

**上海证券交易所
ETF 行业发展报告
(2025)**

上海证券交易所创新产品部

摘要

二十届三中全会和中央金融工作会议为加快建设金融强国、开创金融高质量发展新局面谋篇定调。2024年初，国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）提出，大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比，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。6月，证监会发布的《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“科创板八条”）提出了完善交易机制、丰富科创板指数和ETF等一系列举措。9月26日，中央政治局会议指出，努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。随后，中央金融办、证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，进一步强调建立ETF指数基金快速审批通道，持续提高权益类基金规模和占比。2024年，上交所深入学习贯彻二十届三中全会、政治局会议、中央金融工作会议精神，认真落实新“国九条”和“科创板八条”部署安排，推动市场各方同向持续发力，围绕做好金融五篇大文章，大力发展服务国家战略和实体经济的指数体系和产品，构建完善指数化投资生态，推动ETF市场高质量发展。

2024 年是境内 ETF 市场成立二十周年，指数化投资已成为境内公募基金行业发展的重要驱动力，越发受到投资者认可。从 2004 年第一只 ETF 成立到 2020 年 ETF 规模首次突破万亿，境内 ETF 市场经历了 17 年；而到第二个万亿，境内 ETF 市场仅用了 3 年时间；到第三个万亿，仅用了 9 个月时间。截至 2024 年底，境内交易所挂牌上市的 ETF 数量达到 1033 只，较 2023 年底增长 16%，总规模达到 3.7 万亿元，较 2023 年底增长 81%。其中股票 ETF 规模达到 2.89 万亿元，创历史新高，约占 A 股总市值的 3%。**2024 年境内 ETF 市场资金净流入近 1.2 万亿元，创历史新高，较 2023 年增长 110%**。其中，股票 ETF 净流入超 1 万亿元，占比超八成。**沪市 ETF 规模快速增长，投资者参与度持续提升**。截至 2024 年底，沪市共挂牌 ETF 607 只，规模 2.7 万亿元，较 2023 年底增长 73%；全年成交额近 30 万亿元，较 2023 年底增长 52%。沪市 ETF 成交额、规模分别位居亚洲第一、第二位。沪市 ETF 市场参与度稳步提升，沪市 ETF 参与账户数近 1000 万户。

从全球范围来看，2024 年同样是指数化投资蓬勃发展的一年。**全球 ETF 市场规模首次突破 15 万亿美元，全年资金净流入接近 1.8 万亿美元**。截至 2024 年底，全球挂牌交易的 ETF 资产总规模达 15.09 万亿美元，较 2023 年底增加 30%。近 20 年的全球 ETF 规模年均复合增长率达 22.16%，产品数量连续 20 年保持正增长。从资产类别来看，**权益 ETF 占主**

导地位。截至 2024 年底，全球权益 ETF 规模达 11.29 万亿美元，占比 74.8%；债券 ETF 规模达 2.39 万亿美元，占比 15.8%；商品 ETF 规模约 3110 亿美元，占比 2.1%；其他类 ETF 规模约 1.1 万亿美元，占比 7.3%。从地域分布来看，截至 2024 年底，美国 ETF 市场规模 10.46 万亿美元，占比近 70%；欧洲 ETF 市场规模约 2.20 万亿美元，占比约 15%；亚太市场规模约 1.75 万亿美元，占比 12%。**2024 年，中国境内 ETF 市场贡献了亚太市场规模的五成增量。**

展望 2025 年，随着新一轮资本市场改革开放成效不断凸显，境内 ETF 市场处于难得的发展机遇期。2025 年，ETF 行业主要发展趋势包括：**一是**持续丰富 ETF 产品高质量供给，服务实体经济与居民财富管理；**二是**落实“科创板八条”相关举措，服务新质生产力发展；**三是**不断优化 ETF 场内配套机制，为中长期资金入市营造良好环境；**四是**加强境内外市场宣传推广，提升 ETF 影响力竞争力；**五是**丰富 ETF 应用场景，构建 ETF 市场良好生态。

本报告从全球、境内两个维度，产品、机制双重视角，阐释和剖析 2024 年度 ETF 市场情况和 2025 年未来发展趋势，旨在为全市场了解 ETF 产品特点、行业动态提供参考。全篇共有五个章节，按照全球概况、各市场概况、境内概况、上交所情况递进展开，以未来展望作结。附件为专题研究，联合兴业、鹏华、广发、易方达、华泰柏瑞、南方、华夏、华安、招商、天弘等 10 家基金管理人，围绕宽基 ETF、科创

板 ETF、红利 ETF、央国企 ETF、债券 ETF、黄金 ETF 等产品，以及 ETF 互联互通、ETF 投资者画像等主题进行深入研究，为行业发展提供参考。

目录

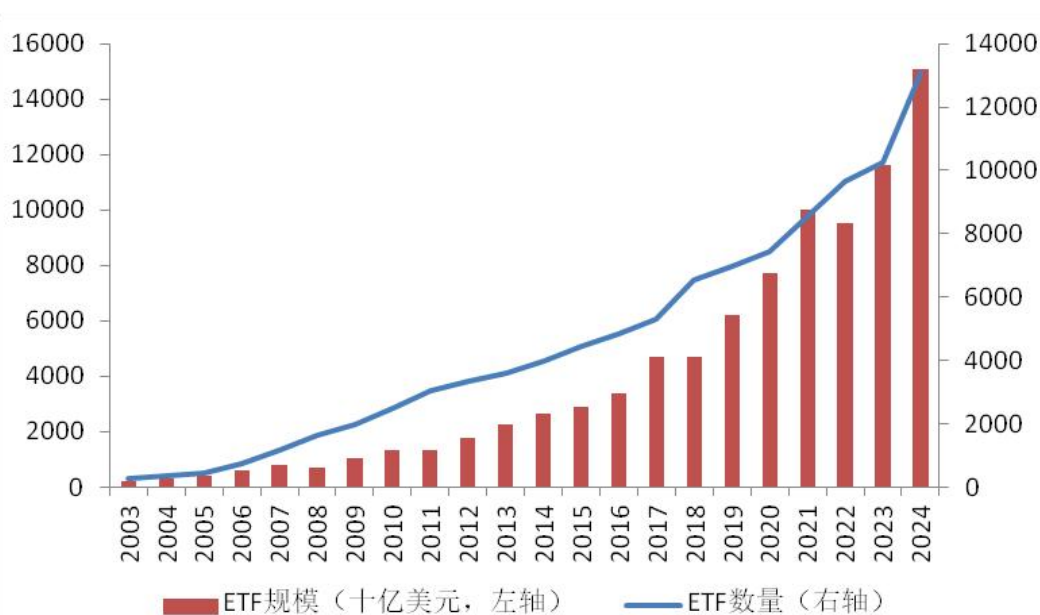
一、全球 ETF 发展概况	7
二、全球主要 ETF 市场发展概况	10
三、境内 ETF 市场发展概况	15
四、上交所 ETF 发展情况	20
五、2025 年 ETF 市场发展趋势	33
专题系列（一）上证 180ETF 研究报告（兴业基金）	37
专题系列（二）科创板 ETF 研究报告（鹏华基金）	54
专题系列（三）中证 A500ETF 研究报告（广发基金）	77
专题系列（四）中证 A50ETF 研究报告（易方达基金）	92
专题系列（五）红利 ETF 研究报告（华泰柏瑞基金）	109
专题系列（六）央国企 ETF 研究报告（南方基金）	125
专题系列（七）债券 ETF 研究报告（华夏基金）	142
专题系列（八）黄金 ETF 研究报告（华安基金）	166
专题系列（九）ETF 互联互通研究报告（招商基金）	182
专题系列（十）ETF 投资者画像研究报告（天弘基金）	193

2024 年，全球 ETF 市场保持快速发展势头。截至 2024 年底，全球挂牌交易的 ETF¹ 资产总规模超 15 万亿美元，较 2023 年底增加 30%。从地域分布来看，美国 ETF 市场规模超 10 万亿美元，占比近 70%。欧洲 ETF 市场规模约 2.2 万亿美元，占比约 15%。亚太 ETF 市场规模超 1.7 万亿美元，占比近 12%。从资产类别来看，权益 ETF 规模占比约 75%，债券 ETF 规模占比超 15%，商品 ETF 规模占比约 2%。

一、全球 ETF 发展概况

（一）产品规模创新高

截至 2024 年底，全球挂牌交易的 ETF 超 1.3 万只，资产总规模达到 15.09 万亿美元，较 2023 年底增加 30%。近 20 年的规模年均复合增长率超 20%，产品数量更是连续 20 年保持正增长。



¹含 ETP，下同

图 1 全球 ETF 市场发展趋势

数据来源：Bloomberg

近 20 年来，ETF 的资产规模仅在 2008 年全球金融危机和 2022 年全球资本市场波动期间出现过缩水，其他年份均保持快速增长。从 1993 年全球第一只 ETF 成立到 2009 年 ETF 规模首次突破万亿美元，全球 ETF 市场经历了 17 年；而到第二个万亿美元，全球 ETF 市场仅用了 4 年时间；3 年之后，全球 ETF 资产规模突破 3 万亿美元；而后 1 年便突破了 4 万亿美元；此后更是 1 年 1 个台阶，2017 年规模突破 5 万亿美元，2019 年突破 6 万亿美元，2020 年突破 7 万亿美元，2021 年突破 10 万亿美元，2022 年有所下滑，2023 年突破 11 万亿美元，2024 年接连突破 12、13、14 和 15 万亿美元四个大关。

（二）权益 ETF 占主导地位

从全球 ETF 投资的资产类别来看，权益 ETF 依然占据主导地位，2024 年底规模达到 11.29 万亿美元，占全球 ETF 总规模的比例达到 74.8%；债券 ETF 规模达到 2.39 万亿美元，占比 15.8%；商品 ETF 规模约 3110 亿美元，占比 2.1%；其他类 ETF 规模约 1.1 万亿美元，占比 7.3%。与 2023 年底相比，权益 ETF 规模增加 31%，债券 ETF 规模增加 16%，商品 ETF 规模增加 72%。

