

2026 年 07 月 16 日

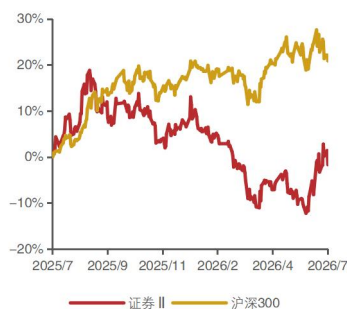
投资评级：看好（维持）

证券分析师

陆韵婷
SAC: S1350525050002
luyunting@huayuanstock.com
沈晨
SAC: S1350525090002
shenchchen@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



主动 ETF 启航，行业财富管理迎新变量

——主动 ETF 的海外经验与国内发展路径展望

投资要点：

- **国内主动 ETF 正式落地。**2026 年 6 月 17 日，吴清主席在陆家嘴论坛宣布支持在交易所推出主动管理 ETF，沪深交易所同步发布业务指引。主动 ETF 不以跟踪特定指数为目标，将基金经理的主动选股和资产配置能力嵌入 ETF 载体，同时保留场内交易、申赎标准化及盘中参考净值等特征。**产品定位介于被动 ETF 与传统主动基金之间，增强策略 ETF 已提供前期实践。**相较被动 ETF，主动 ETF 可主动选股和配置资产；相较传统主动权益基金，其可场内实时交易、透明度更高，便于投资者和投顾机构进行估值跟踪。2021 年国内首批增强策略 ETF 产品发行，可视为主动 ETF 产品的重要探索，截至 2026 年 6 月 30 日，55 只增强策略 ETF 合计规模约 113 亿元，规模较小、仍在初始发展阶段。

- **通过梳理美国主动 ETF 市场发展现状，我们得出以下经验：**

市场规模方面，监管标准化是美国市场扩容的主要前提。1) 2019 年 Rule 6c-11 出台后，主动 ETF 不再需要逐只申请豁免，发行效率明显提升；2) 2020 年半透明 ETF (semi-transparent ETF) 产品推出，其通过代理组合、Tracking Basket 等代理信息保护真实持仓，或明显提升投资管理人积极性；3) SEC 启动“共同基金+场内 ETF”双份额豁免审批，支持成熟主动策略在保留共同基金份额的同时增设 ETF 份额；4) 美国 ETF 产品相比传统主动基金更具税收效率优势：ETF 在大额赎回时可无需卖出持仓股票，可减少基金内部资本利得的实现和分配，从而有利于投资者延后缴税、提升税后回报效率。

市场格局方面，头部公司主要为大型综合资管机构或产品具有特色化差异化的机构。2025 年末，美国主动 ETF 市场 CR4、CR10 分别为 45%、70%，Dimensional 和 J.P. Morgan 主动 ETF 管理规模分别达 2440 亿美元、2060 亿美元，处于第一梯队。具体来看，Dimensional、Avantis 等依托量化及因子投资能力布局核心权益策略，J.P. Morgan、Capital Group、Fidelity 及 Blackrock 旗下品牌 iShares 等综合资管机构依托主动权益、固收策略管理能力，向 ETF 产品迁移；PIMCO、First Trust、Innovator 等则聚焦主动固收、目标收益型产品，满足现金管理、稳健收益及特定风险收益目标。

渠道方面，美国主动 ETF 零售渠道以 RIA 为主。截至 2024 年底，美国零售端主动 ETF 在 RIA（独立注册投资顾问）、Broker-dealer（经纪商）和 Wirehouse（大型全国性综合服务型券商财富管理平台）的资产占比分别为 61%、26%和 13%，RIA 渠道占据绝对优势。

产品特点方面，量化因子策略、期权收益增强、主动固收或为主动 ETF 产品的竞争优势。我们发现，目前美国较为热销的主动 ETF 产品大多集中在量化因子策略、期权收益增强、主动固收的策略，这或为主动 ETF 相比被动 ETF 的主要竞争优势。

- **短期来看，首批主动 ETF 对于公募基金的战略意义或大于规模贡献。**由于透明度安排更偏向美国的全透明 ETF 产品、投顾渠道尚未成熟等原因，我们预计短期内主动 ETF 对于增加公募行业产品供给的战略意义更大。中长期来看，国内主动 ETF 中期具备较为广阔的空间，参考海外经验，若长期主动 ETF 占比向海外约 10%的水平靠近，潜在市场规模可达 5000 亿元。
- **投资建议：**主动 ETF 落地或将带来产品发行、流动性做市、机构交易和投顾配置等多环节需求，或利好头部公募及具备 ETF 生态协同能力的头部券商。我们维持证券行业“看好”评级，推荐中信证券、广发证券和华泰证券，建议关注招商证券和兴业证券。
- **风险提示：**首批产品发行及审批节奏低于预期；PCF 披露颗粒度、做市及流动性等配套机制仍待验证；主动策略业绩表现不及预期。

