

从 ETF 新现象看发展新趋势

华泰研究

2024 年 12 月 09 日 | 中国内地

专题研究

多元金融

增持（维持）

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	汪煜
SAC No. S0570523010003	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228
联系人	孙亦欣
SAC No. S0570123070041	sunyixin@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

我国 ETF 迎来大发展时间窗口

ETF 市场历经“现象级”变化，单只基金规模创下纪录，当前站在发展窗口，未来趋势与格局牵动投资者心弦。由表入里，我们认为本轮 ETF 发展是多重因素共振、有较强的持续性，ETF 加速发展期已至。顶层政策明确鼓励支持 ETF 发展，夯实政策基础；低利率环境下，居民机构共同面对“资产荒”，ETF 相对主动基金更低波稳健、优势明晰，成重要配置工具；“存款搬家”、机构加配均有望带来万亿级别增量资金，将会推动 ETF 市场在中长期成长为 5-10 万亿的赛道，创新产品持续扩容、龙头/中小基金公司差异化竞争。

我国 ETF 市场哪些变化值得关注？

年初以来 ETF 市场经历诸多里程碑：总量上，股票 ETF 规模 6 年超 10 倍、突破 3 万亿大关，超越主动权益，实现座次更替，已成为公募基金规模的核心增量，步入行业“舞台中央”。产品上，全市场诞生首只 4 千亿规模基金，宽基重回 ETF 主导地位，24Q3 占全市场 ETF 规模的比例约 6 成，已成为居民和机构配置权益市场的重要工具。结构上，汇金大举增持、24H1 末持有规模超 5 千亿、在被动基金的持有比例较年初提升 18pct 至 23%。交投上，10 月 ETF 单月成交额超 5 万亿、月换手率 99%、融资规模达千亿，活跃度达高位。

海外 ETF 的长期持续发展有何特征？

ETF 在海外也是重要的资产配置工具，以美国为例，2008-2023 年指数股票产品净资产增长迅猛，CAGR 约 14%，2021 年已赶超主动型，且长期看具备增长持续性。这期间指数产品连续 15 年资金净流入，主动股票基金则转为净流出。拆解其产品特征，宽基 ETF 始终占据主导地位，2010 年来在股票 ETF 中的规模占比持续提升，24Q3 超 7 成，同时 ETF 市场前十大产品也以宽基 ETF 为主，头部效应明显。管理人集中度虽有所下滑，CR3 从 2008 年的 91% 下滑至 2023 年的 77%，但仍呈现高度集中的特点，先锋基金以费率优势后来居上赶超 iShares，2023 年二者占据 60% 的股票 ETF 市场。

美国指数产品为何能长期趋势性增长？

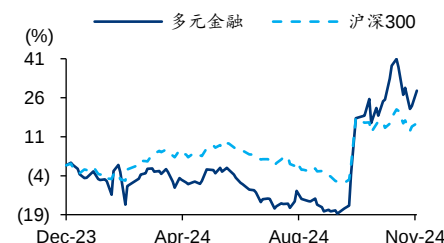
2008 年是美国指数基金开启长期、持续规模增长的首年，背后重要的驱动因素是长短端利率的快速下行。低利率时代下美股熊短牛长的优势凸显，且指数基金相对主动产品波动更可控，成为居民和机构的重要配置工具。同时指数类产品费率长期保持下滑趋势，从 1990 年代的约 0.25% 降至 2023 年的 0.05%，进一步放大收益，主动基金“跑输率”大幅提升。在此背景下，持有 ETF 产品的家庭数量占比从 2008 年的 2% 增长至 2023 年的 11.6%；同时养老金资金如 DC/IRA 对指数基金的配置比例从 2000 年的 4%/2% 提升至 24H1 的 17%/7%，持续贡献指数基金净资产的 4 成以上。

如何看待我国 ETF 未来空间与格局？

本轮政策支持资本市场和 ETF 发展，夯实政策基础。低利率环境下，居民机构共同面临“资产荒”，ETF 较主动基金更低波稳健、配置价值凸显。过去 2 年居民金融资产流向存款+保险的比例超 90%，未来权益市场或稳中向好，有望推动风险偏好修复、148 万亿居民存款“搬家效应”或提供 1.5-3 万亿级资金。同时机构资金规模超百万亿，若增配 1%-2% 的 ETF，也将带来 1-2 万亿资金。因此从 5-10 年维度观察，ETF 市场有望成长至 5-10 万亿量级。同时，创新产品持续扩容、投顾生态不断完善、特色模式探索可期；格局上，龙头基金公司坐稳宽基赛道地位、中小基金公司加大创新产品拓展。

风险提示：市场表现不及预期、政策支持不及预期。

行业走势图



资料来源：华泰研究

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

核心观点	5
ETF 市场的“现象级”变化	6
快速崛起：规模 6 年超 10 倍，股票 ETF 破 3 万亿	6
座次更替：突飞猛进，股票 ETF 规模超主动权益	7
产品迭代：宽基引领，首只 4 千亿基金诞生	8
结构变迁：机构增持，汇金持有占比明显提升	9
交投活跃：换手率大幅提升，融资规模重回千亿	10
海外 ETF 长期持续发展之路	12
指数产品长期持续放量，挤占主动资金流	12
宽基 ETF 为主导，管理人集中度持续下滑	14
金融环境和费率优势造就长期趋势性增长	16
低利率环境下美股熊短牛长的优势凸显	16
费率长期下滑，放大指数收益率优势	17
6c-11 规则下 ETF 发行程序大幅简化	18
居民端渗透率不断提升，同时机构资金持续流入	19
ETF 在居民端渗透率快速增长至 10%+	19
DC/IRA 持续加大配置，贡献约 45% 净资产	20
关于我国 ETF 市场的未来“猜想”	22
未来展望：ETF 迎来大发展时间窗口	22
政策筑基：顶层政策支持奠定发展基础	22
“资产荒”：低利率环境下 ETF 价值凸显	23
发展窗口：ETF 市场的“天时地利人和”	24
猜想 1：有望成长至 5-10 万亿量级	24
居民端：“存款搬家”具备万亿空间	24
机构端：ETF 若加配 1%-2% 对应 1-2 万亿增量	26
猜想 2：创新型产品有望持续扩容	27
猜想 3：头部与中小基金公司策略分化	28
风险提示	29

图表目录

图表 1：股票型 ETF 资产净值变化及增速	6
图表 2：年初以来股票 ETF 累计净申赎	6
图表 3：主要宽基 ETF 的累计净申赎份额变化	7
图表 4：全市场 ETF 资产净值及股票 ETF 占比	7
图表 5：股票型 ETF 资产净值 VS 主动权益基金资产净值	8
图表 6：股票型 ETF 规模前 10 大产品（24Q3 末）	8
图表 7：ETF 产品结构及占比	9

图表 8: 中央汇金持有的 ETF 规模及份额变化.....	9
图表 9: 中央汇金持有 ETF 在被动权益基金的占比快速提升.....	10
图表 10: ETF 成交额和换手率均达到较高水平.....	10
图表 11: ETF 融资余额及占全市场融资余额比例.....	11
图表 12: 海外成熟市场指数类产品发展壮大的底层逻辑（以美国为例）.....	12
图表 13: 美国股票类基金主被动结构.....	12
图表 14: 美国长期共同基金和 ETF 主被动规模（24Q3）.....	13
图表 15: 美国股票型 ETF 净资产.....	13
图表 16: 美国股票型基金资金流（净资金流不考虑单位净值影响，仅代表净申赎，后同）.....	13
图表 17: 股票型共同基金资金流：2008 年开始由主动流向被动.....	14
图表 18: 股票型共同基金及 ETF 资金流累计净变动.....	14
图表 19: 美国 ETF 资金净流入结构.....	14
图表 20: 美国股票 ETF 净资产结构（按产品类型）.....	15
图表 21: 美国宽基 ETF 净资产占比.....	15
图表 22: 2023 年美国资产管理规模前十 ETF.....	15
图表 23: 美国股票 ETF 管理人净资产集中度.....	16
图表 24: TOP 3 基金公司股票 ETF 净资产市占率.....	16
图表 25: 美国有效联邦基金利率和 10 年国债收益率.....	17
图表 26: 标普 500、纳斯达克指数年内涨跌幅.....	17
图表 27: 标普 500、纳斯达克指数 2008 年来累计涨跌幅.....	17
图表 28: 美国共同基金平均费率对比.....	17
图表 29: 美国全球主动股票基金中跑输指数基准的基金数量占比.....	18
图表 30: 美国本土主动股票基金中跑输指数基准的基金数量占比.....	18
图表 31: 美国 ETF 新成立数量.....	19
图表 32: 美国主动 ETF 净资产.....	19
图表 33: 美国家庭和和非营利组织：金融资产配置结构.....	20
图表 34: 美国家庭和和非营利组织：持有股票及 ETF 的规模及占比.....	20
图表 35: ETF 投资的居民渗透率.....	20
图表 36: 美国 DC 计划和 IRA 账户资产.....	21
图表 37: DC 计划对指数型长期共同基金的配置规模和比例.....	21
图表 38: IRA 账户对指数型长期共同基金的配置规模和比例.....	21
图表 39: DC 计划和 IRA 账户持有的指数型长期共同基金占比.....	21
图表 40: ETF 基金获批注册日到发行公告日平均间隔统计.....	23
图表 41: 当前各类资产配置收益率对比.....	23
图表 42: 不同权益型基金收益率对比.....	24
图表 43: 中国居民金融账户资金流量表.....	25
图表 44: 中国居民各类金融账户资金净流入占比.....	25
图表 45: 个人投资者持有的 ETF 份额变化.....	26
图表 46: ETF 持有人数量及户均资产规模.....	26
图表 47: 各类机构体量及权益投资配置规模.....	27



图表 48: 中国 VS 美国: 公募基金费率对比	28
图表 49: 中国 ETF 市场集中度变化.....	28
图表 50: 美国 ETF 市场集中度变化.....	28
图表 51: 报告提及公司一览表	29

核心观点

我国 ETF 市场哪些变化值得关注？年初以来 ETF 市场经历诸多里程碑：**1) 总量快速崛起，股票 ETF 超越主动权益。**股票 ETF 规模在不到 6 年的时间内增长至 10 余倍，11 月 19 日突破 3 万亿元大关，且已超越主动权益规模，实现里程碑式跨越。**2) 产品上，宽基引领发展，首只 4 千亿基金诞生。**24Q3 末 3.5 万亿的 ETF 市场中，宽基产品占 2.1 万亿元，占比较年初+18pct 至 59%，是本轮规模增长的核心力量。同时全市场诞生首只 4 千亿规模基金产品——华泰柏瑞沪深 300ETF。**3) 资金结构上，汇金持有占比明显提升。**24H1 中央汇金投资 ETF 的品种和金额均大幅增加，期末持有金额超 5000 亿，占所有被动权益基金的比例较年初+18pct 至 23%。**4) 二级市场交易活跃。**10 月 ETF 月成交额破 5 万亿，环比+91%，换手率达 99%。同时融资规模于 10 月末重回千亿大关，达 1065 亿元，占全市场融资余额比例 6.27%。

海外 ETF 的长期持续发展有何特征？以 ETF 发展最为成熟的美国市场为例，指数股票基金规模从 2008 年不足万亿美元增长至 2023 年超 10 万亿美元，净资产翻 10 余倍，其中 2021 年首次赶超主动产品，到 2023 年规模占比已达 55%，相比 1999 年的 10%快速提升。且指数产品规模增长具备持续性，2008-2023 年连续 15 年资金净流入，其中 ETF 产品是净流入的主要方向，主动股票基金则转为净流出。拆解其产品特征，宽基 ETF 始终占据主导地位，在股票 ETF 中的规模占比从 2010 年的 49%提升至 24Q3 的 71%。竞争格局上，股票 ETF 管理人集中度虽有所下滑，CR3 从 2008 年的 91%下滑至 2023 年的 77%，但仍呈现高度集中的特点，先锋基金以费率优势后来居上，2023 年市占率赶超 iShares，二者合计占据 60%的股票 ETF 市场。

美国指数产品为何能长期趋势性增长？剖析美国指数产品长期趋势性增长的背后原因，我们认为最核心的是低利率环境、美股熊短牛长的特点，以及费率优势。首先，2008 年美国指数基金开启长期、持续规模增长的首年，背后重要的驱动因素是长短端利率的快速下行。低利率时代下，美股熊短牛长的优势凸显，权益类资产长期收益表现更佳，且指数基金相对主动产品波动更可控，成为重要的资产配置工具。其次，指数类产品费率长期保持下滑趋势，从 1990 年代的约 0.25%降至 2023 年的 0.05%，进一步放大收益，主动基金“跑输率”大幅提升，2008-24H1 美国本土主动股票基金平均有 65%的产品跑输指数基准。在此背景下，ETF 在居民端渗透率快速增长，持有 ETF 产品的家庭从 2002 年的 109 万户提升至 2023 年的 1520 万户，渗透率从 1%增长至 12%。同时养老金资金如 DC/IRA 持续加大对指数基金的配置，配置比例从 2000 年的 4%/2%提升至 24H1 的 17%/7%，持续贡献指数基金净资产的 4 成以上。

如何看待我国 ETF 未来空间与格局？我们认为国内 ETF 市场正处于政策、市场、资金的共振期，有望迎来快速发展。一方面，顶层政策明确鼓励支持发展，拟建立 ETF 快速审批通道；另一方面，国内利率持续下行，核心资产收益率指标进入“2 字开头”时代，ETF 在资本市场向好的背景下配置价值凸显，且居民与机构均有较大配置空间。在此基础上，148 万亿居民存款“搬家效应”或将提供 1.5-3 万亿级资金，同时机构资金规模超百万亿，若增配 1%-2%的 ETF，也将带来 1-2 万亿资金。因此我们认为未来 5-10 年 ETF 市场有望成长至 5-10 万亿量级。在产品与业态上，预计创新产品持续扩容、投顾生态不断完善、特色模式探索可期；在格局上，预计龙头基金公司坐稳宽基赛道地位、中小基金公司加大创新产品拓展、差异化竞争。

区别于市场的观点：当前市场对于我国 ETF 的研究主要集中在“规模超越主动”、“结构以股票型为主”等表象上，我们细究发现本轮规模增长带来了多个里程碑意义的现象，例如出现首只 4000 亿规模的 ETF、汇金持有比例显著提升等。同时，市场对于海外 ETF 的研究未充分意识到其规模增长的长期趋势性、对背后的驱动因素拆解尚显不足。本文回顾近期我国 ETF 市场的新变化，拆解海外发展经验、产品特征和长期增长趋势，并展望我国 ETF 市场未来的发展方向。