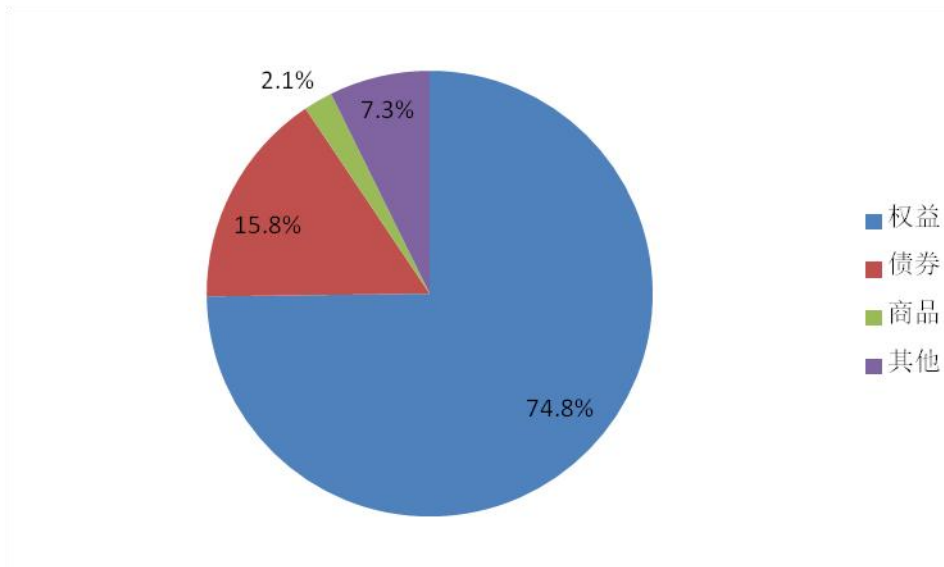


图 2 2024 年全球 ETF 资产类别分布

数据来源：Bloomberg

（三）资金净流入加速

2024 年，全球 ETF 行业资金大幅净流入，达到 1.76 万亿美元，较 2023 年净流入额增长超 80%。分资产类别来看，权益 ETF 资金净流入最高，达到 1.25 万亿美元；债券 ETF 资金净流入达到 4056 亿美元；商品 ETF 资金净流出 14 亿美元；其他 ETF 资金净流入 997 亿美元。

表 1 近两年全球 ETF 资金净流入比较

资产类别	2024 年资金净流入 (亿美元)	2023 年资金净流入 (亿美元)	增长
权益	12536	5324	135.46%
债券	4056	2717	49.28%
商品	-14	-156	-
其他	997	1864	-46.51%
合计	17575	9749	80.30%

数据来源：Bloomberg

从具体产品分析，2024 年资金净流入排名前 20 的产品中，15 只为权益 ETF，3 只为债券 ETF，2 只为比特币 ETF。权益 ETF 中基本为宽基 ETF，排名第一、二的均为跟踪标普 500 指数的 ETF。境内有 3 只沪深 300ETF——华泰柏瑞、华夏和嘉实位列其中，分别排名第 5、第 16 和第 18。

表 2 2024 年上半年全球 ETF 资金净流入前 20 名情况

序号	名称	规模 (亿美元)	2024 年资金 净流入 (亿美元)
1	Vanguard 标普 500 ETF	5915.03	1193.77
2	iShares 安硕核心标普 500 ETF	5914.22	819.33
3	iShares 比特币 ETF	190.40	373.78
4	Vanguard 全股票市场 ETF	4620.67	293.95
5	华泰柏瑞沪深 300ETF	566.41	257.05
6	SPDR 标普 500 ETF 信托	6305.17	256.16
7	景顺 QQQ 信托系列 1	3230.52	252.23
8	iShares 安硕核心美国综合债券 ETF	1197.49	207.75
9	SPDR Portfolio 标普 500 ETF	543.32	200.78
10	iShares 安硕核心标普 500 UCITS ETF	1119.19	191.14
11	先锋领航总体债券市场 ETF	1212.82	189.26
12	Invesco S&P 500 Equal Weight ETF	728.27	163.61
13	领航成长型 ETF	1582.98	161.88
14	iShares 安硕核心 MSCI 全球 UCITS ETF 美元	954.14	156.31
15	景顺纳斯达克 100 ETF	394.01	141.41
16	华夏沪深 300ETF	238.04	139.33
17	iShares 0-3 Month Treasury Bond ETF	303.05	129.90
18	嘉实沪深 300ETF	233.27	129.34
19	Fidelity Wise Origin 比特币基金	202.35	126.08
20	先锋富时发达市场 ETF	1341.29	116.98

数据来源：Bloomberg

二、全球主要 ETF 市场发展概况

(一) 基本情况

2024 年底，全球 15.09 万亿美元的规模中，美国市场规模为 10.46 万亿美元，占比近 70%；欧洲市场规模约 2.20 万

亿美元，占比约 15%；亚太市场规模约 1.75 万亿美元，占比 12%。在 2024 年各交易所排名中，上交所 ETF 成交额分别位列亚洲第 1 和全球第 3，规模分别位列亚洲第 2 和全球第 8。

表 3 2024 年全球主要交易所 ETF 规模及成交额排名

交易所	ETF 规模 (亿美元)	规模排名	成交额 (亿美元)	成交额排名
纽交所	78304	1	283550	1
纳斯达克交易所	18402	2	105621	2
伦敦证券交易所	12045	3	1088	11
芝加哥交易所	7722	4	18256	4
东京证券交易所	5723	5	4645	9
德国交易所	4915	6	83	22
多伦多交易所	3868	7	5298	8
上交所	3730	8	41250	3
巴黎交易所	2389	9	318	17
瑞士证券交易所	1797	10	286	19

数据来源：Bloomberg

(二) 各市场概述

1. 美国 ETF 市场

截至 2024 年底，美国市场 ETF 规模为 10.46 万亿美元，占全球 ETF 市场规模比重近七成。

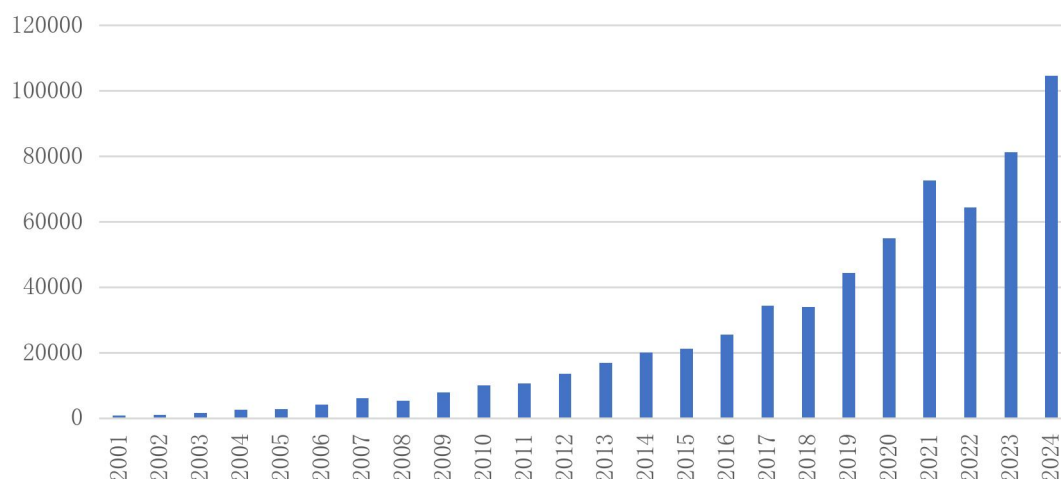


图 3 美国 ETF 市场规模变化（亿美元）

数据来源：Bloomberg

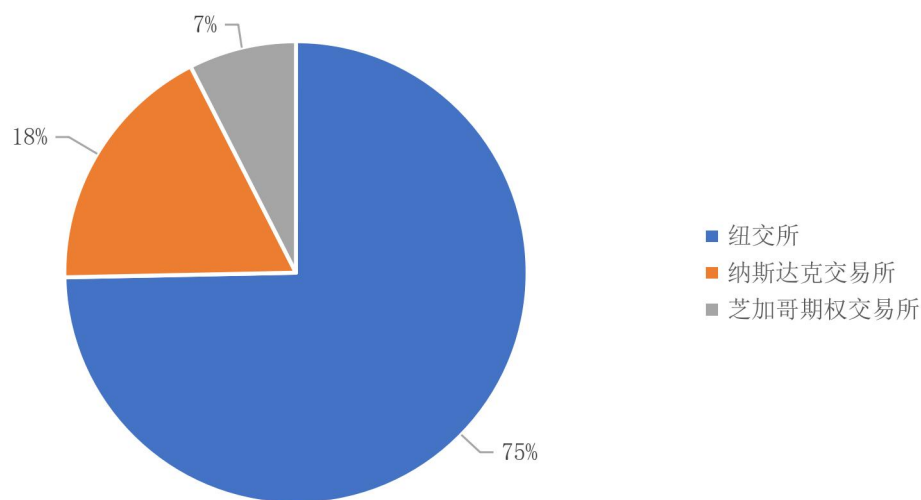


图 4 2024 年美国各交易所 ETF 规模分布

数据来源：Bloomberg

2. 欧洲 ETF 市场概述

在 2008 年之前，欧洲市场的 ETF 产品数量仅 100 只左右，资产规模不超过 1000 亿美元。近年来，欧洲 ETF 市场快速发展。截至 2024 年底，市场规模达到 2.20 万亿美元，占全球总规模比重约 15%，已经发展成为全球第二大 ETF 市场。

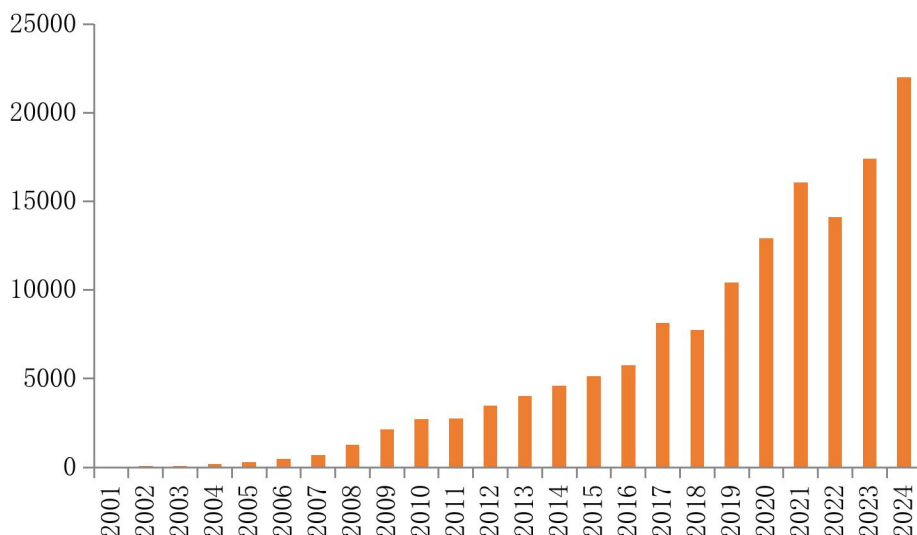


图 5 欧洲 ETF 市场规模变化（亿美元）

数据来源：Bloomberg

3. 亚太 ETF 市场概述

自 2012 年以来，亚洲 ETF 市场发展开始提速。中国境内市场自 2004 年起步以来，规模快速增长、产品布局日益丰富。截至 2024 年底，境内市场规模近 5000 亿美元，2024 年贡献亚洲 ETF 市场规模的五成增量。截至 2024 年底，日本 ETF 市场规模达到 5723 亿美元，韩国 ETF 市场规模达到 1155 亿美元，中国香港 ETF 市场规模约 600 亿美元。中国台湾近年来 ETF 规模快速增长，2018 年底仅 251 亿美元，2024 年底已达到 1930 亿美元，年化增长率超 40%。