内容目录

1. 吴清主席在陆家嘴论坛宣布支持发行主动 ETF	5
2. 主动 ETF 的产品特点	5
2.1. 增强策略 ETF：主动 ETF 推出前的重要探索	5
2.2. 主动 ETF 的产品定位：区别于被动 ETF、主动基金与 LOF	6
3. 美国主动 ETF 的发展情况	8
3.1. 美国主动 ETF 的发展历史	8
3.2. 美国主动 ETF 的市场格局	10
3.3. 美国主动 ETF 的资产配置特点	10
3.4. 美国主动 ETF 零售渠道特点	11
3.5. 以两家主动 ETF 龙头为例，探析美国主动 ETF 产品的投资风格	12
4. 主动 ETF 长期市场空间可期，首批产品或从量化多头与收益增强策略破局	13
5. 投资分析意见	13
6. 风险提示	14

图表目录

图表 1： 增强策略 ETF 产品跟踪指数的分布情况（只）	6
图表 2： 增强策略 ETF 产品的管理费率分布（只）	6
图表 3： 主动 ETF 与被动 ETF、主动权益基金和 LOF 基金的对比	7
图表 4： 2025 年美国投资公司管理资产在各类型基金的分布（十亿美元）	9
图表 5： 2015–2025 年末美国主动 ETF 管理资产规模变化（亿美元，%）	9
图表 6： 2016–2025 年美国国内股票共同基金累计资金流与美国国内股票 ETF 净份额发行金额（十亿美元）	9
图表 7： 2025 年末，美国主动 ETF 管理人的管理资产规模、市场份额、当年净流入情况（十亿美元，%）	10
图表 8： 美国被动 ETF 和主动 ETF 中不同类型资产的规模占比（%）	11
图表 9： 主动 ETF 资产规模在各零售渠道的占比（%）	11
图表 10： 零售端主动 ETF 按渠道划分的资金流入占比（%）	11
图表 11： Dimensional 部分热销主动 ETF 产品情况	12
图表 12： JP Morgan 部分热销主动 ETF 产品情况	12
图表 13： 部分券商旗下公募基金的净利润贡献占比	14

1. 吴清主席在陆家嘴论坛宣布支持发行主动 ETF

2026 年 6 月 17 日,中国证监会主席吴清在陆家嘴论坛宣布,支持在交易所推出主动 ETF (主动管理交易型开放式证券投资基金),同日,沪深交易所发布主动 ETF 业务指引。

根据《上海证券交易所主动管理交易型开放式证券投资基金业务指引》的内容,主动 ETF 是指基金管理人自主选择投资策略、不以跟踪特定指数为投资目标,使用标的证券、现金或基金合同约定的其他对价进行申购、赎回,并上市交易的开放式基金。简而言之,主动 ETF 即主动管理+ETF 形式两者的结合体,主动 ETF 把主动基金经理的选股、配置能力放进 ETF 载体中,同时保留 ETF 的持仓透明、交易便捷等特点。

整体来看,国内主动 ETF 采取的是主体资质明确、组合运作分散、信息披露透明的监管框架。

一是明确发行主体和管理能力要求。要求基金管理人近 3 年无重大违法违规行为,具备 5 年以上主动权益公募基金管理运作经验,且近 3 年平均主动权益公募基金管理规模不少于 100 亿元;同时,管理人还需具备成熟的 ETF 投资运作、风险控制和系统支持能力。我们认为,这意味着首批主动 ETF 更适合由兼具主动权益投研积累和 ETF 运营经验的基金公司发行。

二是明确产品定位和投资方式。主动 ETF 不以跟踪特定指数为投资目标,而是由基金经理主动进行选股和资产配置,即没有偏离度要求;同时,主动 ETF 基金名称应当包含“主动管理交易型开放式证券投资基金”字样,场内简称应当包含“主动”字样。

三是强化组合运作和透明度要求。指引要求主动 ETF 持有证券数量不低于 30 只,前十大持仓权重合计不超过基金资产净值的 60%,且持仓股票近 1 年日均成交金额应位于所在交易所全部上市股票前 80%。同时,产品需每日披露基于真实投资组合的申购赎回清单,并发布盘中参考净值。

2. 主动 ETF 的产品特点

2.1. 增强策略 ETF: 主动 ETF 推出前的重要探索

国内已经推出的增强策略 ETF 可视为主动 ETF 推出前的重要探索。国内增强策略 ETF 自 2019 年开始申报,2021 年首批增强策略 ETF 获批并上市。在运作机制上,增强策略 ETF 需在每个交易日开市前披露申购赎回清单(PCF),并发布盘中参考净值,已在 ETF 申赎、做市和信息披露等方面积累了实践经验;在投资策略上,虽然增强策略 ETF 以跟踪标的指数为基础,通常要求不低于 80%的非现金基金资产投资于标的指数成份股及备选成份股,但可通过个股选择、权重优化、非成份股配置等方式争取超额收益。与之相比,主动 ETF 的核心特征在于基金经理可自主进行选股和资产配置,无需受“80%以上资产需投向指数成份股和备选成份股”的约束。