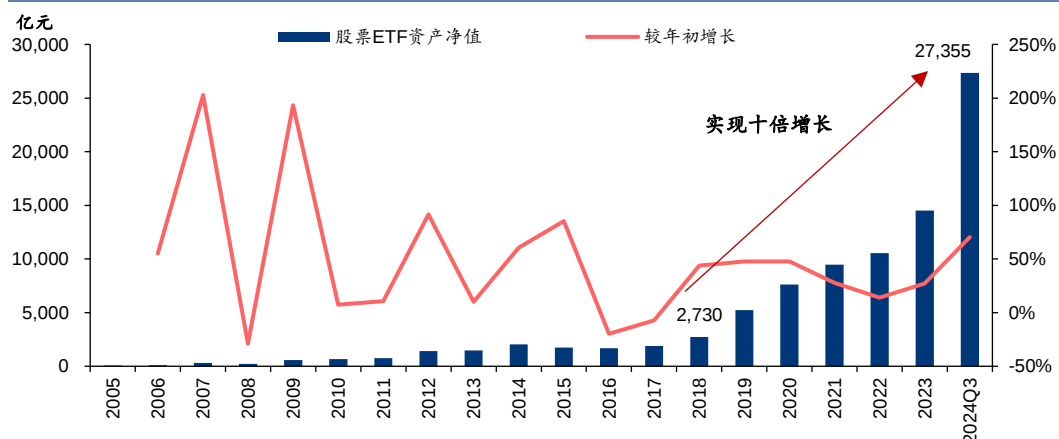
ETF 市场的“现象级”变化

年初以来 ETF 市场经历诸多“现象级”里程碑：股票 ETF 规模 6 年超 10 倍、规模超过主动权益，实现座次更替；全市场诞生首只 4 千亿规模基金，宽基重回 ETF 主导地位；汇金大举增持，24H1 持有超 5 千亿、持有被动基金占比较去年末提升 18pct 至 23%；10 月 ETF 单月成交额超 5 万亿、月换手率 99%、融资规模达千亿，交投活跃度达高位。从“现象”看“本质”，本篇报告从现象出发，探究 ETF 的未来方向。

快速崛起：规模 6 年超 10 倍，股票 ETF 破 3 万亿

股票 ETF 实现规模 6 年超 10 倍，突破 3 万亿大关。近年来 ETF 迈入发展快车道，股票型 ETF 领跑，资产净值总规模从 2018 年末的 2730 亿提升至 24Q3 末的 2.7 万亿，在不到 6 年的时间内增长至 10 余倍。根据证监会 11 月 19 日披露，权益类 ETF 规模已突破 3 万亿元大关，实现重要的历史里程碑。

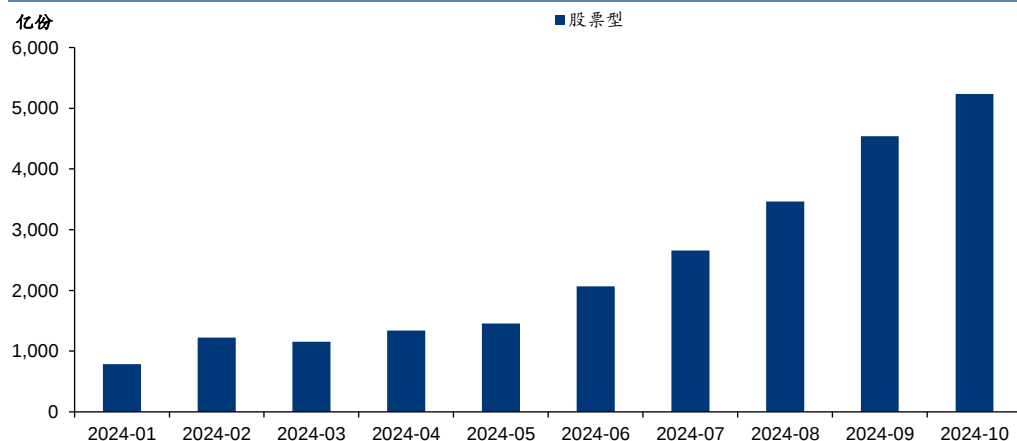
图表1：股票型 ETF 资产净值变化及增速



资料来源：，华泰研究

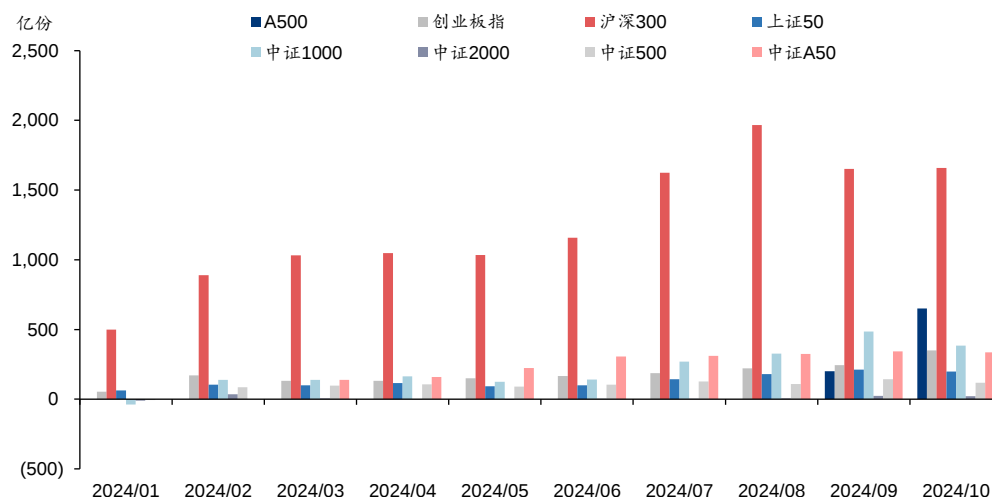
10M24 股票 ETF 累计净申购超 5 千亿份。2024 年以来权益市场波动加剧，但机构与零售资金持续流入股票 ETF，至 10 月末股票型 ETF 净申购份额达 5234 亿份（2023 年末全市场股票型 ETF 共计 1.37 万亿份，提升 38%），结构上以核心宽基为主，如沪深 300ETF，1-10 月累计净申购达 1660 亿份。A500ETF 自 9 月份发行以来，也获得大量资金流入，9-10 月分别录得净申购 200、452 亿份。中证 1000、创业板指 ETF 分别累计净申购 385、350 亿份。

图表2：年初以来股票 ETF 累计净申购



资料来源：，华泰研究

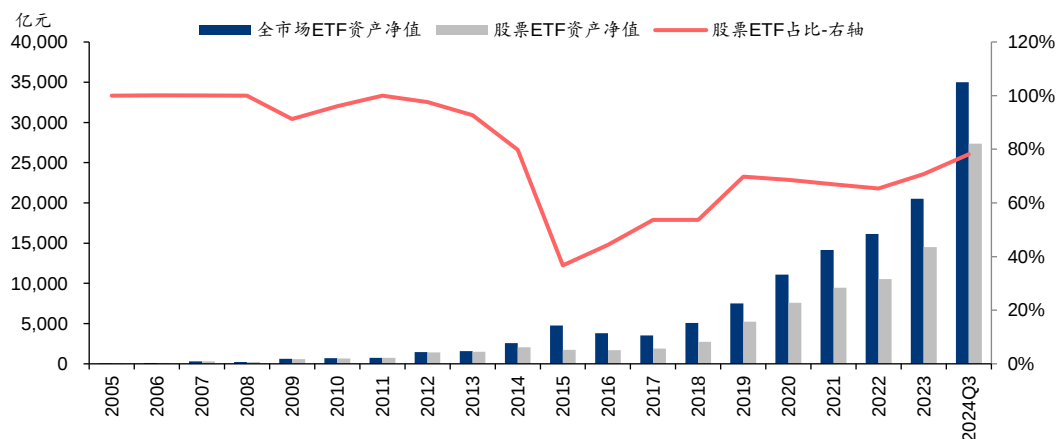
图表3：主要宽基 ETF 的累计净申赎份额变化



资料来源：，华泰研究

股票 ETF 规模的快速增长推动全市场 ETF 总规模达 3.5 万亿。截至 24Q3 末全市场 ETF 规模达 3.5 万亿，相较 2018 年末增长 588%。其中，股票型 ETF 占比持续提升，24Q3 末已达 78%，相较 2018 年末提升 24pct。

图表4：全市场 ETF 资产净值及股票 ETF 占比

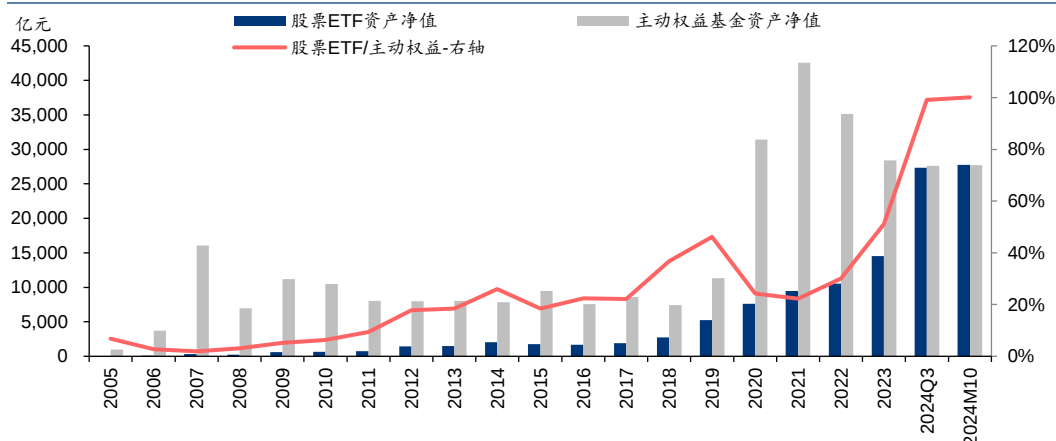


资料来源：，华泰研究

座次更替：突飞猛进，股票 ETF 规模超主动权益

股票 ETF 规模已超越主动权益基金。根据 统计，截至 24M10 末，股票 ETF 规模达 27,738 亿元，已超越主动权益基金 27,708 亿元（口径：普通股票+偏股混合型），实现里程碑式的跨越。回溯历史，2012-2017 年，股票 ETF 规模约为主动权益基金的 20%左右，2019 年伴随主题型 ETF 大扩容，缩小与主动权益基金的差距。2020-2021 年是主动权益基金的黄金时代，高峰期总规模突破 4 万亿，而同期 ETF 基金发展相对平稳，被主动基金拉开差距。但 2023 年后，ETF 发展提速、规模迅猛增长，目前已实现超越。

图表5：股票型 ETF 资产净值 VS 主动权益基金资产净值



注：主动权益基金采用普通股票型基金+偏股混合型基金

资料来源：，华泰研究

产品迭代：宽基引领，首只 4 千亿基金诞生

全市场诞生首只 4 千亿规模基金产品。截至 24Q3 末，华泰柏瑞旗下的沪深 300ETF 规模达 3975 亿元（10 月 8 日突破至 4303 亿元），成为全市场首只突破 4 千亿元体量的基金产品，占全市场股票型 ETF 的比例达 15%。华泰柏瑞、易方达、华夏拥有全市场最大的 3 只 ETF 基金，且均为沪深 300ETF，合计规模达 8266 亿元、占比达 31%。此外，华夏上证 50ETF、嘉实沪深 300ETF、南方中证 500ETF 规模均超千亿元。

图表6：股票型 ETF 规模前 10 大产品（24Q3 末）

排序	产品	资产净值	占股票型ETF比例	基金公司	成立日期	比较基准
1	沪深300ETF	3,975	15%	华泰柏瑞基金管理有限公司	2012-05-04	沪深300指数
2	沪深300ETF易方达	2,620	10%	易方达基金管理有限公司	2013-03-06	沪深300指数
3	沪深300ETF华夏	1,671	6%	华夏基金管理有限公司	2012-12-25	沪深300指数
4	上证50ETF	1,650	6%	华夏基金管理有限公司	2004-12-30	上证50指数
5	沪深300ETF	1,637	6%	嘉实基金管理有限公司	2012-05-07	沪深300指数
6	中证500ETF	1,239	5%	南方基金管理股份有限公司	2013-02-06	中证500指数
7	科创50ETF	924	3%	华夏基金管理有限公司	2020-09-28	上证科创板50成份指数收益率
8	创业板ETF	909	3%	易方达基金管理有限公司	2011-09-20	创业板指数
9	中证1000ETF	702	3%	南方基金管理股份有限公司	2016-09-29	中证1000指数
10	科创板50ETF	566	2%	易方达基金管理有限公司	2020-09-28	上证科创板50成份指数收益率

资料来源：，华泰研究

宽基产品重回 ETF 主导地位。截至 24Q3 末，3.5 万亿美元的 ETF 市场中，宽基产品（规模指数型）达 2.1 万亿元，占比 59%，相较年初提升 18pct，是本轮 ETF 增长的核心力量，也重回 ETF 市场的主导地位。回顾历史，中国 ETF 市场从 2004 年起步，至 2012 年突破千亿大关，彼时还是以股票型 ETF 为主要产品。此后债券、货币、商品等 ETF 逐步登场，宽基 ETF 规模占比从 2010 年的 83% 跌至 2015 年的 33%。2016 年后，宽基 ETF 占比呈提升趋势，至今已成为市场中流砥柱。