（三）权益 ETF 占股票总市值比重

截至 2024 年底，美国权益 ETF 规模为 8.2 万亿美元，美国股票市场总市值为 64 万亿美元，占比为 12.8%；欧洲权益 ETF 规模为 1.6 万亿美元，欧洲股票市场总市值为 16 万

亿美元，占比为 10%；亚太地区权益 ETF 规模超 1.2 万亿美元，亚太股票市场总市值为 22 万亿美元，占比约 5.5%。

从亚太地区内部来看，日本权益 ETF 规模为 0.53 万亿美元，日本股票市场总市值为 7 万亿美元，占比约 7.6%；中国权益 ETF 规模为 0.39 万亿美元，股票总市值约 13 万亿美元，占比约 3%，还有较大发展空间。

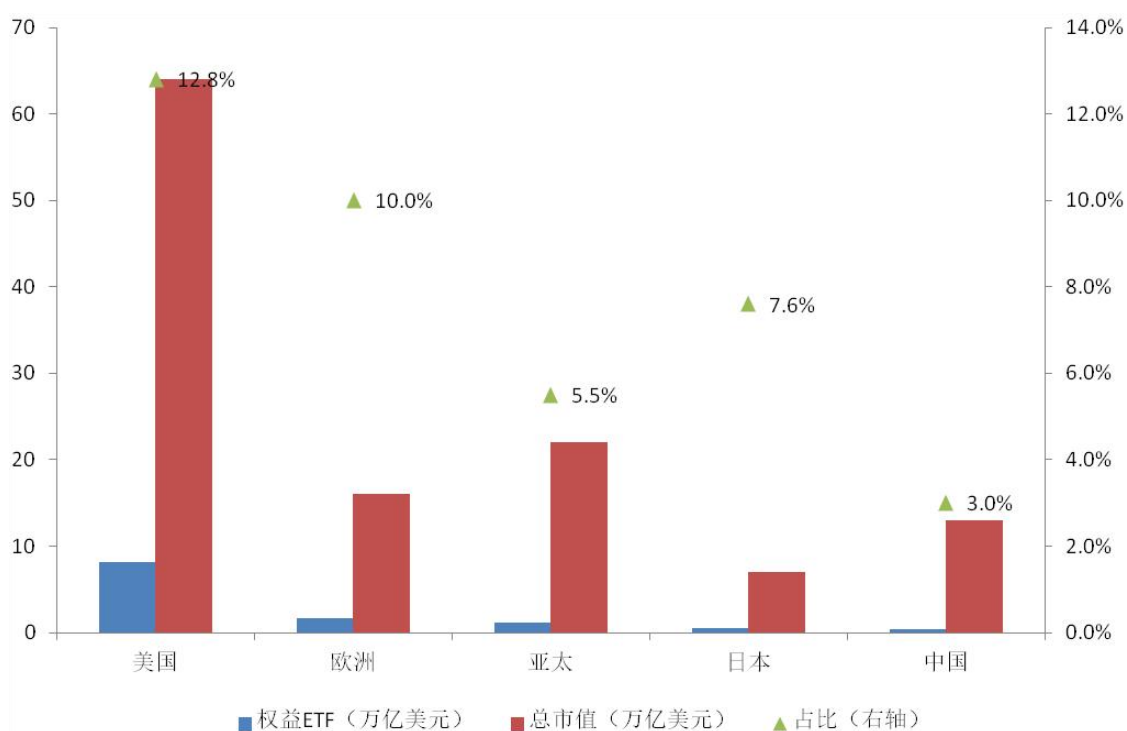


图 6 各市场权益 ETF 占股票总市值比重

数据来源：Bloomberg

(四) 全球 ETF 创新发展趋势

除了 ETF 数量和规模的明显增长，近年来，全球 ETF 市场的底层资产和管理方式也在不断创新，其中最为显著的是主动 ETF 快速发展。主动 ETF 是由基金经理主动管理、不以跟踪指数为目标、可在二级市场进行交易的 ETF 产品。主动 ETF 将主动管理的基金与 ETF 产品架构进行了融合，兼具主动投资和上市交易两方面特点。与场外的主动管理基金相比，主动 ETF 具有流动性好、高度透明等 ETF 的传统优势。2008 年美国首只主动 ETF 推出，截至 2024 年底，全球主动 ETF 规模约 1.2 万亿美元，占 ETF 总规模的比重超 8%。2024 年，全球主动 ETF 资金净流入约 3000 亿美元，超 2023 年净流入的 2 倍。

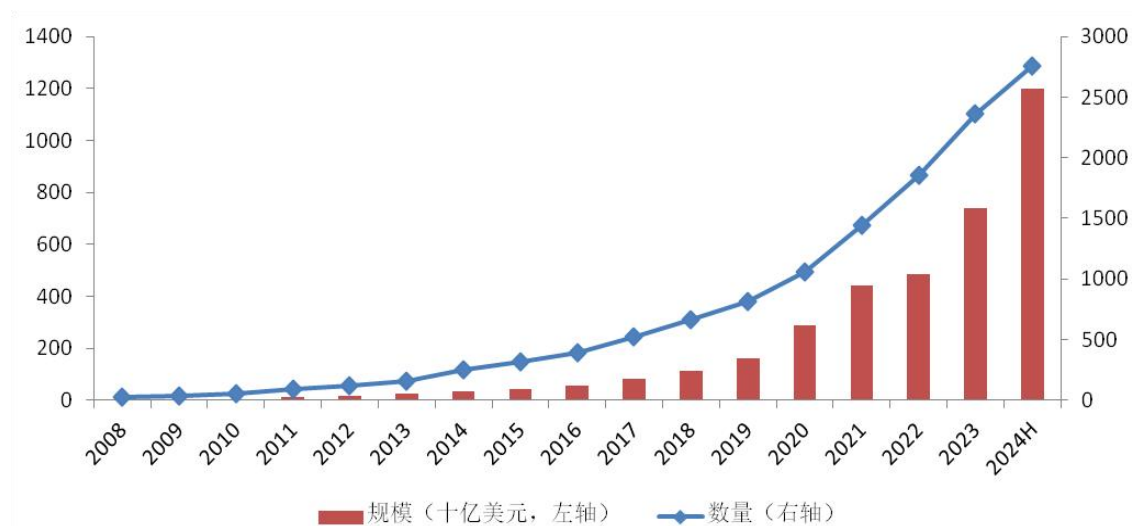


图 7 全球主动 ETF 市场发展趋势

数据来源：ETFGI

三、境内 ETF 市场发展概况

（一）产品规模迭创新高、产品布局日益完善

指数化投资已成为境内公募基金行业发展趋势，ETF 是推动指数化投资发展的主要驱动力。截至 2024 年底，境内交易所挂牌上市的 ETF 数量达到 1033 只，较 2023 年底增长 16%，总规模达到 3.7 万亿元，较 2023 年底增长 81%。其中股票 ETF 规模达到 2.89 万亿元，创历史新高，约占 A 股总市值的 3%。

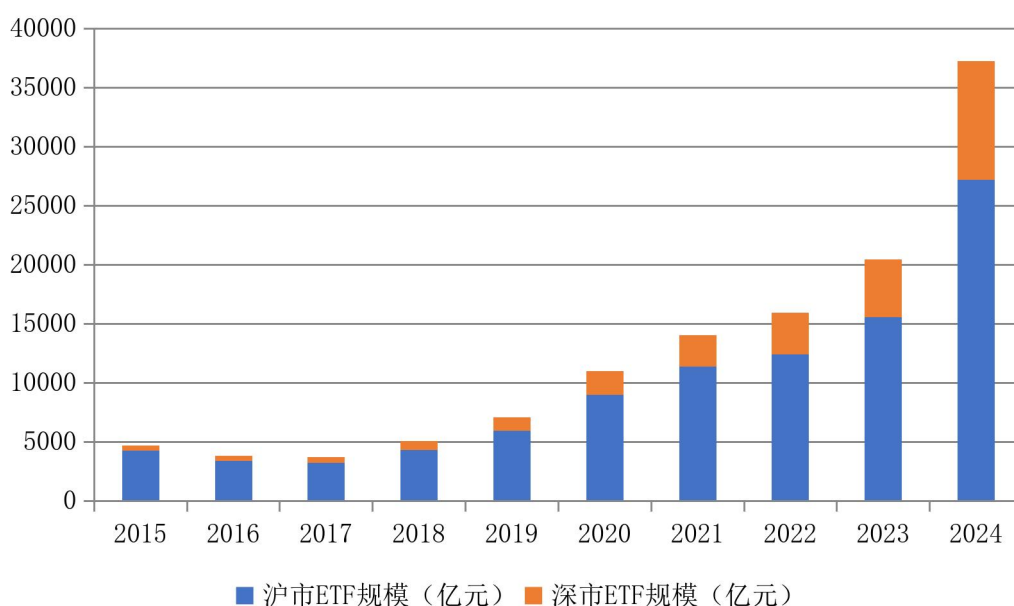


图 8 近 10 年境内 ETF 规模变化情况

数据来源：交易所官网、Wind

(二) 新发、存量产品双轮驱动贡献规模增量

2024 年，境内 ETF 规模增长 1.6 万亿元，其中存量产品规模实现了近 1.4 万亿元的增长，占比近九成；新发产品贡献了约 0.2 万亿元的规模增量，占比约一成。