2025 年增强策略 ETF 产品数量快速增加,截至 2026 上半年国内有 55 只增强策略 ETF。2025 年以来产品数量明显扩容,新发 22 只增强策略 ETF 产品,主要集中在中证 A500 增强、科创综指增强、创业板综增强等;截至 2026 年 6 月 30 日,国内有 55 只增强收益型 ETF,整体规模合计约 113 亿元。

目前国内增强策略 ETF 产品呈现出以下几个特征:规模向头部产品集中、管理费率以 0.5%为主、产品布局偏向中小盘宽基为主、超额收益分化。

1、规模方面,最大的三只分别是:华泰柏瑞中证 500 增强 ETF (16.7 亿元)、鹏华科创 50 增强 ETF (16.1 亿元)、招商中证 1000 增强 ETF (14.7 亿元),前 3 只产品合计规模为 47.5 亿元,占整体规模的 42%。

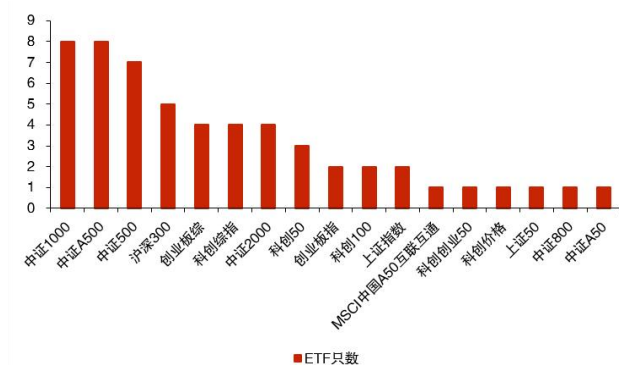
2、管理费率方面,42 只产品的管理费率为 0.5%,7 只为 0.8%,4 只为 0.7%,2 只为 1.0%。市场主流管理费定价大致在 0.5%附近,个别产品费率相对更高,如鹏华科创 50 增强 ETF 管理费 1%,规模仍达 16.15 亿元。

3、跟踪的指数方面,市场布局数量最多的三大指数分别为中证 1000、中证 A500、中证 500。

4、超额收益方面,具备完整近一年和近两年业绩数据的产品平均超额收益率分别为 2.75%、11.27%,但不同产品之间超额收益差异较大,整体呈现明显分化。

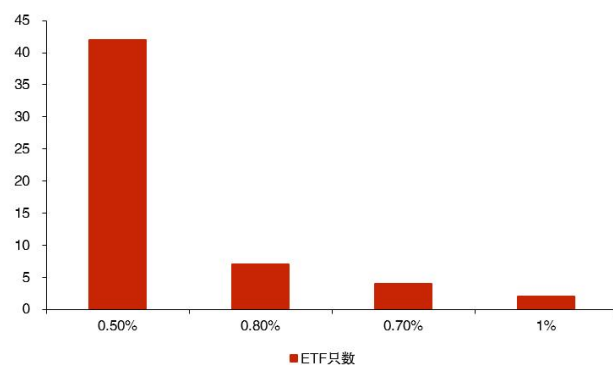
增强策略 ETF 仍处于起步阶段,市场规模较小。截至 2026 年 6 月 30 日,国内增强策略型 ETF 整体规模合计约 113 亿元,在整个非货 ETF 规模中占比 0.25%,整体仍处于起步阶段,市场发展相对较慢。

图表 1: 增强策略 ETF 产品跟踪指数的分布情况 (只)



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 2: 增强策略 ETF 产品的管理费率分布 (只)



资料来源: wind, 华源证券研究所

2.2. 主动 ETF 的产品定位: 区别于被动 ETF、主动基金与 LOF

1、相比被动 ETF,主动 ETF 不再跟踪指数,而是基金经理主动选股、主动做资产配置,同时延续 ETF 场内交易属性,像股票一样仍在交易所进行交易。

2、相比主动权益基金，主动 ETF 的区别主要在于以下四个方面：

1) 交易方式不同。普通主动基金在场外（例如各大银行、蚂蚁基金、天天基金等基金销售平台）申购赎回，按当天收盘净值成交，通常是 T+1 确认份额；主动 ETF 在交易所场内实时买卖，价格随市场即时波动。

2) 持仓透明度高。传统主动权益基金按季度披露重点持仓信息，而主动 ETF 每日披露申购赎回清单，持仓透明度高于传统主动基金，且可一定程度上避免风格漂移。根据上交所指引第九条规定：“第九条 基金管理人应当基于真实投资组合制作主动 ETF 的申购赎回清单，并于每个交易日开市前通过本所指定的信息发布渠道披露”，持仓披露近似于全透明水平，但预计最终披露颗粒度需参考首轮推出的具体产品合同及 PCF 样式。