图表7：ETF 产品结构及占比

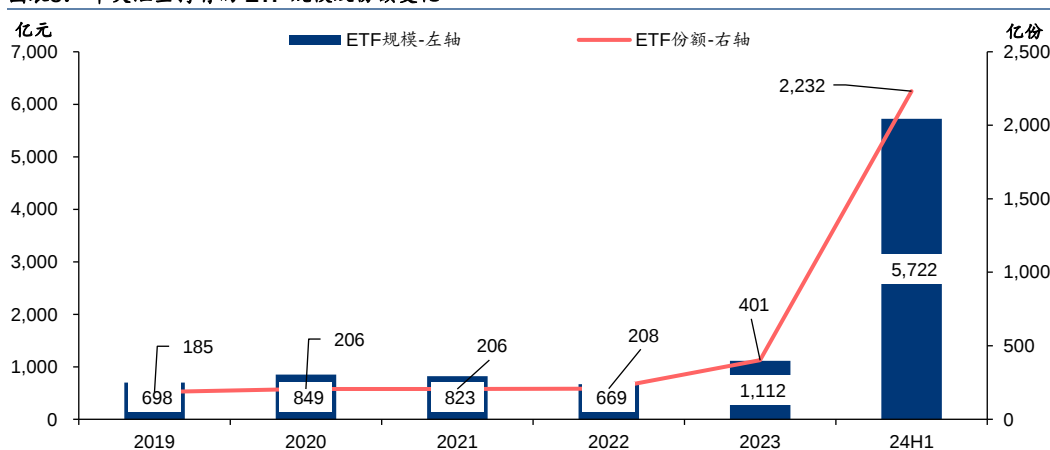
	股票型	—规模指数型	—主题指数型	—行业指数型	—策略指数型	—风格指数型	债券型	商品型	跨境型	货币型
亿元										
2010	657	547	74	0	25	11	0	0	0	0
2011	757	576	124	11	29	18	0	0	0	0
2012	1,415	1,232	124	10	33	16	0	0	8	0
2013	1,479	1,303	109	32	23	13	31	4	3	61
2014	2,042	1,827	119	52	26	18	71	2	15	402
2015	1,741	1,573	69	82	14	3	79	14	67	2,844
2016	1,689	1,390	210	73	13	2	68	96	138	1,814
2017	1,897	1,603	169	101	21	4	39	70	126	1,409
2018	2,730	2,365	162	160	41	2	98	116	152	1,987
2019	5,233	3,250	1,444	427	105	8	241	153	215	1,308
2020	7,605	3,752	2,363	1,332	155	3	193	238	352	2,603
2021	9,472	4,790	2,859	1,569	251	3	240	288	1,102	2,955
2022	10,546	5,569	3,116	1,615	224	22	529	221	1,910	2,757
2023	14,524	8,408	3,899	1,766	435	16	802	306	2,792	2,069
24Q3	27,816	21,002	4,245	1,884	667	18	1,483	714	3,983	1,681
占比										
2010	100%	83%	11%	0%	4%	1.7%	0%	0%	0%	0%
2011	100%	76%	16%	1%	4%	2.3%	0%	0%	0%	0%
2012	99%	87%	9%	1%	2%	1.1%	0%	0%	1%	0%
2013	94%	82%	7%	2%	1%	0.8%	2%	0%	0%	4%
2014	81%	72%	5%	2%	1%	0.7%	3%	0%	1%	16%
2015	37%	33%	1%	2%	0%	0.1%	2%	0%	1%	60%
2016	44%	37%	6%	2%	0%	0.1%	2%	3%	4%	48%
2017	54%	45%	5%	3%	1%	0.1%	1%	2%	4%	40%
2018	54%	47%	3%	3%	1%	0.0%	2%	2%	3%	39%
2019	70%	43%	19%	6%	1%	0.1%	3%	2%	3%	17%
2020	69%	34%	21%	12%	1%	0.0%	2%	2%	3%	23%
2021	67%	34%	20%	11%	2%	0.0%	2%	2%	8%	21%
2022	65%	35%	19%	10%	1%	0.1%	3%	1%	12%	17%
2023	71%	41%	19%	9%	2%	0.1%	4%	1%	14%	10%
24Q3	78%	59%	12%	5%	2%	0.1%	4%	2%	11%	5%

资料来源：，华泰研究

结构变迁：机构增持，汇金持有占比明显提升

24H1 汇金持有 ETF 规模超 5 千亿。24H1 中央汇金投资 ETF 的品种和金额均大幅增加。一方面，除了加仓沪深 300ETF、上证 50ETF、中证 500ETF 等传统宽基外，还新进入买入上证科创板 50ETF、创业板 ETF、中证 1000ETF 等品种。另一方面，截至 24H1 末，其重仓持有的 ETF 数量已由年初的 9 只大幅增至 21 只，持有总规模从年初的 1112 亿元大幅提升至 5722 亿元，为资本市场平稳运行夯实基础。

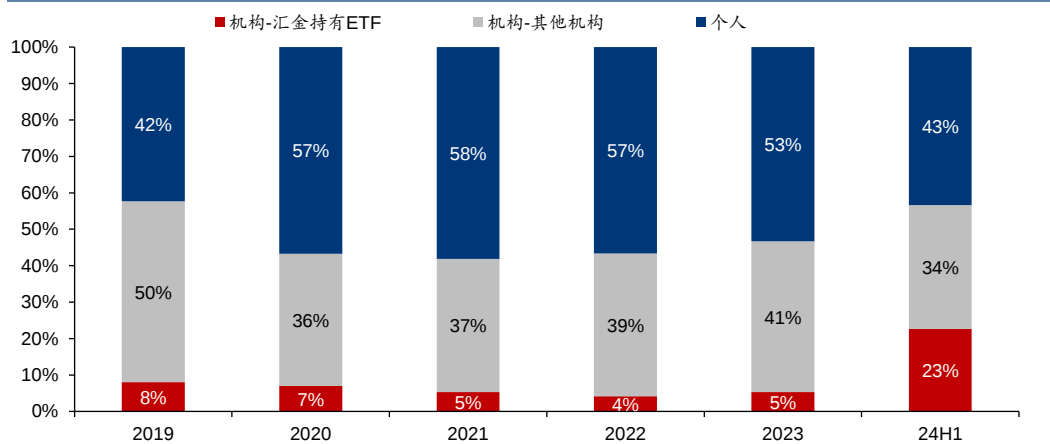
图表8：中央汇金持有的 ETF 规模及份额变化



资料来源：，华泰研究

汇金在被动基金持有比例大幅提升至 23%。中央汇金是 ETF 规模增长的核心贡献之一，至 24H1 末中央汇金持有 ETF 规模占所有被动权益基金的 23%，相较去年末提升 18pct，为市场带来显著的增量资金，已占据举足轻重的市场地位。事实上，从去年 2023 年 7 月政治局会议提出“活跃资本市场”开始，中央汇金即持续增持：2023 年 10 月，中央汇金公告增持工农中建四大行股份，买入多只 ETF 基金、并表示将继续增持；2024 年 2 月 6 日，市场波动加大，中央汇金公告将扩大 ETF 基金增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，维护资本市场平稳运行。

图表9：中央汇金持有 ETF 在被动权益基金的占比快速提升

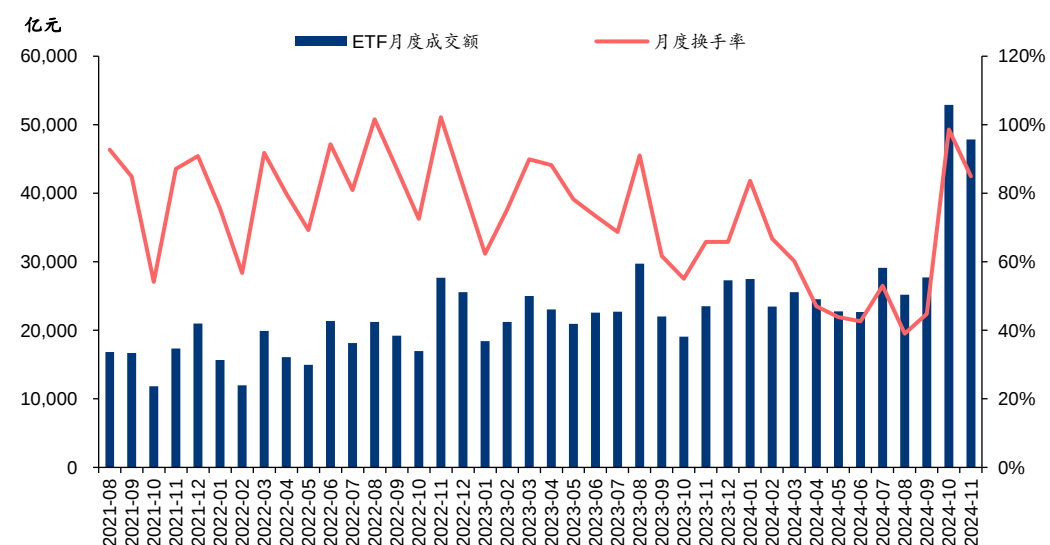


资料来源：，华泰研究

交投活跃：换手率大幅提升，融资规模重回千亿

10月ETF月成交额破5万亿、换手率超90%。投资者对ETF产品的关注度和参与热情不断高涨，10月ETF成交额快速放量，单月成交额5.3万亿元，环比大幅增长91%；月度换手率达99%；11月依然保持较高的交投活跃度，全月成交额4.8万亿、换手率85%。外资对A股市场的配置，也为ETF市场带来流动性，根据港交所发布《内地与香港资本市场互联互通十周年白皮书》，24Q3单季度北向ETF交易日均成交17.6亿元，季度环比增长61%。

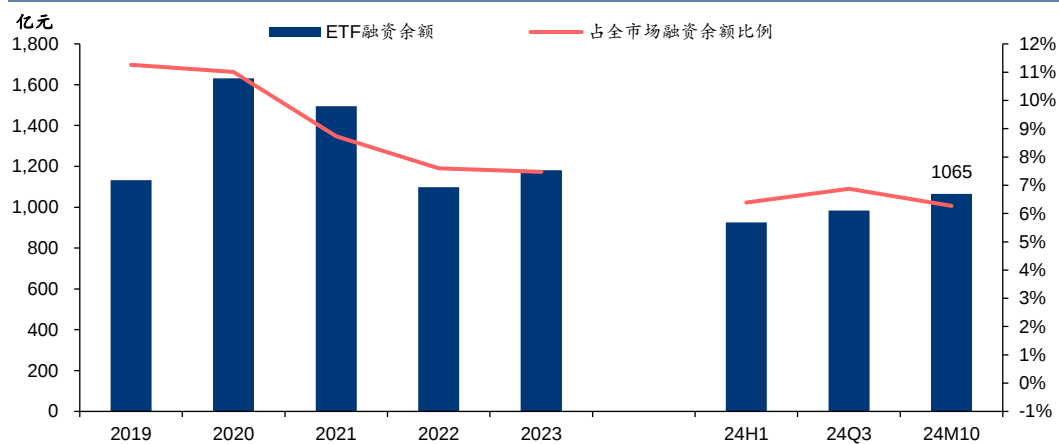
图表10：ETF成交额和换手率均达到较高水平



资料来源：，华泰研究

ETF融资规模重回千亿。截至24M10末，ETF融资余额重回千亿大关，达1065亿元，占全市场融资余额比例6.27%。结构上相较2020-2021年发生较大变化，10月末融资余额较高的ETF包括两只黄金ETF（81亿、76亿）、沪深300ETF（71亿）、科创50ETF（63亿），对比2020年末融资余额最高的产品为H股ETF，单只融资余额达300亿。

图表11: ETF 融资余额及占全市场融资余额比例

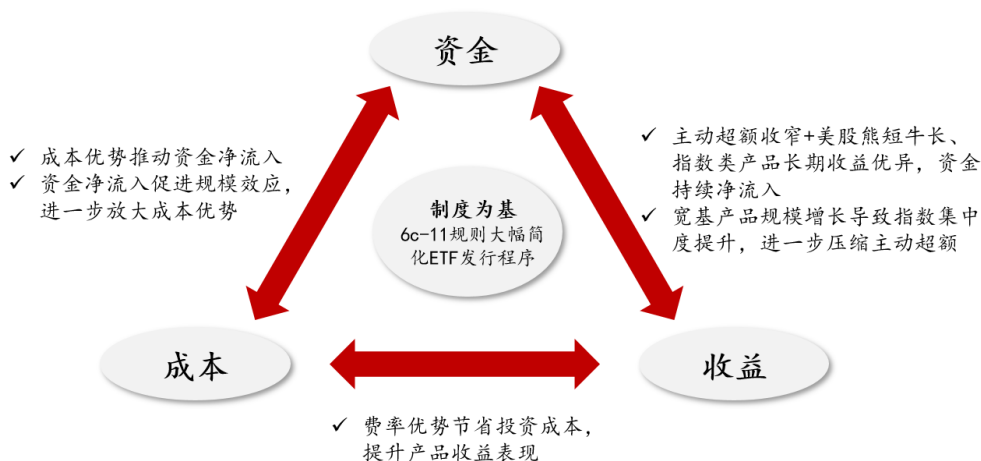


资料来源: , 华泰研究

海外 ETF 长期持续发展之路

ETF 在海外市场中也是重要的资产配置工具，以发展最为成熟的美国市场为例，2008-2023 年指数股票产品净资产增长迅猛，CAGR 约 14%，2021 年已赶超主动型，且长期来看具备较强的增长持续性。我们回顾美国指数化投资的长期持续发展之路，剖析背后原因，并拆解其产品特征，或可从中窥探我国 ETF 市场的未来方向。

图表12：海外成熟市场指数类产品发展壮大的底层逻辑（以美国为例）

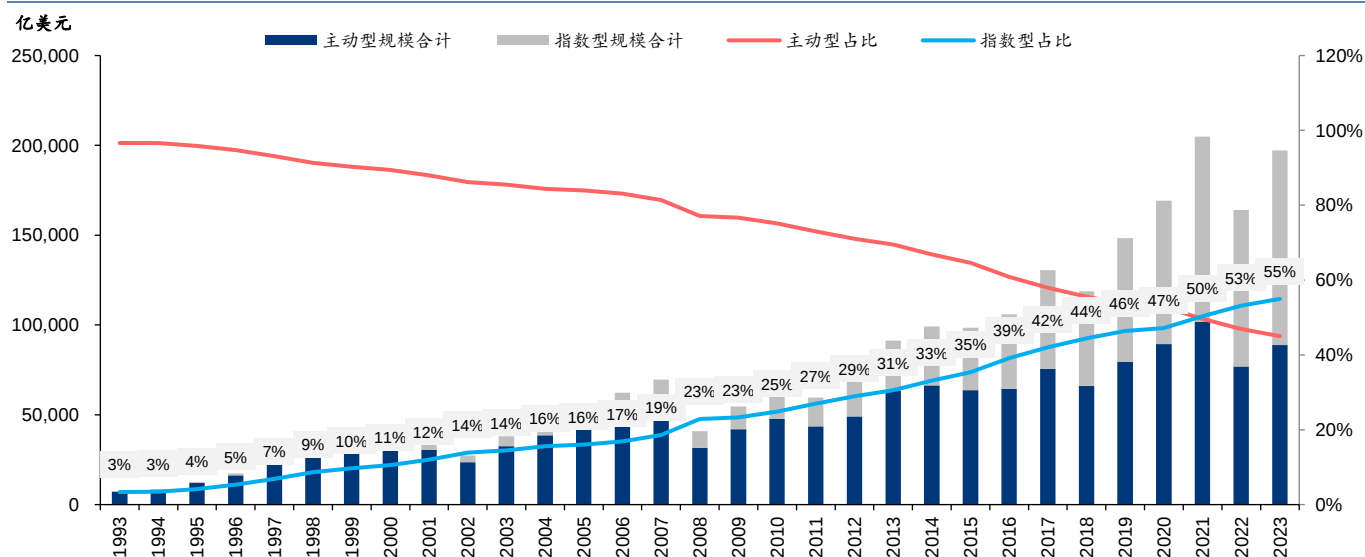


资料来源：华泰研究

指数产品长期持续放量，挤占主动资金流

美国指数股票基金从 2008 年不足万亿美元增长至 2023 年超 10 万亿美元。2008 年以来美国指数基金增长迅猛，我们根据 ICI 数据测算（指数型=指数股票共同基金+ETF 中指数占比*股票 ETF），15 年时间净资产翻 10 余倍，截至 2023 年末已达 10.8 万亿美元。其中 2021 年指数股票基金规模首次赶超主动产品，到 2023 年占比已达 55%，相比 1999 年的 10% 持续快速提升。细分来看，股票 ETF 产品贡献核心增量，2008-2023 净资产 CAGR 达 17%。

