%），费率较 ETF 更高，且 ETF 同时具备股票属性，投资者可以随时通过赎回获取股票，从而转变投资标的，其投资方式更加灵活；同时封闭式基金的周期很长，资金缺乏流动性，一般不适合短期持有。

4) **对比其他开放式基金，ETF 基金流动性更好。**开放式基金一般无法在二级市场

进行交易，因此并不具备流动性。相应的，其管理费也更高，一般在 1.5% 左右。总之，ETF 基金作为被动管理的指数型基金，具备多种金融资产优势，在现阶段居民资产配置转型中（由地产转向金融资产，由存款转向权益性资产），是一种良好的过渡产品，随未来 ETF 基金产品类型的不断丰富，投资者的需求被不断满足，ETF 大行其道的时代或将很快到来。

表 4：金融资产门槛、对比

	股票	ETF	LOF	封闭式基金	其他开放式基金
门槛（二级市场）	新三板 ：500 万资金+两年经验； 创业板 ：开户满半年即可； 科创板 ：50 万资金+经验+其他要求； 主板和中小板 无特殊要求。	有主板账户即可交易（交易所进行）	深圳证券交易所账户交易（交易所+代销网点）	有主板账户即可交易	基金公司认购（无法在二级市场交易）
最低交易份额（二级市场）	1 手（100 股）	1 手 100 份（申购 10 万份以上）	1 手 100 份（申购 1000 的倍数）	1 手 100 份（申购 1000 的倍数）	
手续费	印花税单边万 1，证券监管费万 2，券商佣金万 2.5~万 3。	无印花税，无申购费赎回费。手续费通常为万 2.5（双向收取），管理费 0.5%。	申购费 1.5% 左右，二级市场买卖费用万 3 以内，赎回费 0.5%，无印花税	申购费 1.2%，赎回费 0.5% 左右，管理费 1%/年，交易佣金万 1~万 3，印花税 0.1%。	申购费 1%~2%，赎回费在 1% 以下，管理费 1.5%。
市场限制	T+1	T+1	T+1	T+1	
特点		基金份额和“一篮子股票”交易，连续申购/赎回	现金交易		
涨跌停	10%	10%	10%	10%	

数据来源：交易所，东吴证券研究所

3. 先发优势+低费率+渠道成就指数基金巨头

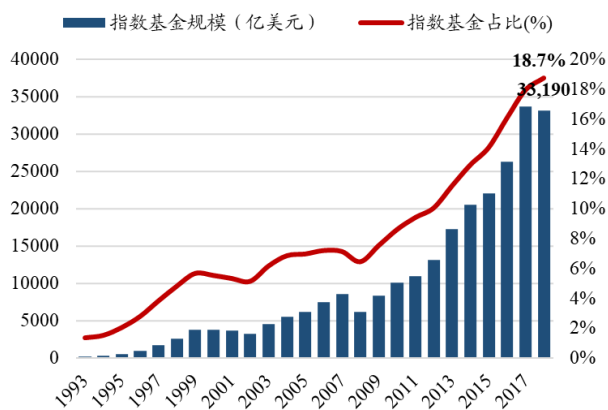
近 25 年来美国指数基金及 ETF 快速增长，系 1) 专业机构投资者占比提升+市场愈加完善。2) 指数基金较之主动管理共同基金的费用更加低廉。3) 养老金入市扩大市场规模，指数基金恰逢其时。**基金管理公司的前瞻产品布局、成本管控能力、销售渠道能力等成为核心竞争力**，其中依托着独特股权架构，叠加先发优势+低费率铸就了先锋指数基金龙头地位。我国指数基金竞争愈演愈烈，市场仍处于发展初期，基金管理公司纷纷降费抢占市场份额，当前“一超多强”格局仍有望打破。

3.1. 美国标的指数呈现多样化，先锋稳居指数基金龙头地位

美国指数基金规模迅速增长，标的指数呈现多样化。近 25 年来美国开放式指数基金飞速发展，1993-2018 年，美国指数基金规模从 278 亿美元增长至 3.32 万亿美元，CAGR 21.08%，占美国共同基金的比重从 1.34% 提升至 18.74%。标的指数呈现多样化，股票型指数基金占比由 88% 降低至 80%，债券和混合指数基金占比由 12% 提升至 20%。股票型指数基金中，跟踪 S&P500 指数的基金占比由 71% 降低至 29%，2013 年跟踪美国国内其他指数的基金规模首次超过跟踪 S&P500 指数的基金规模，2018 年规模提升至 1.19 万亿，占比上升至 36%，此外跟踪海外股票指数基金规模占比不断提升，2018 年规模为 5062 亿元，25 年 CAGR 为 27.02%。