3) 参考净值公开。主动 ETF 须在交易时间内按频率发布 IOPV（基金份额参考净值），供投资者判断场内价格是否合理，这相当于给投资者提供了实时估值参考。

4) 新增基金经理操作约束。根据沪深交易所指引要求，主动 ETF 持仓个股数量不低于 30 只，前十大持仓权重合计不超过基金资产净值的 60%，并要求组合流动性良好，还须合理控制换手率，杜绝短期频繁交易与集中大额调仓。

3、相比 LOF 基金，LOF 全称是上市开放式基金，既可以像普通开放式基金一样按当日净值场外申购和赎回，也能在场内实时买卖，而主动 ETF 不采用普通开放式基金的场外净值申赎模式。信息披露上，LOF 持仓通常是季度定期披露，ETF 则是每日披露持仓，透明度更高。

图表 3：主动 ETF 与被动 ETF、主动权益基金和 LOF 基金的对比

比较维度	被动ETF	主动ETF	主动权益基金	LOF基金
投资方式	跟踪指数，获取市场Beta	基金经理主动选股、主动做资产配置	基金经理主动选股、主动做资产配置	产品类型多样，可为主动或被动策略
交易方式	场内实时交易，价格随市场波动	场内实时交易，价格随市场波动	场外申购赎回，按收盘净值成交，通常T+1确认份额	既可场内交易，也可场外申购赎回
持仓披露	每日披露PCF，透明度高	每日披露PCF，透明度高于传统主动基金	通常按季度披露重点持仓	按普通公募基金规则披露
参考净值	交易时段内发布IOPV	交易时段内发布IOPV，便于判断价格是否合理	无场内实时IOPV	一般无ETF式实时IOPV机制
申赎与基础设施	依托ETF申赎、做市和套利机制	将主动策略放入ETF申赎、做市和套利基础设施中	以场外现金申赎为主	重点是给传统基金增加交易所通道
组合约束	以指数复制和跟踪误差控制为主	根据交易所指引，持仓不低于30只股票，前十大持仓合计不超过60%，并要求流动性良好、合理控制换手率	基金经理自主空间更大，主要受基金合同约定	取决于具体基金类型和合同约定
核心特点	低费率、透明、工具化配置	兼具主动管理能力与ETF交易机制	主动管理能力强，但流动性和透明度相对较弱	兼顾场内与场外渠道，但不具备完整ETF基础设施优势

结论

主动ETF介于被动ETF与传统主动基金之间：既保留ETF的交易便利、透明披露与组合配置属性，又引入基金经理的主动管理能力。

注：根据现有交易所指引，主动ETF每日披露PCF，但最终披露颗粒度仍需以首批产品合同及PCF样式为准。

资料来源：央广网，上海证券交易所，深圳证券交易所等，华源证券研究所

3. 美国主动 ETF 的发展情况

美国的主动 ETF 产品首发于 2008 年，至今有近 20 年的发展历史。我们认为梳理美国主动 ETF 市场的发展阶段、竞争格局和产品演进，有助于理解主动策略 ETF 化的成长路径，并为国内市场的产品布局、渠道建设及机制完善提供参考。

3.1. 美国主动 ETF 的发展历史

美国主动 ETF 的发展呈现出明显的“前期缓慢、政策放开后快速扩容”特征。2008 年首只主动 ETF 获批上市后，市场长期处于小规模发展阶段；2016 年 SEC 批准交易所通用上市标准落地、2019 年 SEC 推出 Rule 6c-11 后，透明型主动 ETF 的发行和运作逐步标准化。政策框架持续完善推动市场进入加速扩容阶段，美国主动 ETF 资产规模由 2015 年的 220 亿美元增至 2025 年的近 1.4 万亿美元，2025 年同比增长 66%，2015-2025 年复合增速达 52%；截至 2025 年底，主动 ETF 规模已占美国 ETF 资产规模约 11%。

我们将美国主动 ETF 的发展过程分为萌芽期和快速增长期两个阶段。

1、第一阶段：萌芽期（2008-2015 年）。2008 年，美国证券交易委员会（SEC）批准了首只主动 ETF，但早期主动 ETF 发展较慢，主要系 ETF 产品通常需逐只向 SEC 申请《1940 年投资公司法》下的豁免令：一是 ETF 在场内交易，与传统共同基金申赎模式不同；二是 ETF 按照市场价格而非收盘净值成交，与传统共同基金不同，所以需要豁免审批。

2、第二阶段：快速增长期（2016 年至今）。美国主动 ETF 在 2016 年之后进入扩张阶段，并在 2019 年的“ETF Rule”出台之后快速放量。ICI 数据显示，美国主动 ETF 资产规模从 2016 年底的 280 亿美元增长至 2019 年底的 950 亿美元，2019 年后增长进一步加速，资产规模从 2020 年底的 1660 亿美元提升至 2025 年的 1.4 万亿美元。