图表13：美国股票类基金主被动结构



注：主被动规模均包含共同基金和 ETF，其中股票 ETF 未披露主被动结构，按照全部 ETF 的主被动结构测算

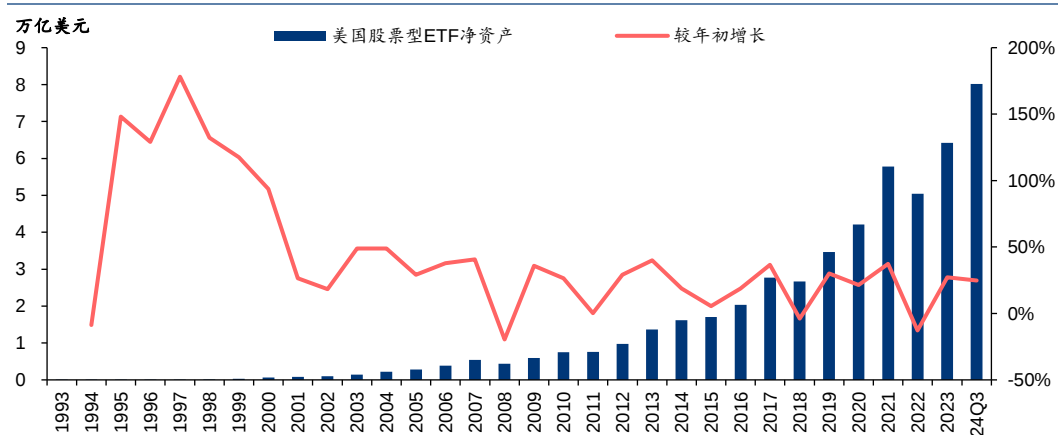
资料来源：ICI，华泰研究

图表14：美国长期共同基金和ETF主被动规模（24Q3）

万亿美元	主动共同基金及ETF	指数共同基金及ETF	指数型占比
股票型	10.0	13.3	57.1%
美国股票型	7.4	11.0	60.0%
全球股票型	2.6	2.2	46.0%
混合型	1.6	0.1	5.0%
债券型	4.3	2.5	37.1%
合计	15.9	15.9	50.0%

资料来源：ICI，华泰研究

图表15：美国股票型ETF净资产



资料来源：ICI，华泰研究

指数基金增长势头具备较强持续性，2008年以来持续挤占主动产品资金流，配置属性凸显。2008年以来，指数类产品连续15年保持资金净流入，主动股票基金则转为净流出，且直到2023年持续保持净流出态势，显示指数产品的配置属性持续加强，投资者大量净赎回主动产品并转向指数投资。以投向美国本土的股票基金为例，2014年-2023年主动产品累计净流出高达2.41万亿美元，而指数类产品净流入2.55万亿美元，其中ETF产品是资金净流入的主要方向，累计净流入1.96万亿美元。进一步细分来看，宽基ETF承接了大量资金，2010年以来每年均有净流入，且2021-2023年净流入分别高达4425亿美元、3209亿美元、3317亿美元。

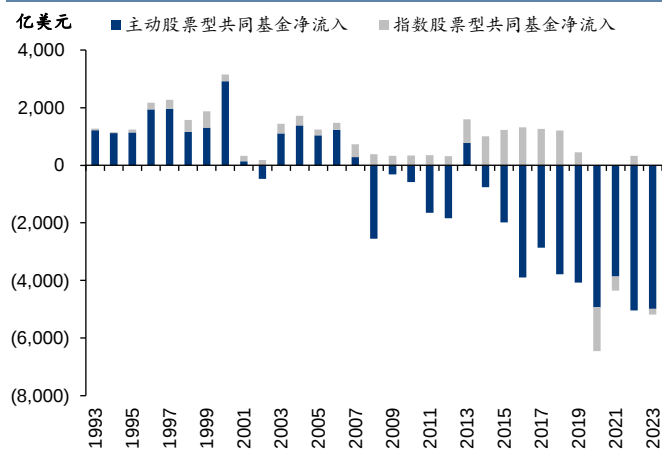
图表16：美国股票型基金资金流（净资金流不考虑单位净值影响，仅代表净申赎，后同）

亿美元	指数型共同基金及ETF	主动型共同基金及ETF
2014	2,250	-830
2015	1,360	-1,760
2016	2,830	-2,760
2017	2,860	-2,600
2018	2,320	-2,550
2019	1,900	-2,640
2020	1,260	-3,190
2021	4,600	-2,730
2022	3,410	-2,400
2023	2,670	-2,640

注：仅统计投向美国本土的股票型产品，不含投向全球股票的产品

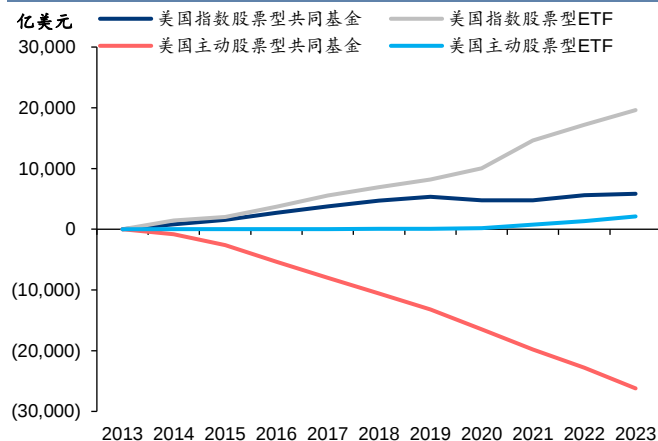
资料来源：ICI，华泰研究

图表17: 股票型共同基金资金流: 2008年开始由主动流向被动



资料来源: ICI, 华泰研究

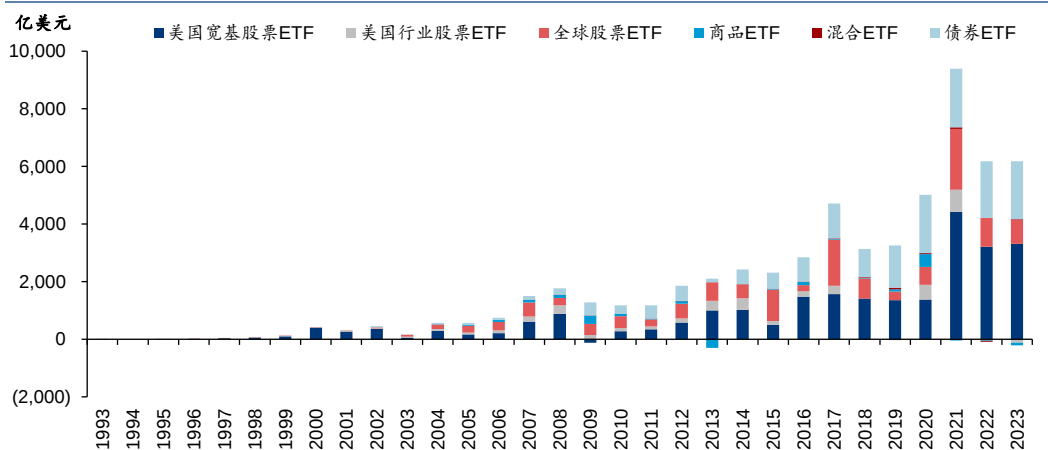
图表18: 股票型共同基金及ETF资金流累计净变动



注: 仅统计投向美国本土的股票型产品, 不含投向全球股票的产品

资料来源: ICI, 华泰研究

图表19: 美国ETF资金净流入结构

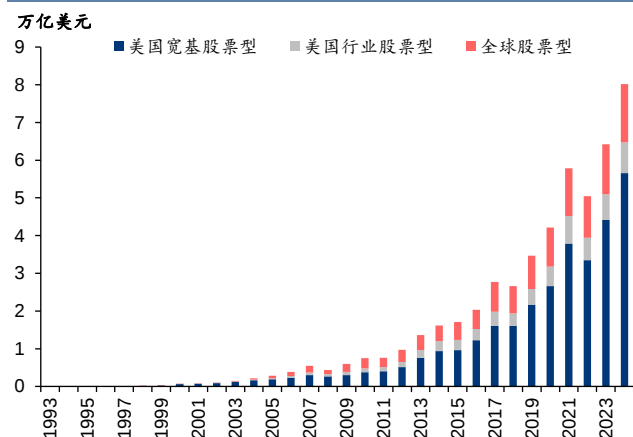


资料来源: ICI, 华泰研究

宽基ETF为主导, 管理人集中度持续下滑

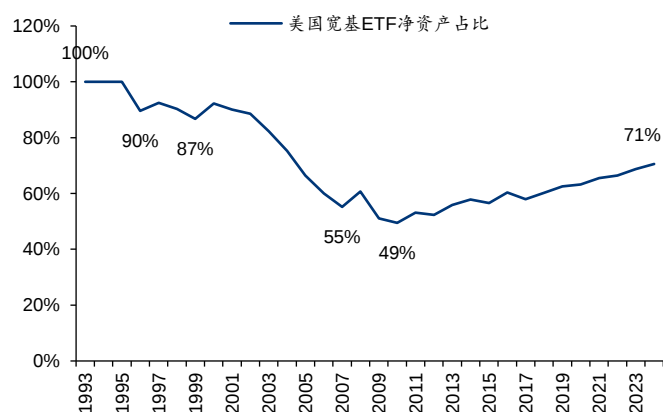
宽基ETF始终占据主导地位, 2010年来在股票ETF中的规模占比持续提升。早期美国股票ETF主要以宽基为主, 例如1993年道富发行的首只ETF就是以标普500为基准的大盘股宽基ETF, 因此宽基始终是美国股票ETF的主力。2000年以来, 伴随行业ETF和全球ETF规模的增长, 宽基ETF占比逐渐下滑, 但仍保持主导地位。2010年以来, 宽基ETF增长势头强劲, 在股票ETF中的规模占比持续回升, 从49%提升至24Q3的71%。

图表20：美国股票ETF净资产结构（按产品类型）



资料来源：ICI，华泰研究

图表21：美国宽基ETF净资产占比



注：占比为占股票ETF净资产的比例

资料来源：ICI，华泰研究

美国ETF市场前十大产品也以宽基ETF为主，头部效应明显。截至2023年末，美国资产管理规模前十的ETF产品市场占有率近20%，存在较明显的头部效应。从产品类型看，前十只产品中，仅有1只是固定收益型ETF，其余均是股票型ETF。从策略来看，由于宽基指数ETF发展历时最久且市场接受度高，头部ETF产品多为宽基ETF，其中又以追踪美国股票市场为主，如跟踪标普500和纳斯达克100等。

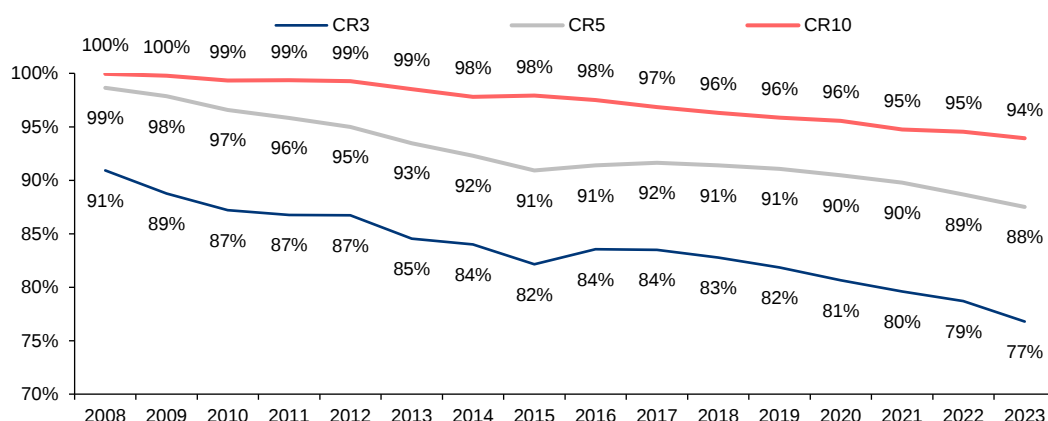
图表22：2023年美国资产管理规模前十ETF

ETF名称	标的资产类型	管理人名称	策略简述	AUM（亿美元）	市场占有率
SPDR® S&P 500® ETF Trust	股票	State Street	追踪 S&P 500	4970.08	6.09%
iShares Core S&P 500 ETF	股票	iShares	追踪 S&P 500	3996.36	4.89%
Vanguard S&P 500 ETF	股票	Vanguard	追踪 S&P 500	3720.51	4.56%
Vanguard Total Stock Market ETF	股票	Vanguard	追踪美国全市场市值加权比重指数	3479.56	4.26%
Invesco QQQ Trust	股票	Invesco	追踪纳斯达克100	2299.65	2.82%
Vanguard FTSE Developed Markets ETF	股票	Vanguard	提供美国以外发达国家股票市场风险敞口	1227.14	1.50%
iShares Core MSCI EAFE ETF	股票	iShares	追踪欧洲、大洋洲和远东发达市场股票的市值加权指数，但不包括北美	1066.91	1.31%
Vanguard Value ETF	股票	Vanguard	追踪美国大盘股加权指数，权重由特殊因子确定	1060.42	1.30%
Vanguard Total Bond Market ETF	固定收益	Vanguard	追踪以美元计价、投资级、应税、期限至少为一年的固定收益证券的市值加权指数	1048.24	1.28%
Vanguard Growth ETF	股票	Vanguard	模拟追踪美国大盘成长股组成的指数	1044.83	1.28%