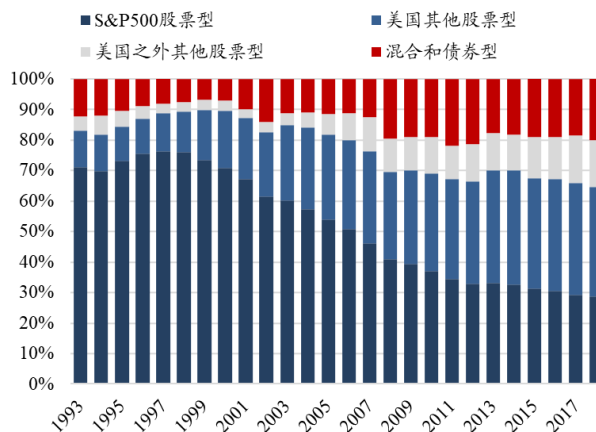
美国指数基金及 ETF 快速增长的原因主要有：1) **专业机构投资者占比提升+市场愈加完善**，致使阿尔法收益窗口收窄，主动管理型产品难以跑赢指数；2) **指数基金较之主动管理共同基金的费用更加低廉**，截至 2017 年，股票型指数基金的平均费率仅为 0.61%，大幅低于股票型共同基金 1.25%。3) **养老金入市扩大市场规模，指数基金恰逢其时**。20 世纪 80、90 年代，美国通过税收优惠制度推动养老金加入共同基金。以缴费确定型 (Defined Contribution Plans, DC 计划) 和个人退休金计划 (Individual Retirement Accounts, IRAs) 等为代表的长期资金入市，且倾向于配置指数基金 (美国养老计划平均执行期 33 年，此周期内股市的回报率远远大于房地产、现金等其他投资品，因此费率低、规模大、且趋势向上的指数基金成为美国养老金的投资首选，指数基金规模随之增长。截至 2018 年末，DC 计划和 IRAs 投资美国长期共同基金合计 8.17 万亿美元，占全美长期共同基金比重达 46.2%。