新发产品方面，2024 年境内 ETF 市场新增 165 只产品上市，发行规模合计 1113 亿元。其中 131 只股票 ETF，发

行规模占比 85%；33 只跨境 ETF，发行规模占比 11%；1 只债券 ETF，发行规模占比 4%。131 只股票 ETF 中 60 只为宽基 ETF，占总发行规模比重超六成，涵盖了中证 A 系列（A50、A100、A500）、上证系列（上证 180、科创 50、科创 200）、沪深 300、宽基指增等重要产品；55 只行业主题 ETF，包括了科创芯片设计、科创芯片、科创生物医药、科创新能源、央企 ESG 等；16 只风格策略 ETF，包括 13 只红利 ETF、3 只成长策略 ETF 等。跨境 ETF 中，3 只国新港股通央企红利 ETF 上市，引导更多产业资源向港股央企上市公司高效聚集。新上市博时上证 30 年期国债 ETF，推出首只 1-3 年国债 ETF（发行规模 60 亿元），进一步丰富了场内债券 ETF 布局。

表 4 2024 年境内新上市 ETF 情况

产品类型	数量		发行规模	
	只数 (只)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)
股票	131	79	947	85
宽基	60	36	704	63
行业	9	5	26	2
主题	46	28	147	13
策略	16	10	69	6
跨境	33	20	118	11
债券	1	1	48	4
总计	165	100	1113	100

数据来源：Wind，截至 2024 年底

存量产品方面，沪深 300、上证 50、科创 50 等宽基旗舰 ETF 规模实现大幅增长不仅体现了相关产品市场认可度的稳步提升，也反映了 ETF 市场强化持营的发展理念。

表 5 规模增长前二十的非货币 ETF 存量产品

证券简称	2023 年 规模 (亿元)	2024 年 规模 (亿元)	2024 年 规模增量 (亿元)
沪市			
华泰柏瑞沪深 300ETF	1310	3595	2285
易方达沪深 300ETF	475	2462	1987
华夏沪深 300ETF	377	1639	1262
华夏上证 50ETF	800	1515	715
南方中证 500ETF	467	1016	549
南方中证 1000ETF	92	539	447
博时中证可转债及可交换债券 ETF	63	384	322
富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF	72	372	300
易方达上证科创板 50ETF	310	589	280
嘉实上证科创板芯片 ETF	69	228	159
华安黄金 ETF	140	287	148
广发中证 1000ETF	86	225	139
华泰柏瑞红利低波动 ETF	25	138	113
海富通上证城投债 ETF	29	138	109
深市			
嘉实沪深 300ETF	413	1565	1152
易方达创业板 ETF	408	916	508
华夏中证 1000ETF	75	287	212
华安创业板 50ETF	186	299	113
富国中证港股通互联网 ETF	121	222	101
广发纳斯达克 100ETF	169	256	87

数据来源：Wind，仅统计 2024 年前上市的存量产品

（三）ETF 资金净流入大幅增加，宽基、债券、红利 ETF 规模增长显著

2024 年境内 ETF 市场资金净流入创历史新高。2024 年全年非货 ETF 净流入近 1.2 万亿元，较 2023 年增长 110%。分类型来看，股票 ETF 净流入最高，超 1 万亿元，占比超八成。债券 ETF 净流入 821 亿元、跨境 ETF 净流入 742 亿元、商品 ETF 净流入 359 亿元。分市场来看，沪市资金净流入近

8400 亿元，占比近七成。宽基、债券、红利 ETF 规模增长显著。以沪市为例，截至 2024 年底，沪市宽基 ETF 规模 1.6 万亿元，较年初增长 145%；沪市债券 ETF 规模超 1500 亿元，较年初增长 184%；沪市红利 ETF 规模约 1000 亿元，较年初增长 150%。

表 6 境内非货币 ETF 年度净流入额情况

产品类型	2023 年净流入额 (亿元)	2024 年净流入额 (亿元)	增长
股票	4485	10057	124%
跨境	926	742	-20%
黄金	51	359	604%
债券	238	821	245%
总计	5701	11979	110%

数据来源：Wind

（四）场外投资者对 ETF 的参与度持续提升

随着境内 ETF 市场的蓬勃发展，银行、互联网等渠道投资者对 ETF 接受度不断提升，其主要通过 ETF 联接基金参与。目前，境内 ETF 联接基金规模超 5000 亿元，较 2023 年末增长 36%，较 2024 年二季度末增长 23%。从联接基金产品发行来看，2024 年新发产品数量增长八成、规模增长四倍，均创历史新高。截至 12 月底，2024 年有 216 只 ETF 联接基金成立，较 2023 年增长 93%；2024 年内新成立 ETF 联接基金发行规模合计 893 亿，较 2023 年合计发行规模增长 451%。

表 7 境内规模前二十的 ETF 联接基金情况

ETF 名称	联接基金规模 (亿元)	ETF 规模 (亿元)	联接基金 规模占比 (%)
易方达沪深 300ETF	133	2462	5
华夏沪深 300ETF	109	1639	7
博时黄金 ETF	102	150	68
易方达中证海外互联 ETF	99	366	27
易方达上证科创板 50ETF	89	589	15
南方中证 500ETF	87	1016	9
嘉实沪深 300ETF	85	1565	5
华安黄金 ETF	82	287	29
天弘创业板 ETF	82	107	76
广发纳斯达克 100ETF	77	256	30
易方达创业板 ETF	73	916	8
华夏国证半导体芯片 ETF	70	261	27
易方达上证科创板 50ETF	64	589	11
易方达沪深 300ETF	63	2462	3
天弘沪深 300ETF	63	122	51
博时标普 500ETF	61	171	36
华夏恒生 ETF	60	192	31
华夏上证科创板 50ETF	59	931	6
易方达黄金 ETF	58	133	43
南方中证全指证券公司 ETF	56	73	78

数据来源：Wind

四、上交所 ETF 发展情况

2024 年是上交所 ETF 市场成立二十周年，上交所积极丰富基金产品布局，持续优化市场配套机制，推动 ETF 市场高质量发展，多措并举助力投资端改革，更好服务金融强国建设。截至 2024 年底，沪市 ETF 共 607 只，规模 2.7 万亿元，较 2023 年底增长 73%；其中，股票 ETF 规模 2.1 万亿元，较 2023 年底增长 96%。近年来沪市 ETF 持续获资金净

流入，且净流入金额逐年增长，2024 年沪市 ETF 净流入近 8400 亿元，其中宽基 ETF 净流入近 7000 亿元。

（一）市场活跃度再上台阶，指数化投资深入人心

1.投资者数量持续增长

近年来，指数化投资理念愈发受到投资者认可，ETF 产品凭借透明、低费率、交易便捷等优势，成为居民资产配置的重要工具，普惠金融属性进一步发挥。2024 年以来，投资者对 ETF 的参与热情显著提升。截至 12 月底，沪市 ETF 参与账户数近 1000 万户。从持有人结构来看，沪市 ETF 市场机构投资者持仓近 2 万亿元、占比超 70%，持仓比例较 2023 年末增长 10 个百分点、持仓规模增长超 100%。

2.市场整体成交活跃度创新高

2024 年，境内 ETF 市场持续向好发展，交投活跃度再上台阶，沪市 ETF 整体成交金额近 30 万亿元，日均成交额 1356.92 亿元，较 2023 年增长 51.61%。股票 ETF 成交额达 11.09 万亿元，其中宽基 ETF 成交 7.13 万亿元；其次为债券 ETF、货币 ETF，成交额分别达 6.52 万亿元、6.11 万亿元。

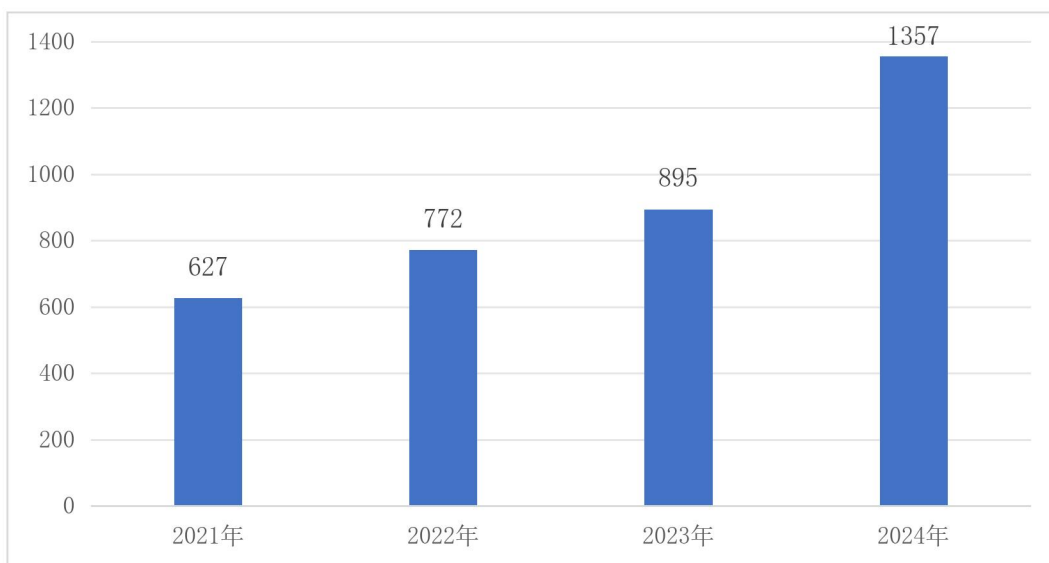


图9 2021年以来沪市ETF逐年日均成交额（亿元）
数据来源：Wind

3.产品流动性持续提升

从成交额分布来看，全市场日均成交额超10亿元的产品共计43只，其中沪市34只，占比近八成。流动性居前产品中，宽基ETF数量居各类型之首，上证50ETF、科创50ETF、沪深300ETF等头部产品的成交额进一步提高。沪市日均成交额超50亿元的产品共计5只，除两只货币ETF外，短融ETF、政金债ETF的成交额均创新高。