资料来源：Morningstar, ETF.com, 华泰研究

股票ETF管理人集中度虽有所下滑，但仍呈现高度集中的特点。股票ETF市场表现出显著的基金公司头部集中效应，2023年末CR3、CR5、CR10分别达77%、88%、94%。其中贝莱德旗下的iShares、先锋基金（Vanguard）和道富（State Street）自2008年以来始终稳居前三。从集中度变化趋势来看，近年来头部集中效应有所弱化，CR3从2008年的91%下滑至2023年的77%，降幅约14个百分点。主要系ETF产品具有同质化竞争问题，且伴随被动化投资趋势持续加强，行业内参与机构持续增加，竞争越发激烈。

图表23：美国股票 ETF 管理人净资产集中度



注：根据晨星拉取的股票 ETF 产品数据和对应管理人进行统计，总规模和 ICI 披露的股票 ETF 规模有略微差距
 资料来源：晨星，华泰研究

先锋基金后来居上，2023 年赶超 iShares，二者占据 60% 的股票 ETF 市场。三家龙头公司地位稳固，但内部市占率演进分化。道富是老牌 ETF 公司，于 1993 年推出了世界上第一只真正意义上的 ETF 产品——SPDR 标准普尔 500 指数 ETF。但 20 世纪以来，股票 ETF 市场竞争激烈，iShares、先锋基金涨势迅猛，持续挤压道富市占率（从 2008 年的 33% 下滑至 2023 年的 16%）。其中 iShares 在 2022 年以前为绝对龙头，但 2023 年被先锋基金赶超。主要系先锋具有特有的股权架构优势（公司股权由旗下的基金共同持有，投资者通过持有基金产品间接持有公司，无需向外部股东支付额外利润），推动旗下 ETF 产品大幅度降费，凭借低费率优势，先锋基金市占率持续增长并赶超 iShares，2023 年末股票 ETF 资产净值已接近 2 万亿美元，市占率为 30.4%，较 2008 年提升 20 个百分点，而 iShares 为 30.2%，较 2008 年下滑 18 个百分点。

图表24：TOP 3 基金公司股票 ETF 净资产市占率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Vanguard	10%	14%	18%	19%	22%	21%	22%	24%	25%	26%	26%	27%	29%	30%	31%	30%
iShares	48%	49%	46%	42%	41%	39%	37%	37%	37%	38%	38%	37%	35%	33%	32%	30%
State Street	33%	26%	24%	25%	24%	25%	25%	21%	21%	20%	18%	17%	16%	17%	16%	16%

注：根据晨星拉取的股票 ETF 产品数据和对应管理人进行统计，总规模和 ICI 披露的股票 ETF 规模有略微差距
 资料来源：晨星，华泰研究

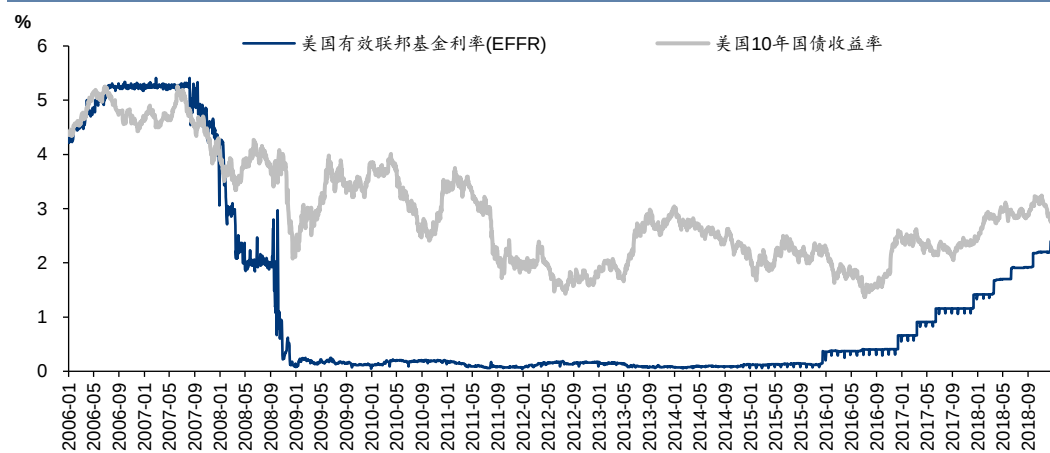
金融环境和费率优势造就长期趋势性增长

剖析美国指数产品长期趋势性增长的背后原因，我们认为最核心的是低利率环境、美股熊短牛长的特点，以及产品费率优势，在这些因素的共同推动下，指数产品收益表现优秀，长期来看较主动产品更具性价比，持续夯实指数产品作为配置工具的重要地位。

低利率环境下美股熊短牛长的优势凸显

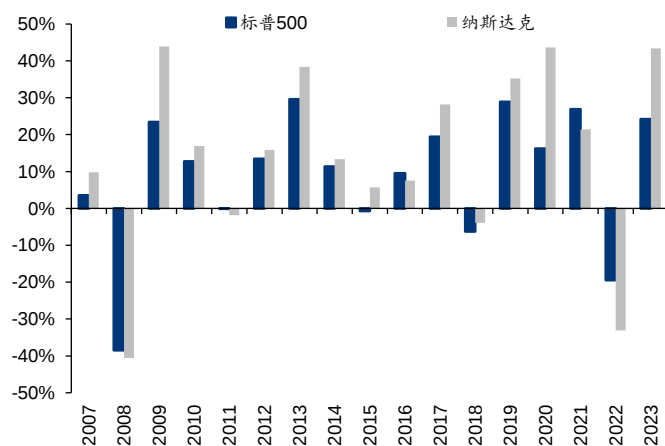
2008 年美国长短端利率快速下行，是居民和机构开始加大指数权益资产配置的重要驱动。2007 年 9 月美联储开启降息周期，到 2008 年底，短端利率快速从降息开始前的 5% 下行至接近 0%，10 年期美债利率回落近 250BP 至约 2.1%。此后美联储又于 2010 年和 2012 年推出两轮 QE，利率持续维持低位震荡，直到 2015 年底加息才开始逐步上行。低利率环境下，居民资产端收益率下降，而美股在此期间整体收益率表现优异，2008-2015 年标普 500 和纳斯达克区间涨幅分别达 39% 和 89%，熊短牛长带来的收益率优势在低利率环境中进一步凸显。

图表25：美国有效联邦基金利率和 10 年国债收益率



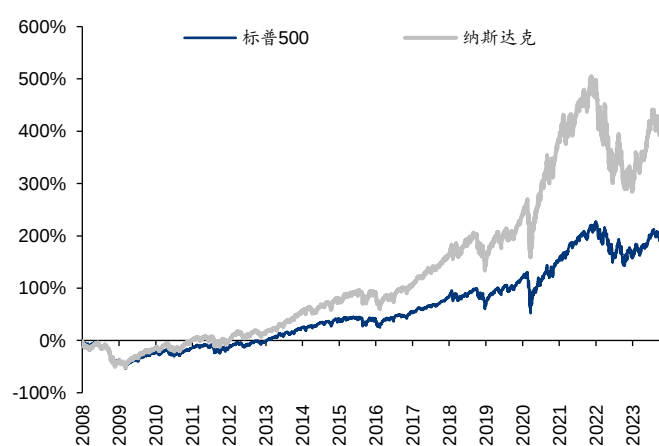
资料来源：美联储，美国财政部，华泰研究

图表26：标普 500、纳斯达克指数年内涨跌幅



资料来源：，华泰研究

图表27：标普 500、纳斯达克指数 2008 年来累计涨跌幅

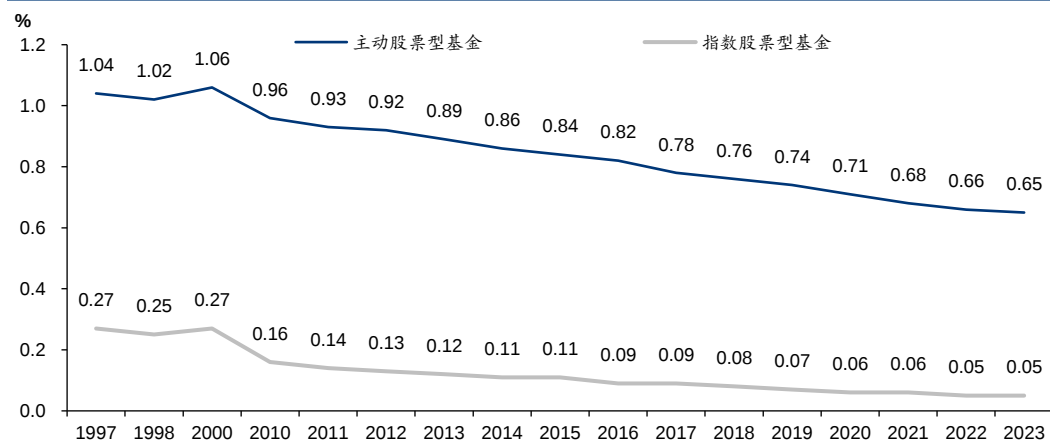


资料来源：，华泰研究

费率长期下滑，放大指数收益率优势

指数类产品费率长期保持下滑趋势，从 1990 年代的约 0.25% 降至 2023 年的 0.05%。指数产品天生具备费率优势，投资成本显著低于主动，且美国指数基金费率长期保持下滑趋势。一方面，指数基金相对较为同质化、竞争激烈，推动基金管理人持续主动降费；另一方面，大量中长期资金更青睐费率低廉的基金产品，驱动指数产品规模持续提升，而规模增长又进一步放大成本优势，形成正向循环。据 ICI 数据，2023 年美国指数股票型基金平均综合费率仅 0.05%，较 1990 年代的约 0.25% 大幅下降，且显著低于主动产品。

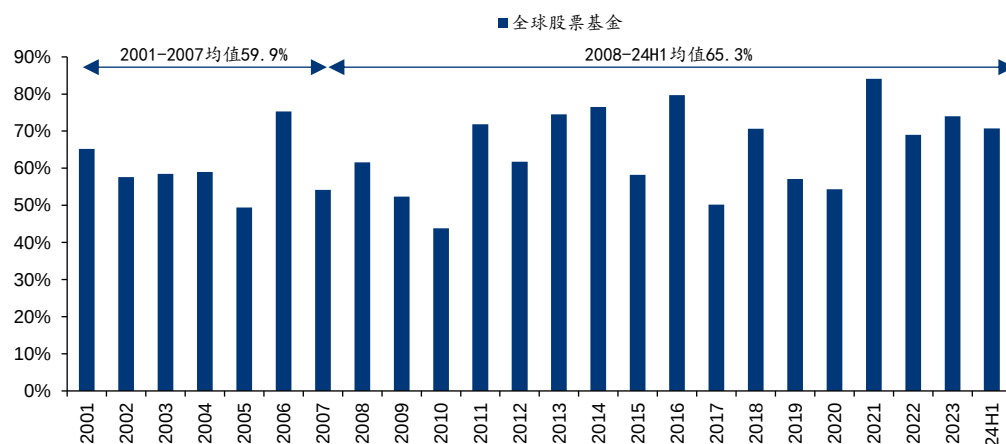
图表28：美国共同基金平均费率对比



资料来源：ICI，华泰研究

成本优势放大收益优势，主动基金“跑输率”大幅提升。根据标普公司统计的主动基金年度记分卡，2001-2007 年全球主动股票基金中跑输指数基准的数量占比（简称“跑输率”）均值为 59.9%，但 2008-24H1 均值显著提升，为 65.3%，其中 2021-24H1 均处于较高水平，均值达 74.5%，2021 年高达 84%；美国本土主动股票基金中，2001-2007 年跑输率均值 53.1%，2008-24H1 也明显提升，均值 65.2%，2023、24H1 分别有 75.0%、76.6% 的产品跑不赢指数。

图表29：美国全球主动股票基金中跑输指数基准的基金数量占比



注：比较基准为 S&P Global 1200（2001-2023）和 S&P World Index（24H1）

资料来源：S&P Scorecard，华泰研究

图表30：美国本土主动股票基金中跑输指数基准的基金数量占比



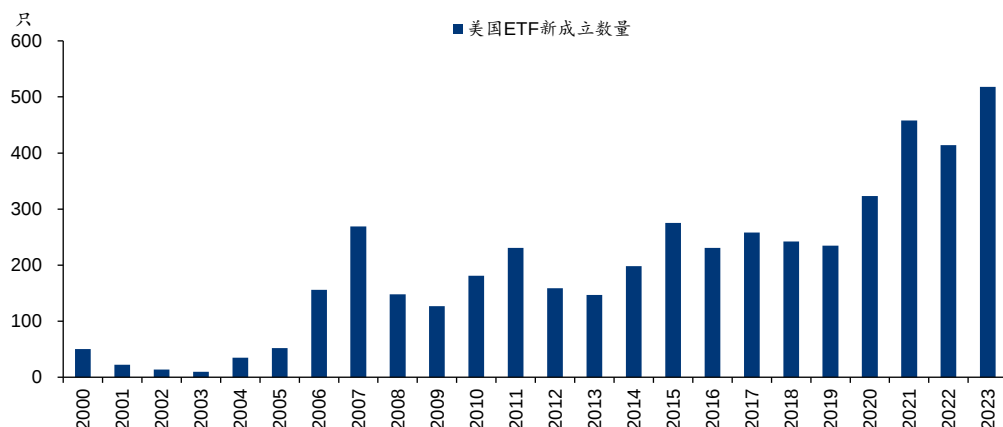
注：比较基准为 S&P Composite 1500®

资料来源：S&P Scorecard，华泰研究

6c-11 规则下 ETF 发行程序大幅简化

08 年首次提议、19 年正式落地的 6c-11 规则大幅简化 ETF 发行程序。尽管美国证监会早在 1990 年代就为 ETF 提供了监管豁免机制（Exemptive Relief），以解决其产品特性和现有监管规则不匹配的问题，到 2019 年已经发出了超 300 份个案豁免。但申请豁免通常需要较长时间和较大的成本，尤其对于新的 ETF 发行人而言，监管豁免通常需要数月才可完成。2008 年，美国证监会提议推出 ETF 新规“6c-11”，允许对满足条件的 ETF 产品免除原有的豁免流程，释放 ETF 政策宽松预期。2019 年该规则正式落地，允许大部分 ETF 在 1940 年《投资公司法》的框架下运作并直接上市，而无需花费额外的成本来申请个案豁免，成为美国 ETF 监管现代化改革的标志性成果。此后美国 ETF 产品新成立数量快速增长，2023 年达到 518 只，较 2018、2019 年超翻倍提升。