我们认为 2019 年前后美国主动 ETF 市场快速扩容的原因主要有以下几点：

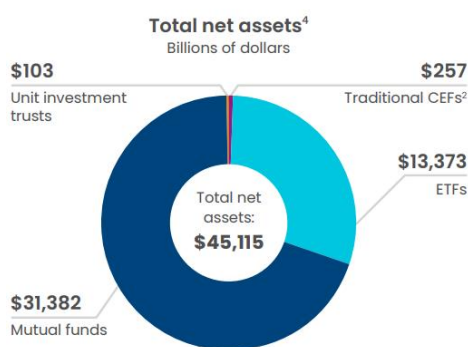
1）发行流程便利化，2019 年的“ETF Rule”是主动 ETF 近年来高速扩容的最主要原因。2016 年 SEC 出台交易所主动 ETF 上市标准，不再需要为每只主动 ETF 单独寻求 SEC 批准，2019 年 SEC 正式落地 Rule 6c-11，即“ETF Rule”，允许满足条件的 ETF 无需逐只申请豁免令，同时适用于提供每日组合透明度等条件的主动和被动 ETF，提高了申赎和组合管理效率。

2）允许半透明披露持仓，以保护主动策略。2020 年 4 月 2 日，American Century 在芝加哥期权交易所全球市场（Cboe Global Markets）推出了首批两只主动型半透明 ETF，半透明 ETF（semi-transparent ETF）产品无需每日披露真实持仓，以保护主动策略。具体而言，半透明 ETF 不需在每个交易日开始前披露其投资组合，而是根据各自豁免安排披露代理组合、Tracking Basket 或其他替代信息，在保护真实持仓的同时支持做市和套利。我们认为，这将有效提升投资管理公司发行主动 ETF 的意愿。

3) SEC 启动“共同基金+场内 ETF”双份额豁免审批。近年来, SEC 逐步授予部分机构 ETF Class Relief 豁免资格, 使成熟主动策略在保留共同基金份额的同时增设 ETF 份额成为可能, 有助于资管机构复用既有投研、组合管理和客户基础。

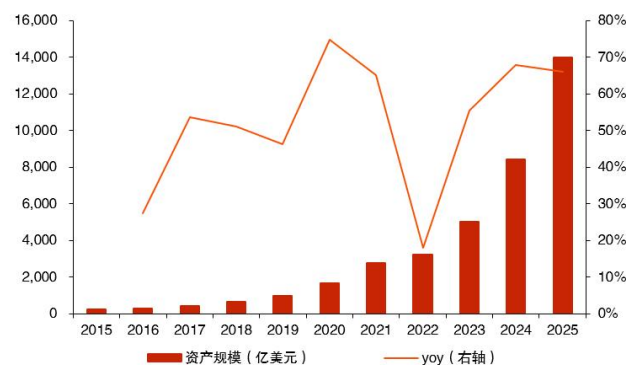
4) 美国 ETF 产品相比传统共同基金更具税收效率优势。ETF 在大额赎回时可无需卖出持仓股票, 可减少基金内部资本利得的实现和分配, 从而有利于投资者延后缴税、提升税后回报效率, 在这一税收效率优势下, 部分资产管理机构把共同基金转换成主动 ETF 产品。2021 年 3 月, Guinness Atkinson 完成美国首例开放式共同基金向 ETF 的整体转换, 随后 Dimensional 于 2021 年分批将大规模共同基金转换为 ETF, JP Morgan 也在 2022 年完成部分共同基金向 ETF 的转换。根据 ICI 数据, 2021 年至 2025 年, 美国共有 191 只共同基金转换为 ETF, 对应转换资产规模 1130 亿美元。

图表 4: 2025 年美国投资公司管理资产在各类型基金的分布 (十亿美元)



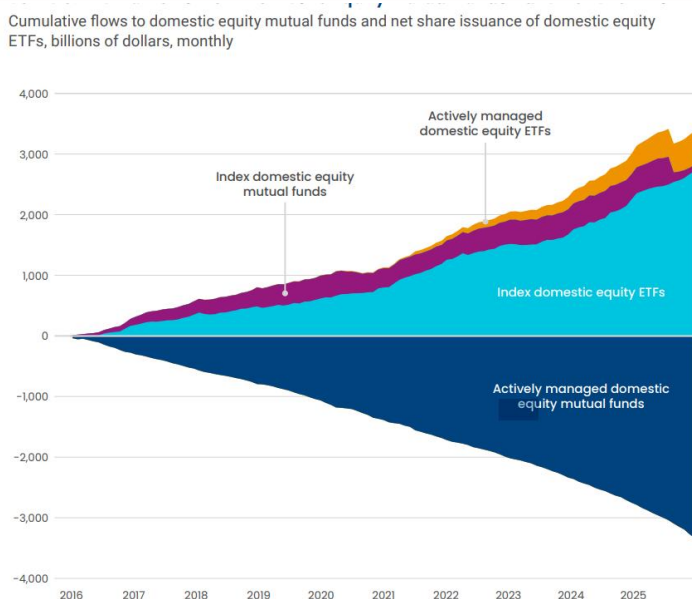
资料来源: ICI 《2026 Investment Company Fact Book》, 华源证券研究所