图 19：美国指数型基金规模及其在共同基金中占比



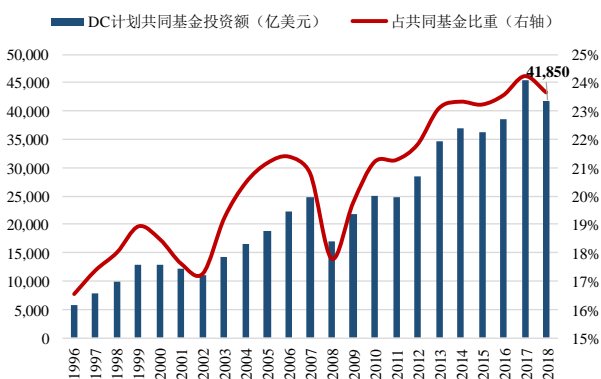
数据来源：ICI，东吴证券研究所

图 20：美国指数型基金结构



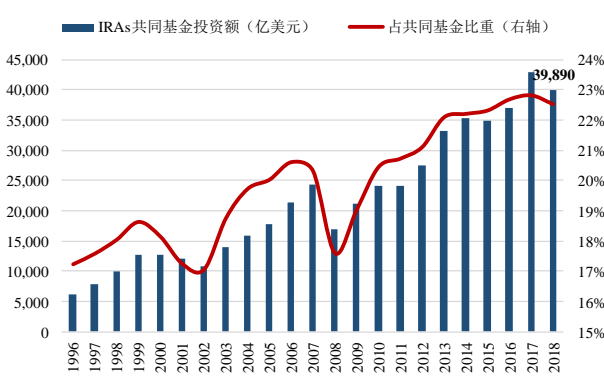
数据来源：ICI，东吴证券研究所

图 21：DC 计划共同基金投资额占比



数据来源：ICI，东吴证券研究所

图 22：IRAs 计划共同基金投资额占比



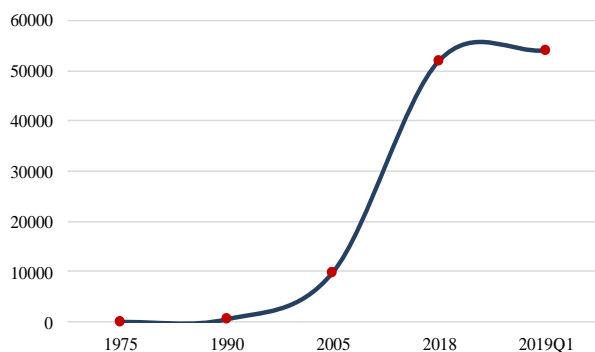
数据来源：ICI，东吴证券研究所

借鉴海外指数基金市场经验，基金管理公司的成本控制能力、产品丰富程度、跟踪指数效果、平台服务质量、销售渠道能力等都将影响公司的发展经营情况。

依托独特股权架构，先发优势+低费率铸就先锋指数基金龙头地位。先锋集团是全球最大公募基金管理公司，成立于1975年（其前身威灵顿基金诞生于1929年，以被动投资和反市场周期的投资风格著称），1976年为个人投资者创建了第一支指数基金，并分别于1986年和1990年发行了债券指数基金和国际股票指数基金，开创了低成本指数投资的时代。先锋集团依托其独特的股权架构，是历史上第一家、也是唯一一家由美国证券交易委员会(SEC)特批的“由投资者共同拥有的基金公司”，不涉及“第三方”股东，公司本身由其旗下管理的基金共同持有，购买基金份额的投资人将自动成为先锋基金的股东，可以分享基金创造的利润，集团反过来又为基金份额持有人提供投资管理服务，同时投资份额大的投资人还能进入董事会，影响基金的决策。因此基金公司利益和投资者利益表现出高度的相关性，可以最大限度地降低管理成本，又提高基金的活力，从而

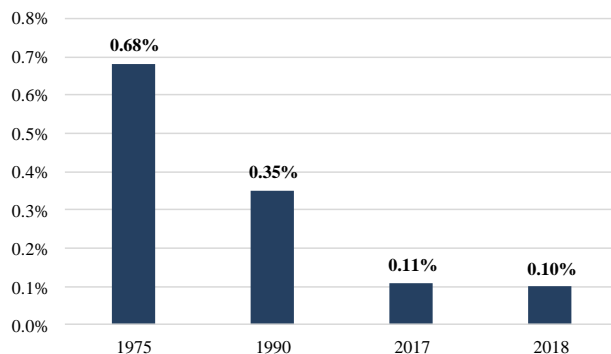
在投资管理行业中脱颖而出。先锋集团资产加权平均管理费率从 1975 年的 0.68% 降低至 1990 年的 0.35%，又降至 2018 年的 0.10%（行业加权平均管理费率 0.58%）。截至 2019 年 3 月 31 日，公司共管理 416 只基金（191 只美国本土基金+225 只海外基金），AUM 超过 5.4 万亿美元（ETF AUM 超过 1 万亿美元，共 80 只），1975-2018 CAGR 为 20.52%，全球投资者超过 2000 万，稳居指数基金龙头地位。

图 23：先锋集团 AUM（亿美元）



数据来源：先锋集团官网，东吴证券研究所

图 24：先锋集团资产加权平均费率变化



数据来源：先锋集团官网，东吴证券研究所

3.2. 我国指数基金竞争白热化，降费打响市场争夺战

指数基金规模突破万亿大关，竞争者纷纷降费，开启市场份额的抢夺。自 2002 年我国第一只指数基金——华安 180 推出以来，指数基金规模迅速增长，从 2002 年的 22 亿元增长至 2018 年的 7719 亿元，2002-2018CAGR 高达 44.2%，2019 年上半年指数基金规模较 18 年末+39.2%至 10747 亿元。市场竞争逐渐激烈，2019 年 3 月 15 日平安基金率先打响指数基金降费第一枪——平安创业板 ETF 正式成立，管理费率仅 0.15%，托管费率为 0.05%。在此之前，市面上的创业板 ETF 基金费率基本在 1% 左右，仅有博时、华夏、银华旗下的三只央企结构调整 ETF 基金管理费为 0.15%，客户机构化背景下（对费率较敏感），被动投资逐步兴起（费率低+收益稳定），大型公司纷纷降费顺应趋势抢占市场份额。

市场竞争逐步白热化，当前呈现“一超多强”格局。从基金公司来看，截至 2019H1，共有 24 家基金公司指数基金规模超百亿，其中华夏基金指数基金规模较 2018H2 环比+15.85%至 1228 亿，是唯一一家指数基金规模超千亿的基金公司。此外，易方达基金、南方基金以及富国基金指数基金规模都超过 500 亿，分别为 830 亿、752 亿以及 555 亿，分别较 18 年末增长 18.57%、46.30%以及 10.78%。