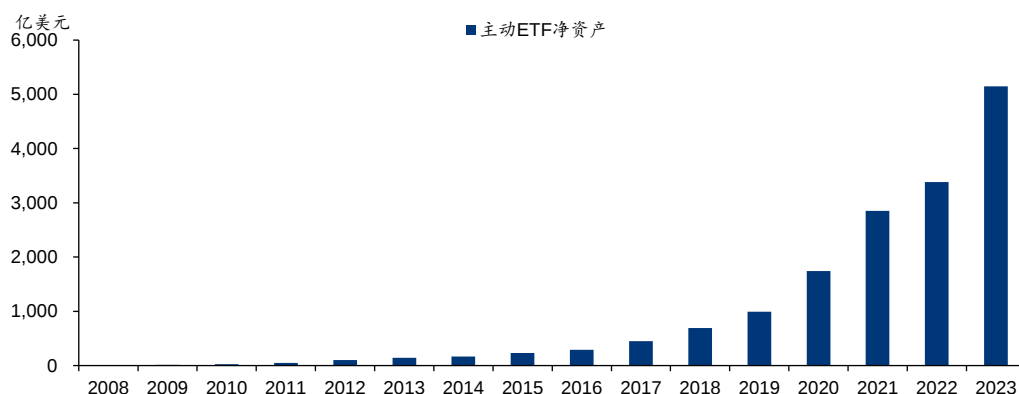
图表31：美国 ETF 新成立数量



资料来源：ICI，华泰研究

允许使用定制篮子（Custom Basket）降低持仓信息透明度，贴合主动 ETF 信披需求。定制篮子指的是 ETF 管理人可以披露与实际持仓有一定比例差异的申购赎回清单，这种信息披露方式较好地规避了主动 ETF 产品面临的交易抢跑风险，一定程度降低了主动 ETF 产品的持仓透明度，也成为后续助推主动 ETF 产品繁荣发展的重要政策基础。2019-2023 年美国主动 ETF 净资产增长迅速，CAGR 达 50.9%。

图表32：美国主动 ETF 净资产



资料来源：ICI，华泰研究

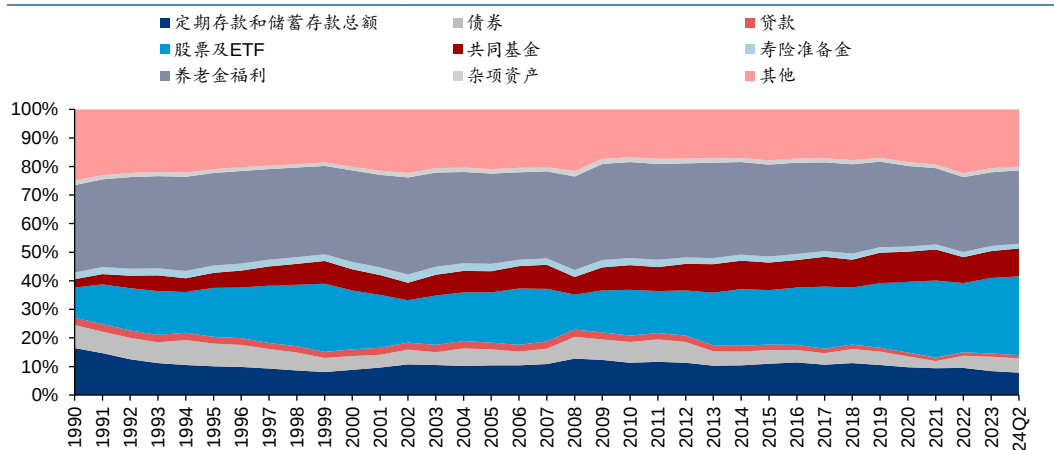
放宽场外衍生品投资，将杠杆/反向 ETF 纳入 6c-11 规则，促进创新型 ETF 矩阵完善。2020 年美国进一步优化 ETF 监管规则，支持参与场外衍生品交易，并规定参与交易前需制定风险管理计划，以应对可能产生的杠杆风险、市场风险、交易对手风险、流动性风险、运营风险和法律风险。其中针对杠杆风险，需设置明确的风险价值（VaR）限额。同时，进一步扩大 6c-11 的适用范围，纳入杠杆/反向 ETF，促进该类产品进一步发展。

居民端渗透率不断提升，同时机构资金持续流入

ETF 在居民端渗透率快速增长至 10%+

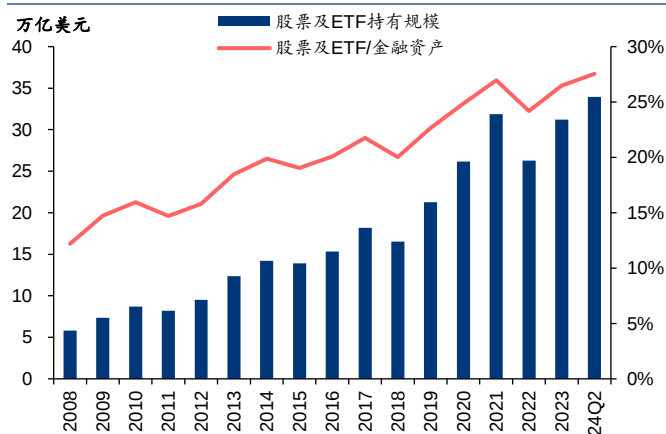
2008-2023 年居民资产持续流向共同基金、股票和 ETF，ETF 渗透率从 2.0% 增长至 11.6%。美股熊短牛长的特性使得指数基金长期也能取得亮眼的投资收益，且相对主动产品波动较为可控，在低利率时代逐渐成为居民青睐的资产配置工具。根据美联储数据，2008-2023 年居民配置的共同基金、股票及 ETF 资产 CAGR 分别达 6%、7%；占比也持续提升，股票及 ETF 在居民金融资产中配置比例，从 2008 年的 12% 快速上升至 2015 年的 19%，此后持续上行，24Q2 达到 27.6%，配置规模达到 34 万亿美元。同时，ICI（Investment Company Institute，投资公司协会）在 2024 年开展的美国居民投资情况调查显示，持有 ETF 产品的家庭从 2002 年的 109 万户提升至 2023 年的 1520 万户，CAGR 为 13.4%，渗透率从 1.0% 增长至 11.6%。

图表33：美国家庭和非营利组织：金融资产配置结构



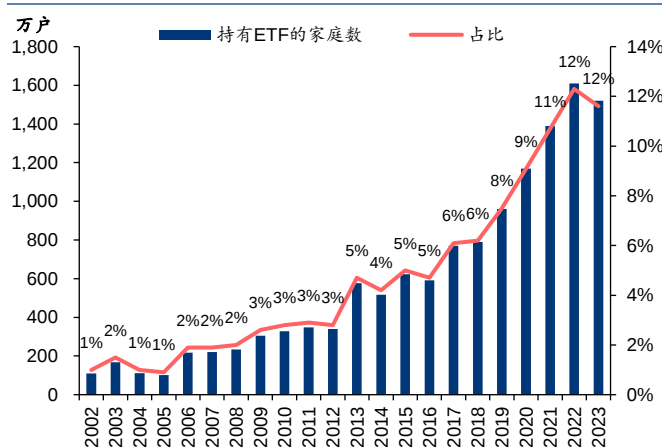
资料来源：美联储，华泰研究

图表34：美国家庭和非营利组织：持有股票及ETF的规模及占比



资料来源：美联储，华泰研究

图表35：ETF投资的居民渗透率

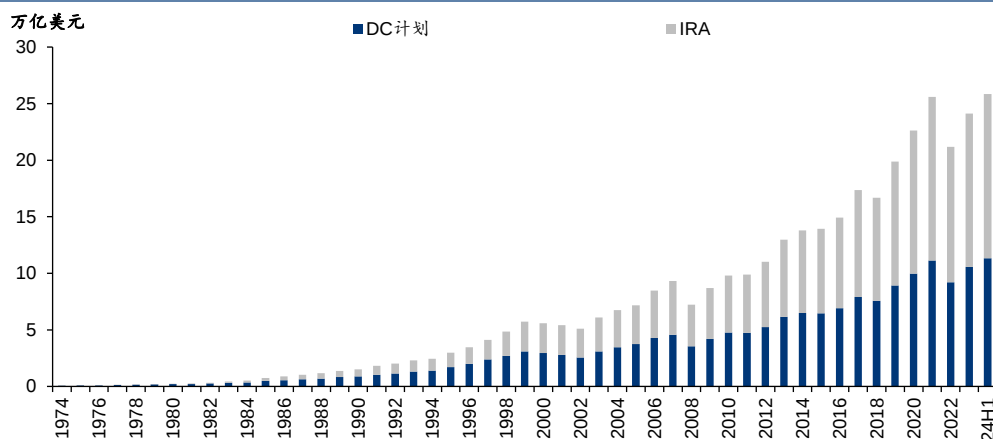


资料来源：ICI，华泰研究

DC/IRA 持续加大配置，贡献约 45%净资产

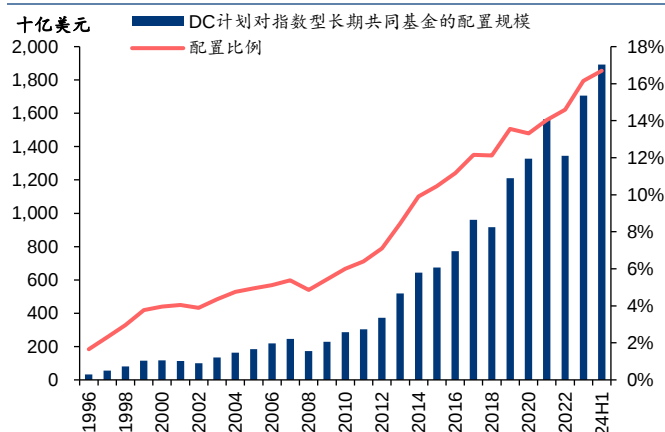
DC/IRA 资产持续增长,对指数基金的配置比例从2000年的4%/2%提升至24H1的17%/7%。1970年代美国推动养老金体系改革,在DC计划中引入401k,并创设IRA账户。1975-1989年,DC计划和IRA账户合计资产连续保持2位数同比增长,此后虽有部分年份增长放缓或小幅回调,但整体一直保持增长态势。截至24H1末,美国DC计划和IRA账户资产合计已达到25.9万亿美元,较2000年末增长逾3.6倍。同时,在低利率环境、美股熊短牛长,以及产品持续降费的共同推动下,DC/IRA资金持续加大指数基金配置,投向指数基金的比例由2000年的4%、2%显著提升至24H1的17%、7%,为美国指数基金的发展提供源源不断的资金。

图表36：美国 DC 计划和 IRA 账户资产



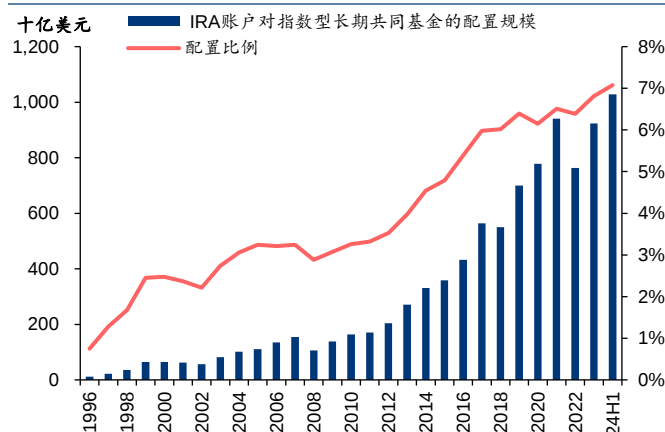
资料来源：ICI，华泰研究

图表37：DC 计划对指数型长期共同基金的配置规模 and 比例



注：配置比例=投向指数型共同基金的规模/总资产
 资料来源：ICI，华泰研究

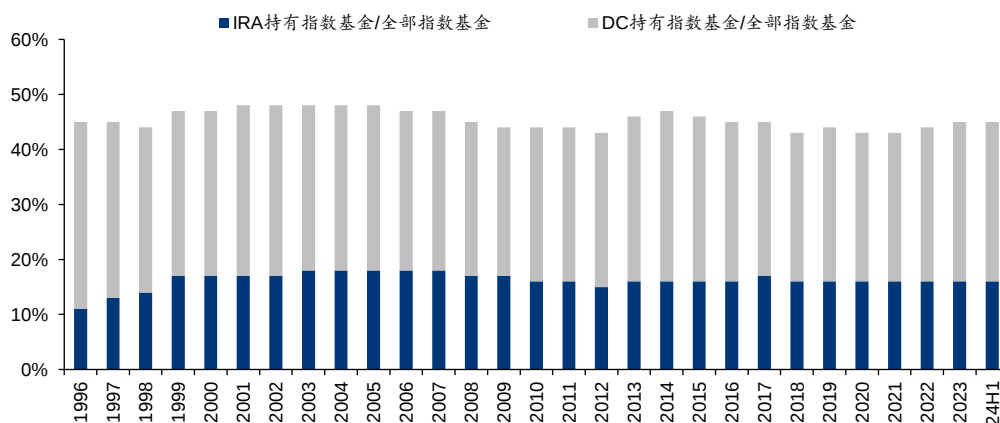
图表38：IRA 账户对指数型长期共同基金的配置规模 and 比例



注：配置比例=投向指数型共同基金的规模/总资产
 资料来源：ICI，华泰研究

1990 年代以来 DC 计划和 IRA 账户持续贡献指数共同基金净资产的 4 成以上。美国指数型长期共同基金约有 4 成以上的净资产来自 DC 计划和 IRA 账户资金，且该比例自 1990 年代以来便保持相对稳定。截至 24H1 末，DC+IRA 资金投资于指数型长期共同基金的规模合计约 2.9 万亿美元，占全部指数型长期共同基金的比例达 45%，其中 DC 计划持有 29%，IRA 账户持有 16%。整体来看，DC 计划/IRA 账户资金的持续流入推动了指数基金的大发展，而指数基金规模壮大又进一步放大成本优势，带动中长期资金良性循环。