表 8 2024 年沪市日均成交额超 10 亿元 ETF

证券代码	证券简称	上市日期	日均成交额（亿元）
511990.SH	华宝现金添益 A	2013/1/28	122.54
511880.SH	银华日利 A	2013/4/18	115.12
511360.SH	海富通中证短融 ETF	2020/9/25	109.18
511520.SH	富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF	2022/10/25	67.52
510300.SH	华泰柏瑞沪深 300ETF	2012/5/28	53.53
588000.SH	华夏上证科创板 50ETF	2020/11/16	35.98
512050.SH	华夏中证 A500ETF	2024/11/15	33.67
513180.SH	华夏恒生科技 ETF	2021/5/25	31.75
513330.SH	华夏恒生互联网科技业 ETF	2021/2/8	29.12
510050.SH	华夏上证 50ETF	2005/2/23	28.56
513090.SH	易方达中证香港证券投资主题 ETF	2020/3/26	27.86
513130.SH	华泰柏瑞南方东英恒生科技 ETF	2021/6/1	26.92
563800.SH	广发中证 A500ETF	2024/11/18	23.58
510500.SH	南方中证 500ETF	2013/3/15	22.81
511380.SH	博时中证可转债及可交换债券 ETF	2020/4/7	18.52
510310.SH	易方达沪深 300ETF	2013/3/25	18.23
563360.SH	华泰柏瑞中证 A500ETF	2024/10/15	17.63
512100.SH	南方中证 1000ETF	2016/11/4	17.60
513050.SH	易方达中证海外互联 ETF	2017/1/18	16.24
511100.SH	华夏上证基准做市国债 ETF	2023/12/25	16.20
511090.SH	鹏扬中债-30 年期国债 ETF	2023/6/13	16.04
588200.SH	嘉实上证科创板芯片 ETF	2022/10/26	15.36
511130.SH	博时上证 30 年期国债 ETF	2024/3/28	15.14
560610.SH	招商中证 A500ETF	2024/10/15	13.92
512880.SH	国泰中证全指证券公司 ETF	2016/8/8	13.37
512480.SH	国联安中证全指半导体 ETF	2019/6/12	12.90
518880.SH	华安黄金 ETF	2013/7/29	12.82
513120.SH	广发中证香港创新药 ETF	2022/7/12	12.06
563220.SH	富国中证 A500ETF	2024/10/15	11.82
563880.SH	汇添富中证 A500ETF	2024/11/25	11.04
510330.SH	华夏沪深 300ETF	2013/1/16	10.98
588080.SH	易方达上证科创板 50ETF	2020/11/16	10.82
513060.SH	博时恒生医疗保健 ETF	2021/3/29	10.19
511660.SH	建信现金添益 H	2016/9/21	10.15

数据来源：Wind

（二）做好金融“五篇大文章”，丰富产品布局

1. 做优做强宽基 ETF，旗舰龙头产品不断涌现

2024年，宽基ETF持续吸引资金流入，截至2024年底，沪市宽基ETF规模达1.6万亿元，较2023年底增长147%。宽基ETF作为表征范围最广、最具市场影响力的类型，吸引资金持续流入。截至12月底，华泰柏瑞沪深300ETF（3595亿）、易方达沪深300ETF（2462亿）、华夏沪深300ETF（1639亿）、华夏上证50ETF（1515亿）、南方中证500ETF（1016亿）等代表性宽基产品规模已超千亿元。以华泰柏瑞沪深300ETF为例，2024年全年净流入1743亿元，基金规模从1311亿元增长至3595亿元，同比增长74.29%，日均成交额则从30亿元增长至53亿元，同比增长77%。

2024年，上交所持续丰富宽基ETF布局，推动上证180ETF、中证A500ETF和中证A50ETF等重要宽基产品上市。上证180指数编制方案优化修订市场反响热烈，8只上证180ETF新发上市，为投资者一键布局沪市优质核心资产提供投资利器；5只中证A50ETF和10只中证A500ETF已上市，市值规模合计分别约140亿元和1220亿元。

表 9 沪市 200 亿元以上 ETF 产品概况

证券代码	证券简称	基金管理人	规模（亿元）
510300.SH	沪深 300ETF	华泰柏瑞基金	3595.13
510310.SH	沪深 300ETF 易方达	易方达基金	2462.05
510330.SH	沪深 300ETF 华夏	华夏基金	1638.92
510050.SH	上证 50ETF	华夏基金	1515.01
510500.SH	中证 500ETF	南方基金	1016.49
588000.SH	科创 50ETF	华夏基金	931.22
511990.SH	华宝添益 ETF	华宝基金	795.96
511880.SH	银华日利 ETF	银华基金	609.73
588080.SH	科创板 50ETF	易方达基金	589.50
512100.SH	中证 1000ETF	南方基金	538.53
511380.SH	可转债 ETF	博时基金	384.46
513050.SH	中概互联网 ETF	易方达基金	365.72
511360.SH	短融 ETF	海富通基金	293.46
518880.SH	黄金 ETF	华安基金	287.50
512880.SH	证券 ETF	国泰基金	283.81
513330.SH	恒生互联网 ETF	华夏基金	271.00
512170.SH	医疗 ETF	华宝基金	251.04
512480.SH	半导体 ETF	国联安基金	238.76
512000.SH	券商 ETF	华宝基金	237.25
510880.SH	红利 ETF	华泰柏瑞基金	234.41
512010.SH	医药 ETF	易方达基金	231.65
513180.SH	恒生科技指数 ETF	华夏基金	229.64
588200.SH	科创芯片 ETF	嘉实基金	227.91
560010.SH	中证 1000ETF 指数	广发基金	224.77
510180.SH	上证 180ETF	华安基金	214.28
563800.SH	中证 A500ETF 龙头	广发基金	208.37

数据来源：Wind，截至 2024 年底

2. 丰富科创 ETF 产品，服务新质生产力发展

上交所持续丰富科创 ETF 产品线，为科创板的增量资金注入开辟新渠道，有效引导资金支持硬科技发展，推动“科创板八条”落实落细。截至 2024 年底，共有 38 只科创板 ETF 在上交所挂牌上市，标的涵盖多条科创板宽基、行业主题和策略指数，总规模近 2500 亿元。

表 10 规模 5 亿元以上的科创板 ETF 产品概况

证券代码	证券简称	基金管理人	规模（亿元）
588000.SH	科创 50ETF	华夏基金	931.22
588080.SH	科创板 50ETF	易方达基金	589.50
588200.SH	科创芯片 ETF	嘉实基金	227.91
588050.SH	科创 ETF	工银瑞信基金	137.43
588030.SH	科创 100 指数 ETF	博时基金	75.21
588060.SH	科创 50ETF 龙头	广发基金	64.28
588220.SH	科创 100ETF 基金	鹏华基金	61.68
588090.SH	科创板 ETF	华泰柏瑞基金	48.68
588190.SH	科创 100ETF	银华基金	47.91
588800.SH	科创 100ETF 华夏	华夏基金	47.02
588180.SH	科创 50ETF 基金	国联安基金	34.96
588290.SH	科创芯片 ETF 基金	华安基金	24.58
588120.SH	科创板 100ETF	国泰基金	14.96
588750.SH	科创芯片 50ETF	汇添富基金	13.12
588460.SH	科创 50 增强 ETF	鹏华基金	6.28
588280.SH	科创 50ETF 指数基金	华安基金	5.75
588860.SH	科创医药 ETF	工银瑞信基金	5.24

数据来源：Wind，截至 2024 年底

目前，科创板已形成科创 50、科创 100、科创 200 和科创综指为代表的多层次宽基指数体系。其中，11 只科创 50ETF 规模合计近 1900 亿元。13 只科创细分行业主题 ETF 规模合计近 300 亿元。2024 年，科创 200ETF、科创 100 增强 ETF、科创芯片 ETF、科创新能源 ETF 等产品上市，为投资者分享新质生产力发展提供多元化投资工具。一方面，通过丰富科创板 ETF 产品有效引导资金支持新质生产力发展，增强资本市场对提高我国关键核心技术创新能力的服务水平；另一方面，持续深化指数编制合作，健全上海指数体系，服务上海“五个中心”建设，与建设银行合作编制上证智选科创板创新价值指数，并推动基金管理人开发产品。

3.完善央企ETF产品布局，服务国资国企改革战略

上交所ETF市场持续服务国资国企改革，引导市场参与者深入挖掘央企长期投资价值，服务央企深化改革重大战略。截至2024年底，上交所共有央国企ETF产品35只，规模合计481亿元，投资标的涵盖了上海国企、国企一带一路、央企科技引领、央企创新驱动、央企结构调整等指数。2024年新推出了3只中证国新港股通央企红利ETF，规模截至年底合计达72亿元，为广大投资者分享高股息央企龙头公司的发展红利提供了更多元选择。

表 11 规模 5 亿元以上的沪市央国企 ETF 产品概况

证券代码	证券简称	基金管理人	规模(亿元)
510810.SH	汇添富中证上海国企ETF	汇添富基金	76.29
512950.SH	华夏央企结构调整ETF	华夏基金	62.71
512960.SH	博时央企结构调整ETF	博时基金	54.10
515900.SH	博时央企创新驱动ETF	博时基金	37.51
520990.SH	景顺长城中证国新港股通央企红利ETF	景顺长城基金	35.70
520900.SH	广发中证国新港股通央企红利ETF	广发基金	23.60
515600.SH	广发中证央企创新驱动ETF	广发基金	20.82
515680.SH	嘉实中证央企创新驱动ETF	嘉实基金	20.08
513910.SH	华夏中证港股通央企红利ETF	华夏基金	17.85
513920.SH	华安恒生港股通中国央企红利ETF	华安基金	16.37
560170.SH	南方中证国新央企科技引领ETF	南方基金	14.75
517180.SH	南方富时中国国企开放共赢ETF	南方基金	13.61
520660.SH	南方中证国新港股通央企红利ETF	南方基金	12.43
560700.SH	广发中证国新央企股东回报ETF	广发基金	10.97
510720.SH	国泰上证国有企业红利ETF	国泰基金	7.65
515150.SH	富国中证国企一带一路ETF	富国基金	7.43
517090.SH	国泰富时中国国企开放共赢ETF	国泰基金	6.48
561580.SH	华泰柏瑞中证中央企业红利ETF	华泰柏瑞基金	6.41
560810.SH	融通中证诚通央企ESGETF	融通基金	5.52
513170.SH	鹏华恒生中国央企ETF	鹏华基金	5.19

数据来源：Wind，截至2024年底

4.丰富风险低、收益稳产品，深入践行资本市场人民性要求，服务居民财富管理

一是推动债券ETF再扩容。截至2024年底，沪市债券ETF规模合计1538亿元，较2023年底增长184%，增幅显著。百亿级产品数量从2023年末的1只增至5只，日均成交额从2023年的147.42亿元增至296.28亿元，其中短融ETF日均成交额109.18亿元。2024年推出30年国债ETF，截至年底规模达30亿元；推出首只1-3年国债ETF，发行规模60亿元；推动4只上证基准做市公司债ETF获批。沪市债券ETF产品体系不断丰富，进一步满足场内投资者的投资需求，有助于更有效地服务实体经济发展，保险、银行理财、企业年金等中长期资金配置力度不断加大。