图表 5: 2015-2025 年末美国主动 ETF 管理资产规模变化 (亿美元, %)



资料来源: ICI, 华源证券研究所

图表 6: 2016-2025 年美国国内股票共同基金累计资金流与美国国内股票 ETF 净份额发行金额 (十亿美元)



资料来源: ICI 《2026 Investment Company Fact Book》, 华源证券研究所

3.2. 美国主动 ETF 的市场格局

截至 2025 年末，美国主动 ETF 市场的 CR4 为 45%，CR10 为 70%，其中，Dimensional 和 JP Morgan 的主动 ETF 资产规模分别为 2440、2060 亿美元，位居第一梯队，远高于其他管理人的管理规模。

美国头部主动 ETF 管理人可按既有投研能力与产品定位大致分为三类：

1、量化与因子策略管理人。以 Dimensional、American Century 旗下 Avantis 等为代表，核心优势在于将价值、规模、盈利能力等因子框架及组合优化方法嵌入 ETF。

2、综合型主动资管机构。以 J.P. Morgan、Capital Group、Fidelity、BlackRock 旗下的 iShares 品牌等为代表，通常拥有成熟的主动权益、主动固收等多类策略，我们认为，主动 ETF 是其将既有主动策略 ETF 化、拓展财富管理和投顾渠道的重要载体。

3、固定收益及目标收益型管理人。以 PIMCO、First Trust、Innovator 等为代表，主要布局主动固收、目标收益型 ETF 产品，重点满足现金管理、稳健收益或特定风险收益目标的配置需求。

图表 7：2025 年末，美国主动 ETF 管理人的管理资产规模、市场份额、当年净流入情况（十亿美元，%）

December Flows for the Largest Active ETF Providers

ETF Provider	Active Net Assets (\$Bil)	Active Market Share (%)	Estimated 2025 Active Net Flows (\$Bil)
Dimensional	244	17	43
JPMorgan	206	14	60
Capital Group	107	7	47
First Trust	98	7	13
American Century	97	7	27
iShares	73	5	35
Fidelity	67	5	21
PIMCO	40	3	14
Janus Henderson	39	3	12
Innovator	29	2	5

资料来源：Morningstar，华源证券研究所

3.3. 美国主动 ETF 的资产配置特点

在资产配置方面，与被动 ETF 相比，主动 ETF 投资的固收资产占比和衍生品应用比例更高。

1) 主动 ETF 投资的固收类资产占比更高：2024 年美国主动 ETF 投资的资产中，权益类占 61.9%，固收类占 32.6%，配置类占 1.1%，另类占 1.3%，商品占 0.8%；同期被动 ETF 资产中，权益类占 80.0%，固收类占 15.8%。

2) 主动 ETF 投资的权益资产占比快速提升：2020–2024 年期间，主动 ETF 的投资资产中，权益资产规模占比大幅提升了 25pct，体现出早期主动 ETF 投资资产以固收为主，伴随市场扩容，权益类主动 ETF 产品或明显增加。

3) 主动 ETF 配置的衍生品占比更高：《The Fast-Growing Market of Active ETFs》数据显示，2024 年 39.85% 的主动 ETF 持有权益衍生品；主动 ETF 按持仓数量计衍生品占比约 2.6%，高于被动 ETF 不足 1% 的水平。

图表 8：美国被动 ETF 和主动 ETF 中不同类型资产的规模占比（%）

Panel A: Passive ETF							
Year	Allocation	Alternative	Commodities	Convertibles	Equity	Fixed Income	Miscellaneous
2020	0.2	0.4	2.7	0.2	77.1	18.4	1.1
2021	0.2	0.7	1.9	0.1	79.7	16.2	1.3
2022	0.2	0.3	2.0	0.1	77.8	18.6	1.1
2023	0.1	0.5	1.6	0.1	78.9	17.6	1.2
2024	0.1	1.3	1.6	0.1	80.0	15.8	1.1

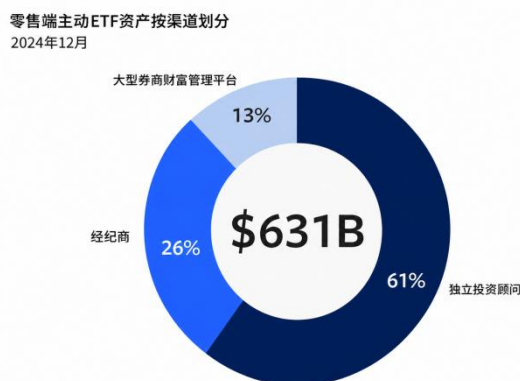
Panel B: Active ETF							
Year	Allocation	Alternative	Commodities	Convertibles	Equity	Fixed Income	Miscellaneous
2020	2.2	0.5	1.8	0.2	36.9	58.3	0.3
2021	2.4	1.1	2.3	0.1	47.5	46.3	0.3
2022	2.0	0.9	3.0	0.1	53.6	40.0	0.5
2023	1.3	1.0	1.5	0.0	62.3	33.3	0.6
2024	1.1	1.3	0.8	0.0	61.9	32.6	2.2