图表39：DC 计划和 IRA 账户持有的指数型长期共同基金占比



资料来源：ICI，华泰研究

关于我国 ETF 市场的未来“猜想”

资本市场政策发力、为 ETF “开绿灯”，奠定市场发展基础。低利率环境下，居民与机构共同面对“资产荒”，市场向好周期，较主动基金更低波动、低费率的 ETF 配置价值凸显。居民“存款搬家”、机构提升配置比例，中长期有望成长至 5-10 万亿量级。创新产品扩容、投顾生态完善、特色模式探索可期，龙头基金公司坐稳宽基赛道地位、中小基金公司可在创新产品寻求发展。

未来展望：ETF 迎来大发展时间窗口

政策筑基：顶层政策支持奠定发展基础

政策支持为 ETF 市场发展奠定优质基础。一方面，本轮资本市场政策定位较高，国家战略层面定调、机构资金持续流入，市场回暖有利于助推 ETF 发展；另一方面，新“国九条”鼓励被动投资发展、建立 ETF 快速审批通道，监管层针对发行、产品等多环节进行优化，完善 ETF 市场发展生态。

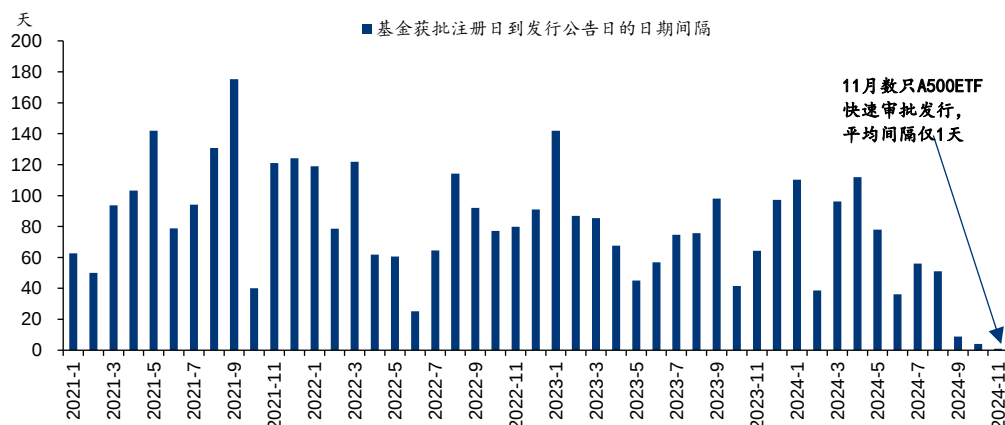
资本市场政策发力，为 ETF 发展营造良好市场环境。当前资本市场迎来国家战略层面的改革，新“国九条”绘制改革蓝图、“924”政策组合拳发力，政治局会议提出“努力提振资本市场”、央行两项创新货币政策工具、证监会等系列配套举措，政策合力夯实资本市场长期健康发展的制度基础。本轮政策并非脉冲式、而是持续呵护，支持性政策可期，有望为 ETF 发展营造良好市场环境。

资本市场更侧重于“投资”功能建设。目前资本市场改革定位越发重视投资功能建设、加强投资者保护，将从入端严把上市公司质量、鼓励促进已上市公司分红回购、限制违规减持，并对符合退市条件的公司应退尽退，打造更为完善健康的市场生态；构建行政、民事、刑事三位一体的追责体系、完善立体化监管，增强资本市场法治建设，夯实长期健康发展的生态基础，也对投资者利益保护进一步强化。

ETF 是资本市场生态建设的重要环节。在投资功能加强的资本市场生态内，ETF 是多层次体系建设的重要组成部分。首先，ETF 作为分散配置的权益产品，在市场承压时有效发挥“缓冲垫”和“稳定器”的作用，有利于平抑市场的无序波动；其次，ETF 以一篮子证券的形式，为包括个人和机构在内的各类投资者创设有效的可交易产品形式，相较于单个证券而言，非系统性风险显著降低、风险收益特征更为优化，大大拓展了投资者的配置选择。

政策大力支持，ETF 产品发行提速。去年以来监管层持续给予 ETF 行业发展支持。2023 年 8 月证监会提出“活跃资本市场，提振投资者信心”六大举措中，明确放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度。今年 4 月国务院出台新“国九条”，指出要建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展，为蓬勃发展的 ETF 行业按下“加速键”。8 月上交所制定新一轮《指数业务三年行动方案（2024—2026 年）》，不断丰富指数编制、完善指数化投资生态、逐步构建指数风险管理体系。从下半年以来，ETF 产品的推出时间显著提速，监管层持续“开绿灯”。我们统计 ETF 基金获批注册日到发行公告日平均间隔，9 月以来快速减少，尤其是 11 月数只 A500ETF 产品快速审批发行，平均间隔仅 1 天，体现监管层对行业发展的呵护与支持。

图表40：ETF 基金获批注册日到发行公告日平均间隔统计



注：使用发行公告日减去基金获批注册日计算，以基金获批注册的当月统计，计算不同 ETF 基金的平均间隔

资料来源：华泰研究

“资产荒”：低利率环境下 ETF 价值凸显

低利率环境下，资产配置面临“资产荒”。当前处于利率持续下行环境中，核心资产收益率指标进入“2 字开头”时代，资产配置面临“资产荒”，11 月末十年期国债 YTM2.03%、3 年期定期存款 1.5%、银行理财预期收益率仅 2%、保险预定利率上限 2.5%；信托产品回报率虽然超过 5%，但非标类产品潜在风险较高。叠加近年来地产与股市景气度处于低位，居民风险偏好下行、资产多流向存款。截至 24M10 末，居民人民币存款合计规模 148.3 万亿元，较年初增长 11.3 万亿元、同比增长 11%。

图表41：当前各类资产配置收益率对比

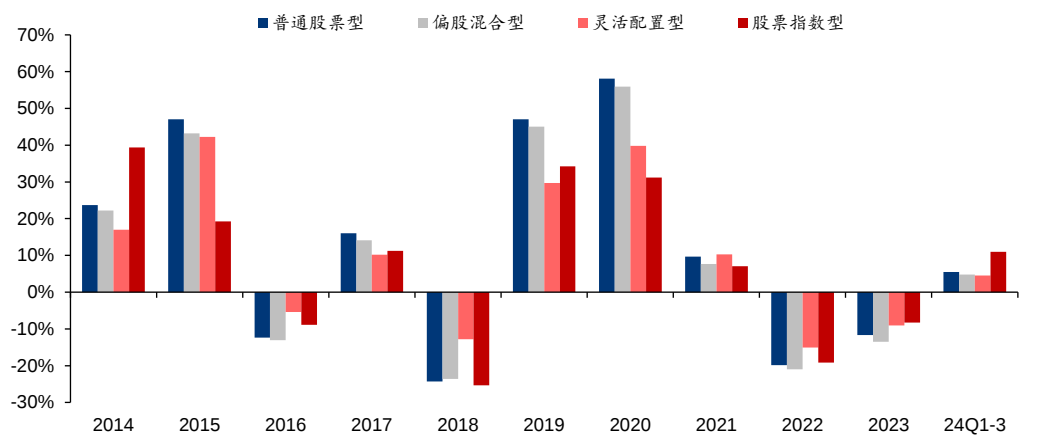
类型	收益率	备注
十年期国债到期收益率	2.03%	截至2024M11末
定期存款	1.50%	中国银行3年期定存利率
银行理财	1.95%	大型商业银行6个月理财产品预期年化收益率
保险	2.50%	预定利率上限
信托	5.40%	非标类资产管理信托产品平均预期年化收益率

注：信托收益率采用 11 月 18 日-24 日成立的非标类资产管理信托产品平均预期年化收益率，其余均截至 11 月末

资料来源：用益信托，华泰研究

ETF 相对主动权益更低波动、低费率，配置价值凸显。ETF 基金一方面可提供相对低波动、低费率的稳健选择；另一方面市场覆盖广泛，能够满足不同投资者的多样化需求。多元产品线使得投资者能够根据自身的风险偏好和投资目标，构建个性化的投资组合。同时，高流动性也是重要因素，高成交额和换手率减少了因流动性不足而导致的潜在损失。过去 3 年，资本市场改革持续、市场也不断成熟，主动基金的回报低于被动产品；低利率环境下资产配置面临“资产荒”，叠加当前权益市场迈入向上周期，ETF 配置价值凸显。

图表42：不同权益型基金收益率对比



资料来源：，华泰研究

发展窗口：ETF 市场的“天时地利人和”

聚“天时地利人和”，处于快速发展窗口期。我们认为，ETF 市场目前正处于政策、市场、资金的共振期，有望迎来快速发展窗口期：

其一，顶层政策明确鼓励支持发展。国家战略层面定调、资本市场回暖，为 ETF 营造良好发展环境。新“国九条”鼓励被动投资发展、建立 ETF 快速审批通道，监管层针对发行、产品等多环节进行优化，近期 ETF 的审批上市已显著加速。

其二，低利率环境下配置价值凸显。当前处于利率持续下行环境中，核心资产收益率指标进入“2 字开头”时代，资产配置面临“资产荒”。ETF 具备相对低波动、低费率优势，资本市场向好的背景下，配置价值凸显。

其三，居民与机构有较大配置空间。近年来地产与股市景气度处于低位，居民风险偏好下行、资产多流向存款，若权益市场形成较好的赚钱效应，居民资产从存款向权益市场迁徙的潜力较大。同时，机构对于权益市场的配置普遍较低，ETF 有望成为重要的资产配置工具。

猜想 1：有望成长至 5-10 万亿量级

居民与机构端对 ETF 的配置均有较大空间，权益市场向好、低利率环境持续下，居民资产有望实现“存款搬家”，若 1%-2% 的比例配置向权益市场、且以 ETF 为主要工具，则对应 1.5 万亿-3 万亿级别增量资金；若机构资金增配 1%-2% 的 ETF，也将带来 1 万亿-2 万亿的资金增量。11 月末 ETF 市场规模达 3.67 万亿元，我们认为在监管持续呵护、改革政策支持下，未来 5-10 年 ETF 有望成长为 5-10 万亿的市场。

居民端：“存款搬家”具备万亿空间

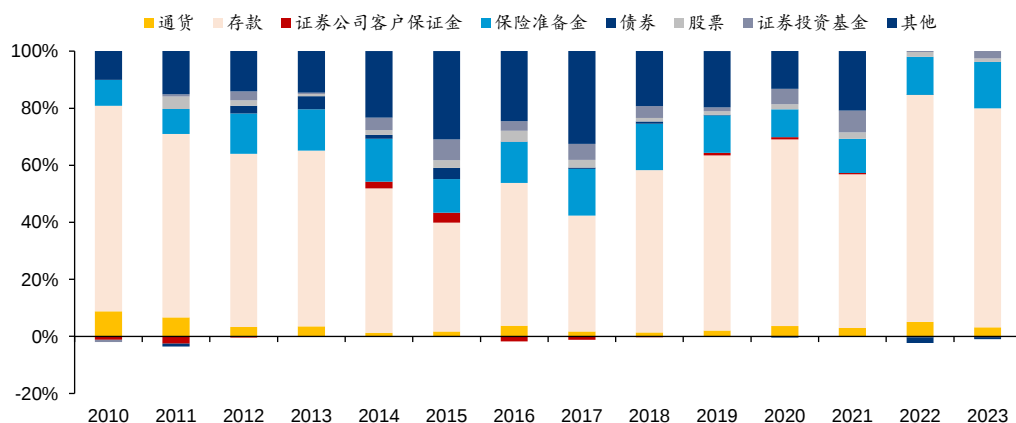
近两年居民金融资产配置呈现低风险偏好特征。从央行公布的居民金融账户资金流量表观察，2022-2023 年呈现明显的低风险偏好趋势：一是存款占比从 2017 年的 41% 连年提升，至 2022 年到达 79%、2023 年也维持 77% 的高位；保险准备金占比也从 2020 年的 10% 提升至 2023 年的 16%；存款+保险等产品占据居民 90%+ 的金融资产流入。二是股票+基金资金流入比例收缩，2023 年股票占比仅 1%、基金占比从 2021 年的高峰 8% 下降至 3%。

图表43：中国居民金融账户资金流量表

亿元	通货	存款	证券公司客 户保证金	保险准备 金	债券	股票	证券投资基金	其他
2010	5,441	44,492	-737	5,638	0	0	-457	7,387
2011	4,961	47,690	-1,840	6,417	-794	3,278	606	13,823
2012	3,245	58,929	-408	13,628	2,629	1,864	3,097	14,076
2013	3,250	55,888	-85	13,160	4,117	764	369	13,300
2014	1,132	44,788	2,045	13,262	1,224	1,496	3,837	20,624
2015	2,101	46,818	4,232	14,446	4,938	3,218	8,927	38,001
2016	4,517	59,334	-2,106	16,998	241	4,501	3,975	31,238
2017	2,086	49,603	-1,466	19,914	643	3,187	6,935	41,068
2018	1,969	77,092	-366	22,155	1,047	1,694	5,601	26,511
2019	3,537	102,916	1,550	22,095	293	2,113	2,380	33,023
2020	6,665	119,936	1,446	17,845	-629	3,319	9,829	24,782
2021	5,840	105,860	917	23,495	0	4,476	14,925	41,054
2022	12,232	188,871	13	31,673	-930	4,192	6,099	-4,543
2023	7,337	174,137	-600	36,846	-83	2,916	7,926	-1,524