表 12 沪市债券ETF产品概况

证券代码	证券简称	基金管理人	规模(亿元)
511380.SH	可转债ETF	博时基金	384.46
511520.SH	政金债券ETF	富国基金	372.29
511360.SH	短融ETF	海富通基金	293.46
511220.SH	城投债ETF	海富通基金	138.14
511030.SH	公司债ETF	平安基金	109.04
511090.SH	30年国债ETF	鹏扬基金	60.11
511180.SH	上证可转债ETF	海富通基金	53.36
511130.SH	30年国债指数ETF	博时基金	29.42
511260.SH	十年国债ETF	国泰基金	26.20
511010.SH	国债ETF	国泰基金	21.78
511020.SH	国债ETF5至10年	平安基金	17.22
511270.SH	10年地方债ETF	海富通基金	14.61
511060.SH	5年地方债ETF	海富通基金	8.48
511580.SH	国债政金债ETF	招商基金	6.09
511100.SH	基准国债ETF	华夏基金	3.70

数据来源：Wind，截至 2024 年底

二是推出更多红利、低波动类型 ETF。截至 2024 年底，上交所共有 28 只红利、低波策略 ETF，规模合计约 1000 亿元，较 2023 年底增长 150%，成交活跃度也显著提高，成交额增幅超 115%。

表 13 规模 5 亿元以上的沪市红利低波策略类 ETF 产品概况

证券代码	证券简称	基金	市值（亿元）
510880.SH	红利 ETF	华泰柏瑞基金	234.41
512890.SH	红利低波 ETF	华泰柏瑞基金	137.83
515180.SH	红利 ETF 易方达	易方达基金	90.33
515100.SH	红利低波 100ETF	景顺长城基金	67.88
515080.SH	中证红利 ETF	招商基金	66.07
513630.SH	港股红利指数 ETF	摩根基金	60.66
515450.SH	红利低波 50ETF	南方基金	52.18
515300.SH	红利低波 ETF 基金	嘉实基金	49.88
520990.SH	港股央企红利 50ETF	景顺长城基金	35.70
520900.SH	红利 ETF 港股	广发基金	23.60
562060.SH	标普红利 ETF	华宝基金	17.92
513910.SH	港股央企红利 ETF	华夏基金	17.85
513920.SH	港股通央企红利 ETF	华安基金	16.37
520660.SH	港股通央企红利 ETF 南方	南方基金	12.43
563020.SH	红利低波动 ETF	易方达基金	9.83
513950.SH	恒生红利 ETF	富国基金	7.85
510720.SH	红利国企 ETF	国泰基金	7.65
515890.SH	红利 ETF 博时	博时基金	7.20
561580.SH	央企红利 ETF	华泰柏瑞基金	6.41
560150.SH	红利低波 ETF 泰康	泰康基金	6.04

数据来源：Wind，截至 2024 年底

2024 年，沪市新挂牌上市 11 只红利、低波策略 ETF，标的指数包括上证国企红利、港股通央企红利、红利低波等。红利风格波动较小、防御性较强，能给投资者提供相对稳定的回报，低波因子能进一步控制风险，给投资者提供更好的

持有体验，以保险资金为代表的中长期资金持续增配红利类产品。

5.发展绿色主题 ETF 产品，服务绿色金融

上交所持续推出绿色主题ETF,助力推动绿色金融发展,助力投资者布局绿色低碳发展机遇。截至2024年底,上交所共有46只绿色主题ETF,规模合计341亿元,为投资者进行绿色投资提供多元投资标的,也进一步提升了资本市场服务经济绿色转型升级的能力。

表 14 规模 5 亿元以上的沪市绿色主题 ETF 产品概况

证券代码	证券简称	基金管理人	规模(亿元)
515790.SH	光伏 ETF	华泰柏瑞基金	90.22
515030.SH	新能源车 ETF	华夏基金	48.65
516160.SH	新能源 ETF	南方基金	46.91
515700.SH	新能车 ETF	平安基金	26.38
517330.SH	长江保护 ETF	易方达基金	13.39
517160.SH	长江保护主题 ETF	南方基金	13.37
512580.SH	环保 ETF	广发基金	12.82
562990.SH	碳中和 ETF 易方达	易方达基金	12.26
516880.SH	光伏 50ETF	银华基金	7.64
561190.SH	双碳 ETF	富国基金	7.38
516090.SH	新能源 ETF 易方达	易方达基金	6.86
560810.SH	央企 ESGETF	融通基金	5.52

数据来源：Wind，截至 2024 年底

（三）优化跨境互联互通机制，推动资本市场高水平制度型开放

一方面，ETF 纳入沪港通稳步扩容，沪市 ETF 标的范围已扩大至 143 只，进一步提升两地市场的活力和流动性，吸引更多境外投资者参与境内市场。另一方面，ETF 互通标的持续丰富，2024 年 3 月，辉立-汇添富 MSCI 中国 A50 互联

互通 ETF 在新加坡挂牌上市；推动招商利安新兴亚洲精选 ETF 报会获批。7 月，沪港互挂产品华泰柏瑞南方东英沙特阿拉伯 ETF 与南方东英华泰柏瑞沪深 300ETF 分别在上交所、港交所同步挂牌上市。目前，沪市跨境 ETF 跟踪标的基本实现了对全球主要市场宽基指数的全覆盖，为投资者进行全球资产配置提供了有力工具。

（四）完善市场配套机制，提升投资者参与体验

一是推动科创板 ETF 纳入基金通平台，便利银行、互联网等渠道投资者参与 ETF 市场。“科创板八条”提出将科创板 ETF 纳入基金通平台转让以来，上交所持续研究推动相关工作，为投资者配置 ETF 提供便捷方式，引导更多社会资金流向新质生产力等国家重点支持领域。

二是股票 ETF 集合申购试点平稳运行。集合申购业务允许投资者使用单只或多只成份券申购 ETF 份额，有助于优化投资者持仓。截至 2024 年底，上交所有序开展 ETF 集合申购业务试点，13 只宽基 ETF、6 只行业主题 ETF 试点均已成功落地，换购规模近 8 亿元。

（五）基金做市持续优化，提供高质量流动性

截至 2024 年底，上交所基金市场共 33 家做市商，其中主做市商 21 家，一般做市商 12 家。配备做市商的基金产品共 643 只，较 2023 年增加 87 只，其中 628 只基金获得主流流动性服务。配备做市商的 ETF 共 593 只，占沪市 ETF 产品数量的 98%，较 2023 年增加 69 只。沪市 ETF 平均配备的做

市商数量为 6 家，宽基 ETF 做市商平均数量为 7.7 家。有 11 家做市商覆盖的沪市 ETF 产品数量超 100 只。前五位做市商的产品覆盖度为 54.5%，前十位做市商的产品覆盖度为 82.8%。

2024 年沪市 ETF 做市商成交金额占全部做市产品总成交金额的 25.5%，做市商活跃程度逐年提升，从做市功能发挥来看：一是做市机制有效提升产品的交易活跃度。2024 全年沪市 ETF 的日均换手率均值为 9.56%，较 2023 年增幅为 12.6%，换手率的提升意味着 ETF 市场的交易活跃度及流动性提升。二是做市机制缩小了基金相对买卖价差，提升了定价效率。沪市 ETF 全年平均相对买卖价差为 0.102%，较 2023 年下降 43.33%，定价效率不断提升。相较于无做市商 ETF，有做市商的 ETF 平均相对买卖价差降低 2.06%。三是做市机制有助于维护基金价格平稳，减小价格冲击成本。沪市 ETF 买入冲击成本为 0.1%、卖出冲击成本为 0.1%，相较 2023 年分别减少 33.33%和 16.67%，全年 ETF 价格冲击成本显著降低。其中无做市商的买入冲击成本为 0.18%、卖出冲击成本为 0.27%，有做市商的买入冲击成本为 0.08%、卖出冲击成本为 0.07%。相较于无做市商 ETF，有做市商的 ETF 买入冲击成本减小 55.56%，卖出冲击成本减小 74.07%。做市商的参与减少了价格冲击成本，提升了市场定价效率，显著减小了 ETF 的盘口价差，降低了投资者的交易成本。

五、2025 年 ETF 市场发展趋势

指数及 ETF 产品连接资产端和投资者，一方面引导资金投向国家重大战略和重点领域，为服务实体经济、支持新质生产力发展发挥重要作用；另一方面通过组合投资的方式一键分享经济高质量发展成果，ETF 等指数产品已逐渐成为居民财富管理和中长期资产配置的重要工具。伴随 ETF 降费增强投资者获得感、“佣金新规”重塑行业生态，以及首批 85 只指数基金纳入个人养老金投资产品名录，指数化投资迎来新的发展机遇期。展望未来，上交所将继续深入学习贯彻二十届三中全会和中央金融工作会议精神，认真落实新“国九条”和“科创板八条”有关部署，坚守资本市场工作的政治性、人民性，胸怀“国之大者”，坚持守正创新，着力推动 ETF 市场生态建设，为健全投融资相协调的资本市场功能、推动资本市场高质量发展发挥积极作用。

一是持续丰富 ETF 产品高质量供给，服务实体经济与居民财富管理。做优做强宽基 ETF，更好发挥其标杆作用。进一步丰富宽基指数体系，推动中证、上证、A 系列指数协同发展，持续完善宽基 ETF 产品布局，以上证 180ETF 发行持营为契机，为中长期资金入市提供优质投资标的。**丰富策略指数产品**，包括指数增强型、高股息、低波动、价值、质量等策略 ETF，增加投资者选择。**拓展低风险、稳收益指数产品**，更好满足中小投资者财富管理需求。优化丰富红利指数体系和产品，增强投资者获得感。大力发展债券 ETF，发

挥普惠金融作用。研究推动多资产 ETF、REITs 指数基金、主动 ETF 等产品创新。

二是落实“科创板八条”相关举措，服务新质生产力发展。丰富科创板指数和 ETF 品类，引导资金持续投向“硬科技”产业和战略新兴产业。按照“科创板八条”相关工作部署，**推动将科创板 ETF 纳入基金通平台转让**，为银行、互联网等渠道投资者参与 ETF 市场提供便捷方式。**持续推进 ETF 纳入盘后固定价格交易机制**，提高投资者参与便利度，助力增强资本市场内在稳定性。

三是不断优化 ETF 场内配套机制，为中长期资金入市营造良好环境。主要包括优化 ETF 发行机制，便利市场参与主体。**完善 ETF 做市商机制**，持续提升市场流动性和定价效率，打造良好投资生态。**推动集合申购业务常态化**，吸引更多中长期资金通过 ETF 入市。