资料来源：《The Fast-Growing Market of Active ETFs》，Rachel Li and Nadia Winn，华源证券研究所

3.4. 美国主动 ETF 零售渠道特点

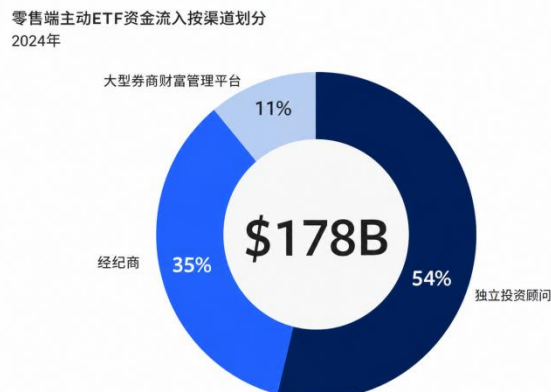
美国主动 ETF 零售渠道以 RIA 为主。截至 2024 年底，美国零售端主动 ETF 资产在 RIA（独立注册投资顾问）、Broker-dealer（经纪商）和 Wirehouse（大型全国性综合服务型券商财富管理平台，例如 Morgan Stanley、Merrill Lynch、UBS Wealth Management 和 Wells Fargo Advisors）的资产占比分别为 61%、26% 和 13%，RIA 渠道占据绝对优势，Broker-dealer 和 Wirehouse 合计占据约四成资产规模；2024 年主动 ETF 净流入资金中，RIA 渠道占比亦达 54%，仍是最主要的增量来源。

图表 9：主动 ETF 资产规模在各零售渠道的占比（%）



资料来源：Broadridge《Active ETFs: Achieving escape velocity》，华源证券研究所

图表 10：零售端主动 ETF 按渠道划分的资金流入占比(%)



资料来源：Broadridge《Active ETFs: Achieving escape velocity》，华源证券研究所

3.5. 以两家主动 ETF 龙头为例，探析美国主动 ETF 产品的投资风格

Dimensional 成立于 1981 年，是以系统化因子投资见长的资产管理机构，公司投研体系与 Fama—French 三因子模型联系紧密：Eugene Fama、Kenneth French 均为 Dimensional 董事会成员，并参与投资研究委员会。

秉承公司长期以来的学术体系积累，Dimensional 的产品基本为多因子框架的量化投资策略，热销产品主要有以下三个特点：1) 权益 ETF 为主。大规模的产品主要为权益 ETF，如 DFAC、DFUS、DFAU，主要投资于美国权益市场。2) 价值与小盘因子产品较多，如 DFUV、DFAT、DFAS 规模均较大，反映其依托小盘、价值因子的投顾配置逻辑。3) 全球资产配置，如 DFAI、DFIC、DFIV，体现其全球化资产配置能力。

图表 11: Dimensional 部分热销主动 ETF 产品情况

排名	代码	产品	投资风格
1	DFAC	US Core Equity 2 ETF	美国核心权益，更强因子倾斜
2	DFUS	US Equity Market ETF	美国权益市场，低换手率
3	DFIV	International Value ETF	国际大盘价值
4	DFAI	International Core Equity Market ETF	国际核心权益
5	DFUV	US Marketwide Value ETF	美国全市场价值
6	DFAS	US Small Cap ETF	美国小盘
7	DFAT	US Targeted Value ETF	美国中小盘价值股
8	DFIC	International Core Equity 2 ETF	国际核心权益,更强因子倾斜
9	DFAU	US Core Equity Market ETF	美国核心权益
10	DUHP	US High Profitability ETF	美国大盘高盈利能力

资料来源: Dimensional 官网, Stock Analysis, 华源证券研究所

J.P. Morgan 作为全球顶级投行，旗下的 J.P. Morgan Asset Management 是全球领先的综合资产管理机构，其主动 ETF 业务依托其综合投研和交易能力。

J.P. Morgan 规模较高的主动 ETF 产品主要有以下三类：1) 主动权益+期权收益增强类：JEPI、JEPQ 通过主动构建股票组合，并配置期权的策略获得增强收益。2) 因子/策略增强类：JQUA、JIRE 分别覆盖美国质量因子和国际股票增强策略，属于量化辅助。3) 传统主动管理类：包括权益和固收，前十大主动 ETF 中，固收类产品 (JPST、JCPB、JBND、JMUB) 覆盖现金管理、核心增强债、综合债等。

对比来看，Dimensional 的主动 ETF 以“因子投资+核心权益资产”为主要特征，产品风格较统一；J.P. Morgan 产品解决方案则更加多元，热门产品包括主动权益、期权收益增强、主动固收、因子策略等多类型产品。