跟踪同一标的指数的不同指数基金产品规模也存在较大差异，主要体现在以下核心

竞争力上：1) 先发优势。指数基金产品之间同质化较严重，具有先发优势奠定的产品更容易形成规模效应，如沪深 300 指数份额增长较大的华泰柏瑞沪深 300ETF 等。**2) 价格优势。**指数基金竞争正愈演愈烈，同质化背景下，投资者将更看重费率，选择成本更低的产品进行以期获得长期更高的收益。**3) 渠道/平台及营销优势。**指数基金产品在跟踪指数误差和价格都差不多的情况下，将更考验产品销售能力，渠道丰富稳定、平台流量大和营销方案突出的基金公司将更胜一筹。

表 5：指数基金规模超百亿基金公司

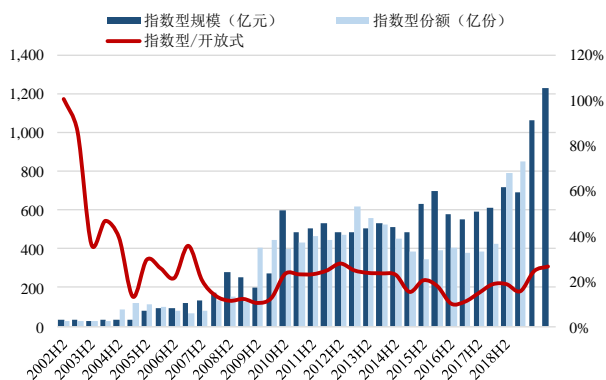
	2019H1		2018H2	
	规模 (亿元)	份额 (亿份)	规模 (亿元)	份额 (亿份)
华夏基金	1228	847	1060	789
易方达基金	830	700	590	602
南方基金	752	514	573	445
富国基金	555	501	409	436
华安基金	452	374	381	388
博时基金	429	411	494	512
嘉实基金	423	394	252	301
华泰柏瑞基金	406	142	377	152
广发基金	395	512	466	584
工银瑞信基金	382	321	171	183
国泰基金	323	283	209	178
招商基金	320	288	208	237
汇添富基金	319	331	176	234
鹏华基金	262	284	151	200
银华基金	206	206	184	211
民生加银基金	200	200	1	2
国寿安保基金	185	244	9	21
中银基金	173	169	103	100
平安基金	152	46	134	106
华宝基金	143	178	85	116
天弘基金	140	168	83	120
景顺长城基金	131	97	104	95
建信基金	126	97	104	95
申万菱信基金	110	128	96	121

数据来源：Wind，东吴证券研究所

一支独大+多点支撑，稳固华夏行业龙头地位。截至 2019 年 8 月末，华夏基金管理指数基金 53 只，规模 1244 亿元。以产品管理规模超 50 亿元的股票 ETF 为例，华夏基金目前在上证 50 产品领域独占优势，华夏上证 50ETF 单只基金规模就高达 493 亿元，是目前规模最大的场内基金。另外，华夏沪深 300ETF、华夏中证央企结构调整 ETF、

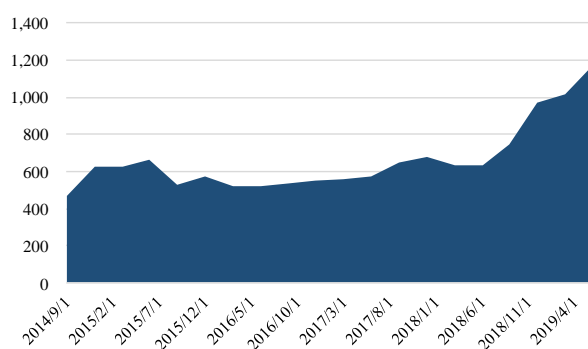
华夏中证 500ETF 等产品规模也位列前茅，形成“一支独大，多点支撑”的产品布局。