四是加强境内外市场宣传推广，提升 ETF 影响力竞争力。境内方面，持续加强 ETF 宣传推广和投资者服务，联合市场机构、主流媒体、高校单位等开展合作。境外方面，坚持“引进来”和“走出去”并重，拓展优化跨境互联互通机制，加强指数和产品“出海”，稳步推进资本市场高水平制度型开放。

五是丰富 ETF 应用场景，构建 ETF 市场良好生态。加大政策支持力度，推动 ETF 在养老和投顾领域的应用，构建“长钱长投”的市场体系。着力打通中长期资金入市的堵点、

痛点，服务中长期资金通过指数化投资方式进行资产配置，加快培育形成理性投资、价值投资和长期投资理念，持续壮大长期投资力量，建立培育良性有序、健康发展的行业文化和市场生态。

附件 专题研究报告

专题系列（一）上证 180ETF 研究报告

兴业基金管理有限公司

在市场有效性提升、指数生态圈逐步成熟等因素推动下，境内指数化投资迎来快速发展机遇，宽基 ETF 更是凭借市场表征性更强的工具属性、便捷高效的模式优势，成为各路资金入市的重要载体。作为发布已超 22 年的老牌宽基指数，上证 180 指数一直是境内资本市场和上证指数体系中的重要指数之一，反映了沪市核心上市公司的整体表现，也是投资者观察市场动态的重要参考。2024 年末，上证 180 指数编制方案完成优化，市场代表性和可投资性显著提升，迎来多家基金公司集体布局，沪市核心指数焕发新机。

一、 上证 180 指数修订的背景及意义

（一） 标杆指数全面升级，剑指沪市核心资产

上证 180 指数于 2002 年 7 月发布，是沪市“老牌”大盘指数，定位大盘蓝筹风格，具备较强的市场影响力，是上证 50 指数的母指数，并与上证综指、上证 50、上证 380 等核心指数共同构成上证宽基指数体系。上证 180 指数发布伊始，沪市上市公司仅 700 家左右，截至 2024 年末已达 2275 家，其中科创板公司 581 家，上市公司数量及行业分布已发生巨大变化。在此背景下，2024 年 11 月，上海证券交易所与中证指数公司宣布对上证 180 指数编制方案进行修订，新增流动性筛选、权重分布以及 ESG 等多项指标。本次优化后，上证 180 指数的行业分布和沪市整体基本一致，引领作用持续增强，是当之无愧的上海市场最具代表性的宽基指数。

（二） 指数编制方案与时俱进，经典指数焕发新活力

新版编制方案在选样方法、权重设置和投资理念等多方面进行了全面优化。具体来说：

一是纳入行业中性调整，即一级行业权重合计占比与样本空间相应一级行业自由流通市值合计占比保持一致，更为重视指数成份股的风险分散和市场代表性，避免落入“市值陷阱”，且超配经济转型升级可能利好的新质生产力行业，有望在不同经济发展周期都有较强的表现能力。

二是增加流动性门槛，指数采用流动性筛选与市值排序相结合的选择方法，一方面市值选样尊重市场定价结果，精准地刻画市值覆盖度和表征性，另一方面加入了流动性筛选，选取过去一年日均成交金额排名位于样本空间前 90% 的证券，确保入选样本具备高市场活跃度，有效提升指数的可投资性。

三是引入 ESG（环境、社会和治理）理念，通过 ESG 因子进行筛选，对样本空间质地和可持续发展提出明确要求，剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司证券，降低样本发生重大负面风险事件的概率。纳入 ESG 负面剔除机制，为指数长期健康发展提供重要保障，同时更加符合国际投资趋势。

四是加入权重因子约束。新增“单个样本权重不超过 10%，前五大样本权重不超过 40%”的权重上限，有效避免单个或少量股票对指数表现造成过大扰动，也可以更好向小行业龙头股倾斜。

表 上证 180 指数新旧编制方案核心差异

区别	新方案	原方案
筛选条件	<p>1.过去一年日均成交金额排名位于样本空间前 90%;</p> <p>2.对于样本空间内符合可投资性筛选条件的证券,剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司证券,将剩余证券作为待选样本;</p> <p>3.在待选样本中,按照过去一年日均总市值由高到低排名,选取排名前 180 的证券作为指数样本。</p>	<p>根据总市值和成交金额对证券进行综合排名</p>
权重因子调整	<p>权重因子介于 0 和 1 之间,以使单个样本权重不超过 10%,前五大样本权重合计不超过 40%,且一级行业权重合计占比与样本空间相应一级行业自由流通市值合计占比保持一致。</p>	<p>按照行业的自由流通调整市值比例分配样本只数,按照行业的样本分配。</p>

数据来源: 中证指数公司, 兴业基金整理

(三) 集结沪市龙头公司, 有望成为“上证指数增强”

上证综合指数是境内外主流媒体用于反映中国股票市场的主要指数，也是各类投资者最熟悉、最关心的核心指数，但由于其成份券数量过于庞大，对于普通投资者而言，该指数更多是用来观察中国资本市场的关键指标。焕新升级后，上证 180 指数的成份券对沪市的表征性变得更强，公告显示²，其在沪市的市值、营收、分红、净利润的覆盖度分别达到约 61%、63%、76%、82%，比修订前分别提升 2.4%、1.4%、4.1%、4.9%，标杆属性愈发清晰。

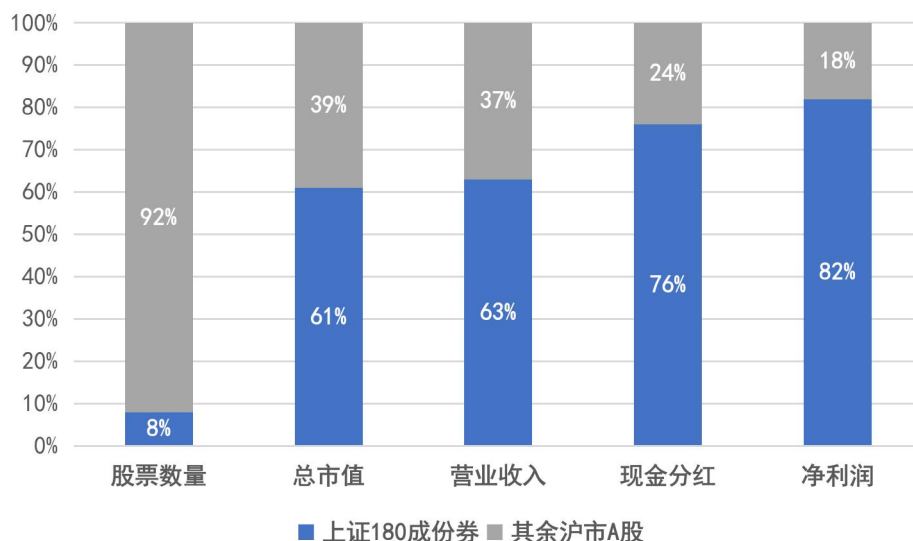


图 1 上证 180 指数成份券在沪市 A 股中各项指标占比

数据来源：中证指数公司官网，兴业基金整理

与上证 50 指数相比，上证 180 指数的行业覆盖度更广、大中小盘兼具；与上证综合指数相比，上证 180 指数的龙头

² 公告日：2024 年 11 月 14 日

属性更强。自 2005 年至 2024 年末，上证 180 指数累计涨幅 265.86%，区间年化涨幅 6.9%，大幅跑赢上证综合指数 164.65%、以及另一只沪市核心宽基指数上证 50 指数 218.58%。

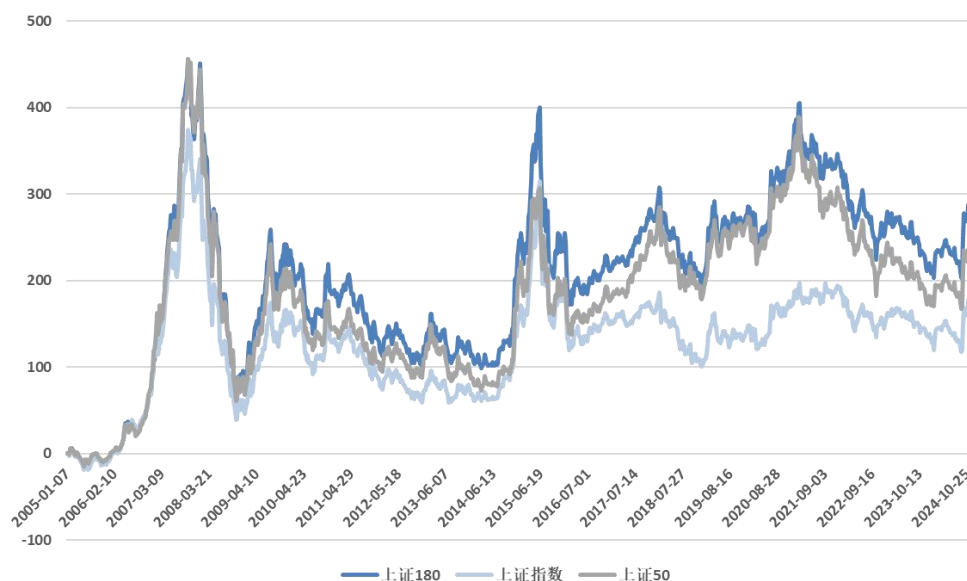


图 2 上证 180 指数与沪市核心指数走势对比
(2005 年初-2024 年末)

数据来源：Wind

综上，上证 180 指数在投资上能更好地表达上海市场优质资产的表现，且相比于其他上证宽基指数，有着更好的收益率、相近风险水平、更高的夏普比例，更能体现沪市的价值性和成长性，是沪市最具代表性和可投资性的指数，有望成为指数版的“上证指数增强”。

二、 上证 180ETF 的发展历程

（一）经典宽基指数

万家上证 180 指数基金是首只跟踪上证 180 指数的公募基金，于 2003 年成立，最新规模 7.31 亿元（截止 2024 年三季度末）。华安上证 180ETF 是首只跟踪上证 180 指数的 ETF，于 2006 年成立，最新规模 214.33 亿元（截止 2024 年末），是在境内第三只 ETF、上交所上市的第二只 ETF。2011 年，海外市场首只跟踪该指数的 ETF—富邦上证 180ETF 在台湾证券交易所挂牌上市，也是港台地区第一只取得 QFII 资格与额度以直接投资 A 股的 ETF，当前规模 11.13 亿元。2019 年，华安上证 180ETF（MAXIS HuaAn China Equity SSE 180 ETF）作为首批中日 ETF 互通基金登陆日本东京交易所。综上，在本次指数修订启动前，与沪深 300、上证 50 等宽基指数相比，上证 180 指数跟踪产品数量及规模发展较为有限，境内仅有 1 只 ETF、2 只场外指数基金（含 ETF 联接基金）。