图表 12: JP Morgan 部分热销主动 ETF 产品情况

排名	代码	产品	投资风格
1	JEPI	Equity Premium Income ETF	美国大盘低波动/价值股+期权收益增强

2	JEPQ	Nasdaq Equity Premium Income ETF	纳斯达克 100 风格成长股+期权收益增强
3	JPST	Ultra-Short Income ETF	超短久期主动固收
4	JCPB	Core Plus Bond ETF	主动核心增强债券
5	JIRE	International Research Enhanced Equity ETF	国际股票增强策略
6	JGRO	Active Growth ETF	大盘成长股
7	JPIE	Income ETF	主动固收策略
8	JBND	Active Bond ETF	主动固收策略
9	JQUA	U.S. Quality Factor ETF	权益质量因子策略
10	JMUB	Municipal ETF	中期期限市政债券

资料来源：JP Morgan 官网，华源证券研究所

4. 主动 ETF 长期市场空间可期，首批产品或从量化多头与收益增强策略破局

我们认为，短期来看，首批主动 ETF 落地对于公募基金行业的战略意义或大于短期规模和收入贡献。主动 ETF 的推出意味着国内 ETF 产品由被动指数跟踪向主动管理策略延伸，补齐了公募主动管理产品的场内化载体。但从美国的经验来看，主动 ETF 规模扩张仍取决于持仓透明度、税收等政策红利。

长期来看，参考当前全球 ETF 市场的情况：主动 ETF 截至 2026 年 3 月底约 2.1 万亿美元，占全球 ETF 总规模 10.6%；截至 2026Q1 末，国内 ETF 市场合计规模 4.99 万亿元，如果中国中长期主动 ETF 占比向全球 10% 的水平靠近，则潜在规模空间可达 5000 亿元。

我们预计首批能够率先形成规模的产品将集中于权益量化多头和收益增强策略，首批试点基金公司预计将集中在综合实力较强的头部基金公司和个别有经验积累的外资基金公司。1）首批产品方面，参考美国头部主动 ETF 管理人的发展经验和产品结构，我们认为，国内具有竞争优势的主动 ETF 产品或为两类：一是风格稳定的权益量化多头策略（类似于 Dimensional 的因子投资策略 ETF 产品）；二是“固收+”等收益增强策略。**2）首批基金机构方面**，由于需要每日整理和披露 PCF 清单，主动 ETF 的运营成本相对较高，且高频持仓披露容易造成投资策略暴露，我们认为，首批参与试点的基金公司预计将集中在 ETF 和指数投资经验丰富、且具备较强主动管理能力的头部基金公司。**3）投资人员配置方面**，我们预计主动 ETF 产品可能会采用协同模式：投资策略预计由现有主动权益、量化等团队负责，而 ETF 产品设计、PCF 制作等工作预计交由更有经验的指数投资部门人员负责。

5. 投资分析意见

中长期来看，主动 ETF 落地或利好头部公募及具备 ETF 生态闭环的券商，关注具备“基金公司股权+ETF 做市交易+财富管理渠道”能力的头部券商。主动 ETF 扩容或将带来产品发行、ETF 流动性做市服务、机构交易、投顾配置等多环节需求，拥有基金子公司或参股基金公司、ETF 做市能力较强、且财富管理客户基础较厚的头部券商，更可能形成协同收益，

建议关注控股或参股头部基金公司的券商。我们维持证券行业“看好”评级，推荐中信证券、广发证券、华泰证券，建议关注招商证券、兴业证券。

图表 13：部分券商旗下公募基金的净利润贡献占比

券商	旗下基金公司	2025 年末持股比例	基金公司 2025 年净利润（亿元）	估算净利润贡献比例
兴业证券	兴证全球基金	51.00%	15.9	28.25%
	南方基金	9.15%	27.05	8.62%
	合计			36.88%
广发证券	广发基金	54.53%	27.53	10.96%
	易方达基金	22.65%	38.06	6.29%
	合计			17.25%
招商证券	博时基金	49.00%	15.31	6.07%
	招商基金	45.00%	14.38	5.24%
	合计			11.31%
华泰证券	南方基金	41.16%	27.05	6.80%
	华泰柏瑞基金	49.00%	4.5	1.35%
	合计			8.14%
中信证券	华夏基金	62.20%	23.96	4.96%
	合计			4.96%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

6. 风险提示

1、首批产品发行及审批节奏低于预期。主动 ETF 仍处于国内首次推出阶段，首批管理人遴选、产品申报、合同设计及交易所审核均需一定时间，若监管推进节奏偏慢，可能影响产品落地时间及市场关注度。

2、PCF 披露颗粒度、做市及流动性等配套机制仍待验证。现有指引要求主动 ETF 基于真实投资组合制作并披露 PCF，但最终披露范围及策略保护效果仍需以首批产品合同和实际运营情况为准。

3、主动策略业绩表现不及预期。主动 ETF 能否持续吸引资金，最终仍取决于基金经理或量化策略能否在控制风险的基础上实现相对稳定的超额收益。若首批产品业绩波动较大、超额收益不明显，或与同类场外主动基金相比缺乏竞争力，可能影响后续资金流入和产品扩容。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

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

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。