图 25：华夏指数基金规模、份额及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

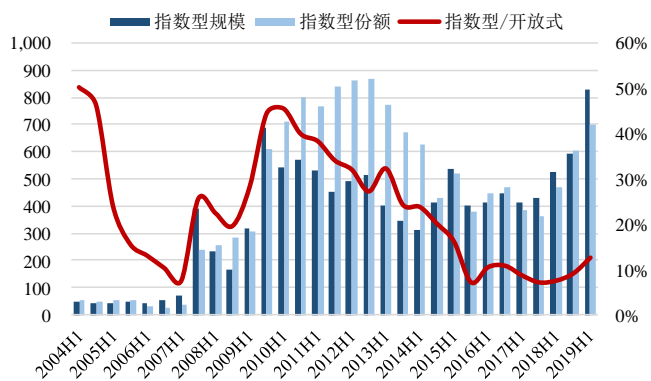
图 26：华夏指数基金近 5 年规模变化（亿元）



数据来源：天天基金网，东吴证券研究所

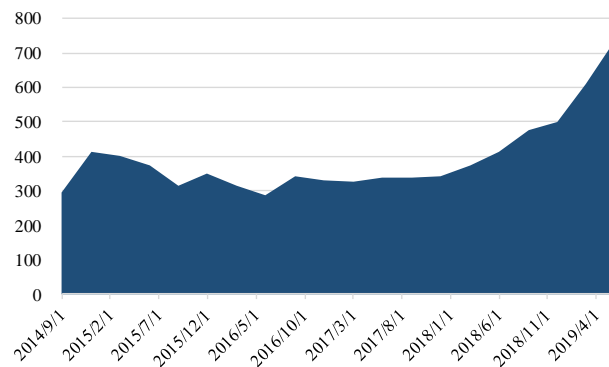
深耕创业板产品，主动下调费率，易方达指数基金市场领先。截至 2019 年 8 月末，易方达共管理指数基金 52 只，基金规模 773 亿元，市场排名第二，其在创业板指产品线上独占鳌头，单只基金规模分别高达 230 亿元。2019 年 4 月 20 日，易方达基金正式公告，将旗下跟踪中证 500 和 MSCI 中国 A 股的 ETF 指数基金和联接基金管理费率大幅下调 70%，下调后管理费率仅 0.15%，凭借低费率有望进一步扩大市场份额。

图 27：易方达指数基金规模、份额及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：易方达指数基金规模变化（亿元）



数据来源：天天基金网，东吴证券研究所

4. 投资建议

中国财富管理行业长期发展空间广阔，在资管新规的行业变局中，投资者结构和资产配置结构都发生变化，金融资产配置意义大幅提升，指数基金需求渐起，我们看好财富管理行业中长期发展前景，以机构、散户、高净值客户为着力点的机构都有望迎来发展机遇。未来金融牌照齐全、品牌资源优势鲜明的财富管理平台将持续受益。建议关注流量持续变现且即将上线指数基金产品的**东方财富**，机构客户占比较高的价值龙头**中信**

证券，具有先发优势的财富管理龙头**中金公司**。

东方财富：1) 基于核心流量优势，公司积极布局第三方基金代销、证券、期货、互联网保险等金融业务，拓展金融全牌照+延伸金融服务链条，打造财富生态圈，推进流量变现。2) 零售证券持续演绎高成长性，高流量+低成本+优服务构筑核心竞争力。3) 公募产品（西藏东财上证 50 指数基金）发行在即，流量变现持续升级，开启财富管理新时代。公司正式切入财富管理市场，流量变现第三层级加速启动。国内财富管理领域在散户机构化、现金产品化以及资管新规带来的大资管行业重构背景下将迎来快速发展周期，看好公司展现客户资源、平台系统、运营成本三大天然核心优势，业绩有望维持高增。

风险提示：1) 基金代销市场竞争激烈；2) 东财证券市占率提升不及预期。

中信证券：1) 公司机构客户占比达 37%，高于行业平均水平，投行等各项业务均保持龙头领先地位，客户黏性强。2) 股权新规提高券商股东准入门槛，行业马太效应凸显，中信作为龙头券商，有望开启资源整合，盈利能力优势将持续扩大。3) 公司收购广州证券扩张版图+发布员工持股计划，未来有望调动公司员工积极性形成业绩与股价的良性循环，彰显管理层对公司长期发展向好的信心，长期看好其券商龙头前景。

风险提示：1) 基金代销市场竞争激烈；2) 市场下行。

中金公司：1) 财富管理业务立足研究+产品，以咨询服务驱动经纪业务的差异化发展，致力于高净值客户提供国际水准的专业投资服务（包括顾问服务、交易服务、资本中介服务、产品服务四类）。2) 收购中投证券后获取客户资源、实现优势互补，财富管理领域实现协同。3) 腾讯与中金合资成立一家技术公司，未来或以金融科技加速驱动财富管理深化转型。公司财富管理业务的核心优势为专业的研究和投资管理能力，以及长期积累的品牌优势，看好其在财富管理高净值客户领域保持行业领先地位。

风险提示：1) 基金代销市场竞争激烈；2) 市场下行。

5. 风险提示

- 1) 长期资金进入市场不及预期：长期资金更需要稳定的投资；
- 2) 市场大幅下行：市场下行将影响居民金融资产配置结构；
- 3) 产品创新不及预期：指数基金产品创新不及预期，产品新引力不够；
- 4) 市场竞争激烈：被动投资市场兴起，价格战竞争激烈，影响行业收入。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