资料来源：，华泰研究

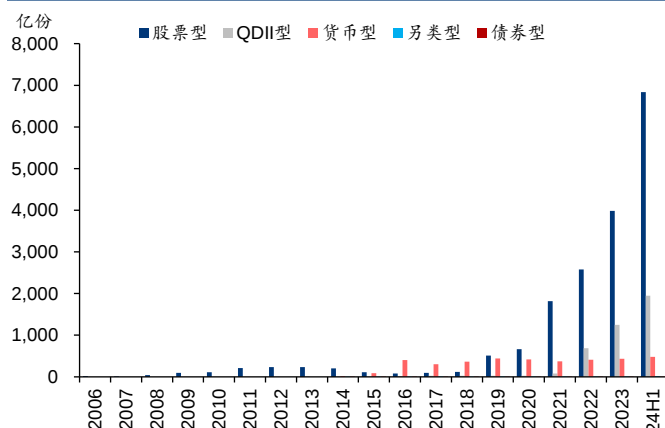
图表44：中国居民各类金融账户资金净流入占比



资料来源：，华泰研究

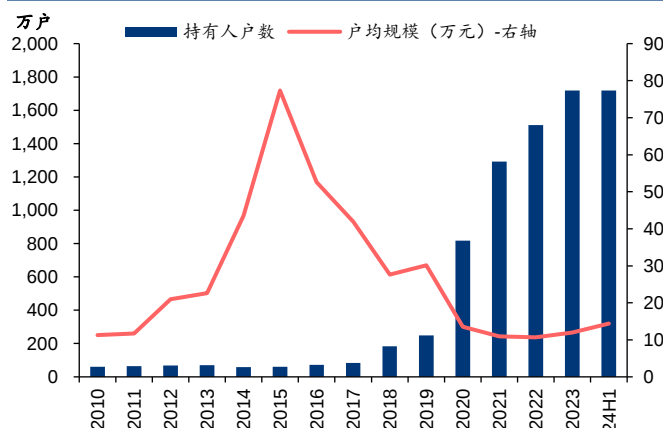
居民对 ETF 的配置意愿不断增强。ETF 愈发成为居民资产配置的重要工具，一方面，近年来个人投资者逆势增持 ETF 份额。2022 年-2024 年初，权益市场波动较大，权益类公募基金表现相对一般，主动管理的权益基金多面临资金净流出问题。但是 ETF 份额逆势增长，中证 1000、中证 2000、A50、A500 等指数产品密集上新，为个人投资者提供丰富的配置工具。另一方面，ETF 持有人户数不断增长，截至 24H1 达 1719 万户，相较 2019 年末增长 590%，若以基民数量 7.2 亿为基准测算（数据来源《2021 年度证券公司投资者服务与保护报告》），渗透率已达到 2.4%。

图表45：个人投资者持有的ETF份额变化



资料来源：，华泰研究

图表46：ETF持有人数量及户均资产规模

注：采用ETF披露的持有人户数简单加总，未剔除重复情形
资料来源：，华泰研究

“存款搬家”具备万亿级别空间。我们认为当前政策改革支持、权益市场环境向好、低利率环境“资产荒”，有望驱动居民金融资产配置从存款、保险等产品“搬家”，关注权益市场配置机遇，尤其是ETF等具备较强性价比的优质产品。2021年居民侧已体现出较强的配置弹性，市场结构性行情驱动居民对基金的资金流入达到1.5万亿的历史峰值、对股票的资金流入达到4476亿元，合计接近2万亿水平。

1) 流量视角看，2022-2023年居民对股票+基金的资金流入维持在万亿左右，在市场稳中向好的背景下，若基金回升至2021年的流入水平，则有望带来万亿级别的资金增量；2) 存量视角看，截至24M10末居民人民币存款合计规模148.3万亿元，若未来5-10年有1%的“存款搬家”，将带来1.5万亿体量的增长，若有2%的“存款搬家”，将带来3.0万亿体量的增长。

机构端：ETF若加配1%-2%对应1-2万亿增量

机构若增配1%-2%ETF将对应1万亿-2万亿增量。保险、社保、养老金等长期资金均有较大配置空间。政策促进保险机构做坚定的价值投资者，为资本市场提供稳定的长期投资，设置差异化的权益类资产投资监管比例，最高可占总资产的45%；降低保险公司投资沪深300指数成分股、科创板上市普通股票、公募REITs的风险因子；24Q3末保险公司资金运用余额32.15万亿元，其中权益类资产（股票+基金）配置比例仅13%，相较监管上限仍有较高空间。2023年末社保基金3.0万亿元，目前规定社保基金的股票和权益型基金投资上限为40%。2023年末企业年金、职业年金分别为3.19、2.56万亿元，合计规模5.75万亿元，权益类资产投资比例上限同为40%。此外，信托、银行理财24H1总规模分别达27.0、28.5万亿元，对权益市场也处于低配状态。假设未来机构资金主要通过ETF增加权益资产配置比例，若未来5-10年对ETF的配置比例增加1%-2%，则将对对应1万亿-2万亿的增量资金。

图表47：各类机构体量及权益投资配置规模

万亿元	总体规模	权益投资规模	权益投资上限	权益投资占比	配置1%对应规模	数据来源及备注
基本养老保险	7.82	-	30%	-	0.08	《2023年人力资源和社会保障事业发展统计公报》
社保基金	3.01	-	40%	-	0.03	《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告(2023年度)》
年金	5.8	-	40%	-	0.06	《2023年人力资源和社会保障事业发展统计公报》
保险资金	32.15	4.11	45%	13%	0.32	中国国家金融监督管理总局，包括财产险、人身险公司，包括股票+基金，24Q3末
信托资金	27.00	0.97	/	4%	0.27	中国信托业协会，包括投向股票、基金的资金信托规模，24Q2末
银行理财	28.52	0.85	/	3%	0.29	中国银行业理财登记托管中心，24Q2末
境外资金	7.06	2.70	/	38%	0.07	中国人民银行，指境外机构和境内持有的境内人民币金融资产，包括股票与债券合计规模，24Q2末
机构投资者合计	111.32	-	/	/	1.11	

资料来源：，华泰研究

猜想2：创新型产品有望持续扩容

丰富ETF多元化产品矩阵。目前我国ETF市场仍以股票型产品（宽基/行业）为主，据数据，11月末资产净值占比接近80%，创新型产品仍有待拓展。对比美国，其股票型ETF占全部ETF比例长期在60%左右，固收/商品/杠杆反向/主动型等创新产品层出不穷。展望未来，在政策支持红利下，ETF多元化产品矩阵有望进一步扩容，如特色行业主题、Smart Beta、指数增强等产品，又如浮动费率等机制创新，都将为投资者提供更多样化的投资选择和策略配置选择，从而更好地满足不同的风险偏好和投资目标。

跨境互挂类产品大有可为。公募基金不断探索ETF互挂赋能跨境投资的可能性。ETF互挂指两地交易所的基金管理公司达成协议，各发行一只ETF产品，并在二级市场投资对方的ETF产品，具备高效性与便捷性：1）对于投资者而言，只需考虑一个标的，降低跨市场交易的复杂性和成本，交易效率更高；2）基金管理人可以更方便地使用QDII额度进行市场交易，避免了交易日数量和时区差异带来的不便。近年来，多对互挂ETF产品上市，投资范围涉及日本、中国香港、新加坡、沙特等，未来有望更广泛地覆盖东南亚、中东等国际市场。

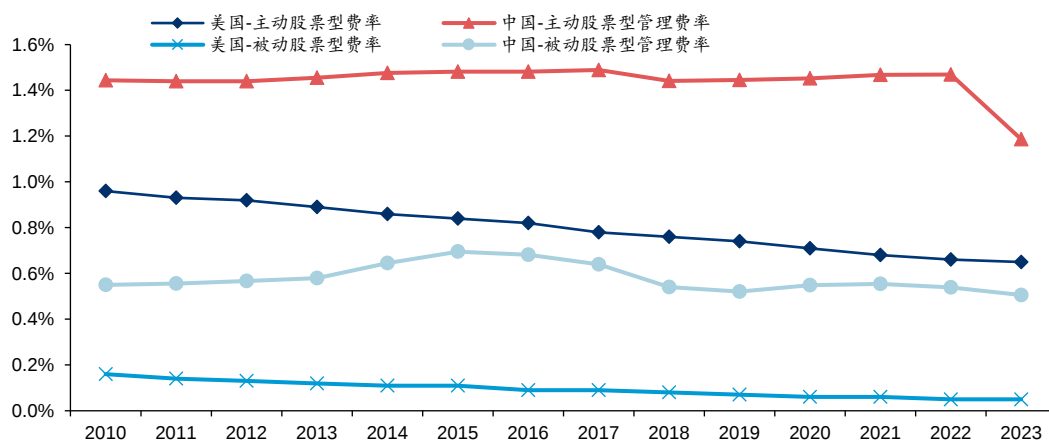
ETF投顾服务生态逐步完善。ETF作为投资工具，具有费用低廉、持仓透明、风格稳定、交易便利的特点，具有普适的投资价值，与零售端客群特征较为匹配。参考美国经验，投顾是资产管理、共同基金产业链的重要环节，也为投资者充分创造附加价值。目前我国同样鼓励基金投顾发展，ETF的投顾生态有望逐步完善。由于ETF的交易功能完善，围绕其可以开发多种策略，如ETF组合策略，可通过低估择时、行业轮动等方式实现资产配置；或结合衍生品，可通过期权组合、套利等方式进行风险管理，满足投资者实现收益增强、对冲风险等特定需求。

类似先锋的创新模式值得探索。美国先锋基金是被动管理的鼻祖，也是基金降费的前驱，其独特之处在于是唯一一家由美国SEC特批的“由投资者共同拥有的基金公司”。由于基金的股东为投资者，先锋基金具有降低交易费用的充分激励，进而能够为投资者创造更大价值。独特的企业结构使得公司利益与客户利益绑定，通过费用降低使得基金更具竞争力，从而吸引客户，扩大管理规模；管理规模的扩大进一步摊薄了管理费用，从而形成了一种良性循环。目前我国公募基金均为契约型、暂时没有公司型基金产品，若被动指数、ETF等市场规模逐步壮大，或可对先锋类似的创新模式进行探索。

猜想 3：头部与中小基金公司策略分化

未来面临费率长期下行趋势。海外公募基金费率呈现长期下行趋势，被动产品兴起、规模效应推动美国基金行业费率长期下行，竞争加剧下投资者对低费率产品的偏好提升，驱使主动产品降费。同时，美国监管围绕投资人利益最大化、加强信息披露、强化专业能力、促进履行信义义务和获取投资者信任展开，也对费率下行有一定推动作用。根据 ICI 披露，美国主动权益费率从 2010 年 1% 左右下降至目前 0.65%；被动权益从 0.16% 下降至 0.05%。目前中国正推动公募基金费率改革，2023 年主动权益管理费率降至 1.2%、被动权益降至 0.5%，近期大型宽基宣布降费，但整体而言相比美国仍处于较高水平，未来或面临长期下行趋势。

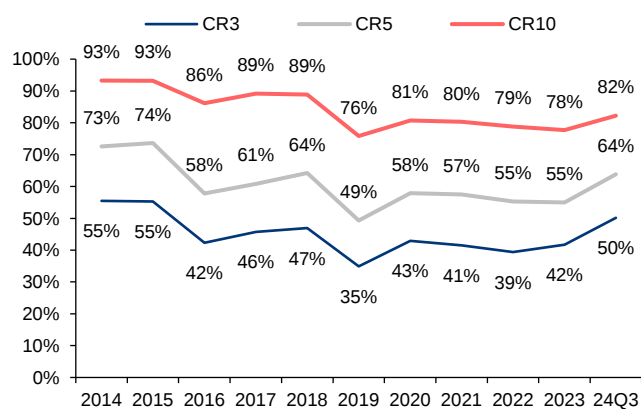
图表 48：中国 VS 美国：公募基金费率对比



注：美国基金费率为 ICI 披露的行业平均综合费率；中国主动股票型采用的口径为普通股票型+偏股混合型
资料来源：ICI，华泰研究

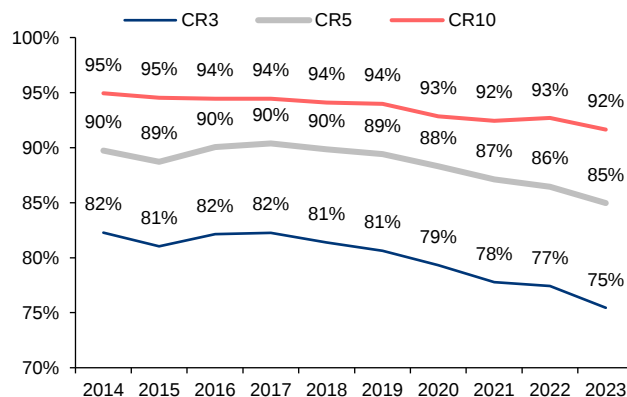
行业集中度预计仍保持高位。海外 ETF 管理人集中度虽呈现下滑趋势，但集中度始终处于较高水平，贝莱德、先锋基金、道富环球稳居美国前三，2014-2023 年 ETF 市场 CR3 达到 75% 以上、CR10 超过 90%，宽基市场集中度更高，主要系宽基规模较大、头部公司能够提供更低费率，而由于产品间差异不大，投资者自然流向低费率产品。近年来我国 ETF 市场集中度稳步上行，24Q3 末 CR3/CR5/CR10 分别为 50%/64%/82%，未来行业集中度或将继续保持高位，尤其宽基 ETF 市场预计呈现更强的龙头效应。

图表 49：中国 ETF 市场集中度变化



资料来源：华泰研究

图表 50：美国 ETF 市场集中度变化



资料来源：华泰研究

宽基头部效应明显、中小创新特色。宽基赛道是头部公司主战场，截至 24Q3 末，宽基 ETF 总规模 2.1 万亿元，前三家华夏、易方达、华泰柏瑞合计 1.36 万亿，占比 66%，显著高于全部 ETF 市场 CR3 的 50%。由于较强的规模效应，头部公司在宽基赛道更具优势，可基于规模优势在其他赛道充分布局拓展。中小公司可暂避宽基领域锋芒，在特色产品上做好做精，如行业主题、Smart Beta、指数增强、跨境产品等。在蓝海领域抢占先机做大做强、在红海市场寻找细分机会，找准自身的赛道突破点，从而在当前的 ETF 市场竞争格局下取得优势。

图表51：报告提及公司一览表

公司	代码	公司	代码	公司	代码
贝莱德	BLK US	先锋基金	未上市	道富环球	未上市
华泰柏瑞基金	未上市	易方达基金	未上市	华夏基金	未上市
嘉实基金	未上市	南方基金	未上市		

资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

- 1) 市场表现不及预期。公募基金产品业绩与股市环境高度相关，市场表现不及预期将会影响产品业绩表现。
- 2) 政策支持不及预期。本轮政策力度是推动市场上涨的重要动力，若后续政策落地力度不及预期或效果不及预期，可能加大市场波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

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

香港-重要监管披露

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

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

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

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

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

公司评级

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

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

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

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

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

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司