（二）指数焕新升级后 ETF 大幅扩容

2024 年 11 月，上交所和中证指数公司发布上证 180 指数编制方案修订公告，市场热情被急速点燃，管理人纷纷踊跃申报，上证 180ETF 迎来大规模扩容。易方达、华泰柏瑞、南方、天弘、鹏华、银华、平安、兴业共 8 家公司集中申报，并于获批后迅速启动发行。截至 2024 年末，已有 5 只产品结束募集，年内募集规模合计 40.64 亿元，上证 180ETF 总规模由 2023 年末的 188.82 亿元迅速提升至 251.86 亿元。

三、 上证 180ETF 的投资价值

（一）一键配置沪市核心资产，与上海旗舰指数共成长

升级后的上证 180 指数进一步提升了对上海市场的代表性，覆盖了沪市上市公司的六成市值、七成分红和八成利润，充分发挥沪市核心指数的表征效应。同时，ETF 产品作为一种高效的投资工具，具有交易效率高、透明度高、操作便捷、成本相对低廉等多重优势，投资者持有体验更好。通过投资上证 180ETF，投资者还能一定程度上避免单独研究、挑选个股的繁琐过程，同时也减少了因个股选择不当而带来的投资风险，适合看好上证宽基指数中长期配置价值，在市场不确定性中希望保持资产价值并提升资金使用效率的各类机构及个人持有人。后续，随着上证 180ETF 快速扩容，增量资金积极入市，更多投资者开始熟悉并参与这只沪市标杆指数，与上海旗舰指数共成长。

（二）行业分布更为均衡，新质生产力比重提升

本次修订新增行业均衡规则，有效提升了市值规模指标选样下指数的行业分布均衡度。修订后，上证 180 指数的样本权重的行业分布基本与沪市行业特征保持一致，指数定位更加清晰，行业分布更为均衡，更好地反映了沪市优质上市公司的整体表现。

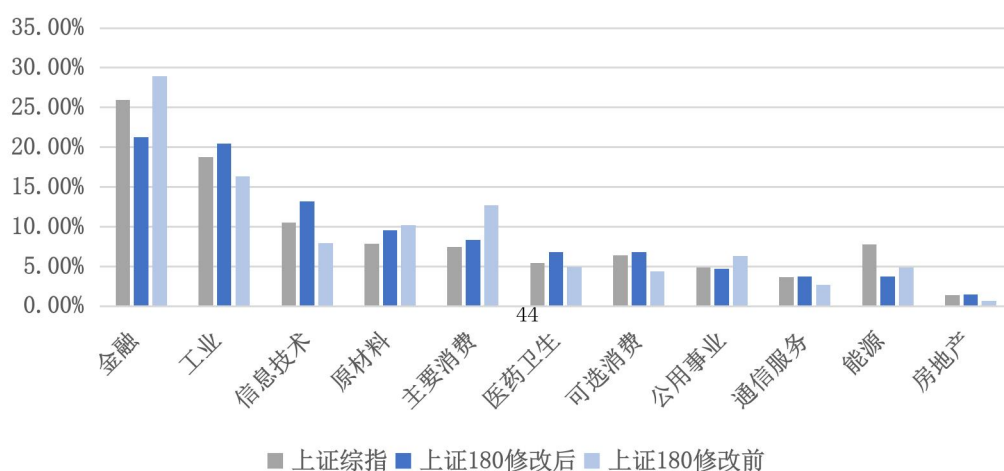


图 3 上证 180 指数行业分布变化

数据来源：中证指数公司，兴业基金整理，行业权重时间为 2024/12/31

上证 180 在传统行业和新兴产业之间实现了良好的平衡，既保留了传统行业的稳定性，又增强了新兴行业的收益弹性。在保持大蓝筹特点的同时，上证 180 指数提升了对沪市“新经济”的覆盖度。在工业、信息技术和医药卫生等“新经济”行业的权重提升至 40%，更好地体现新质生产力的发展，与时俱进地反映了沪市上市公司结构变化和产业转型升级。通过投资上证 180ETF，投资者在成功构建相对稳健的中长期资产配置组合的基础上，还将持续受益于沪市高新技术产业广阔的成长前景。

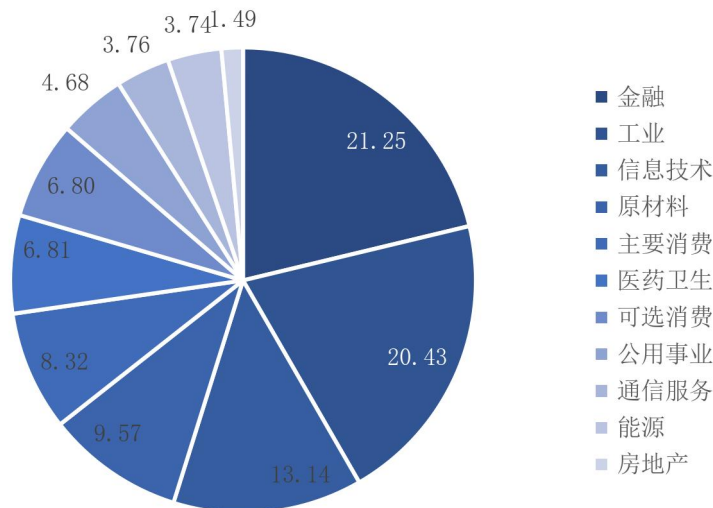


图 4 上证 180 指数行业权重分布

数据来源：中证指数公司，兴业基金整理，行业权重时间为 2024/12/31

（三）大盘蓝筹+科创成长，“哑铃策略”提升长期回报

新版上证 180 指数的科创属性也显著提升，在捕捉优秀科创板成长型上市公司等方面更具优势。大盘蓝筹为基石，科创成长为翼翅，新版上证 180 指数呈现“哑铃策略”特征，一端连接大蓝筹标的，覆盖股本和市值较大且在所属行业内占有重要支配性地位、业绩优良、成交活跃、红利优厚的传统行业蓝筹龙头股；一端连接科技成长类标的，新版指数科创板成份券占比大幅提升至 9.61%，科创板行业结构突出，信息技术、工业、医药卫生占比分别为 55%、22%、16%，合计超过 90%。其中，信息科技中的半导体占比总体超过 40%，特色明显。新编制方式下，上证 180 指数在细分行业的龙头配置上，可以承载全行业的权重，且对龙头较为倾斜，科创板中各科技行业的龙头企业有望在该指数上有更多的表现。

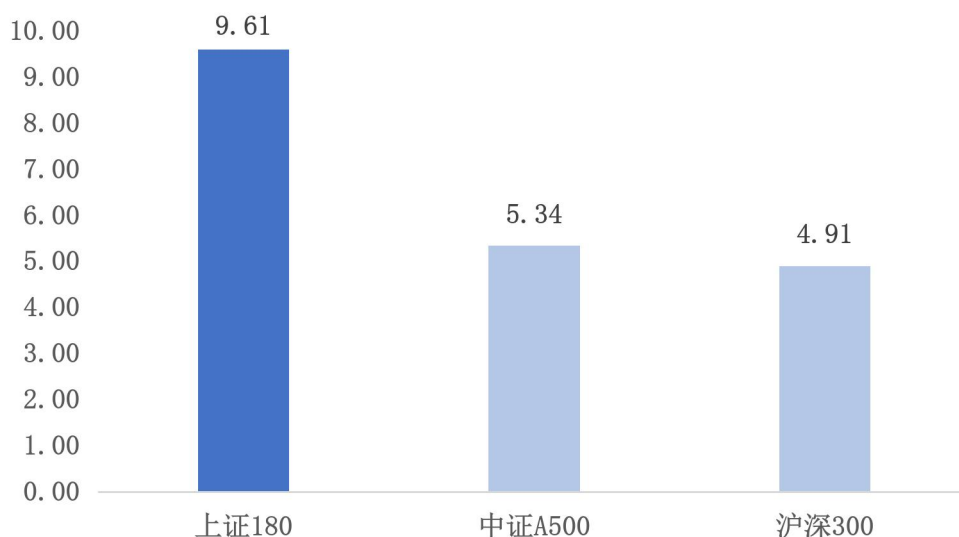


图 5 上证 180 与其他宽基指数的科创板权重对比

数据来源：Wind，截至 2024 年 12 月 31 日

（四）优质央国企集中，沪市市值管理排头兵

1. 引导持续稳定分红，彰显优质龙头“硬实力”

2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》（以下简称“意见”），要求央企控股上市公司应“牢固树立投资者回报意识，保证各类投资者共享公司发展成果”，根据自身企业特征和实际经营状况，增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例；同时，提升利润分配政策透明度，保障中小投资者、机构投资者的获得感。

央企具有典型的高股息特征，其分红能力及积极性均遥遥领先。分红的稳定性、持续性和可预期性不仅可提升央企上市公司自身价值，也为投资者带来良好的持有体验，有助于培育投资者长期投资信心。上证 180 指数揽括经营稳健、现金流充裕的央国企蓝筹股，成份股中有 123 家央国企，合计权重近七成，在同类型宽基中相对领先，作为各细分行业优质龙头，有望把握本轮政策红利，持续提升业绩表现及基本面情况。同时，上证 180 指数成份券具备较稳健的盈利能力和现金流优势，过去一年分红总额约 1.02 万亿元，在沪市分红总额占比约 76%，指数分红表现较为优秀，后续作为

市值管理排头兵，有望持续提升分红及利润水平，为指数投资带来更为稳定的收益增厚机会。指数基日以来至今，累计收益 167%，年化收益 4.6%；全收益指数累计收益 318%，年化收益 6.8%，分红带来的收益约占一半比例³。

2. 回购增持工具加持，多措并举提振价值

《意见》进一步明确，中央控股上市公司应“建立常态化股票回购增持机制”，提升对市场波动或连续下跌等特殊情况的应对能力，“稳定市场情绪，有效维护上市公司市值”；严格规范减持行为，将长期破净纳入年度重点工作，旨在提振投资者信心。

回购和增持是支撑投资者信心、稳定股价的快速反应工具，在境内外资本市场已得到充分运用。随着央行回购增持再贷款工具的推出，上市公司资金成本实质性降低，将更有动力参与回购增持。其中，央企整体回购增持意愿较强，且在相关政策的引领下，央企必将起到带头作用，成为运用股份回购、增强市值管理的重要主体，践行常态化回购增持、长期破净市值管理等措施，有效避免市场“炒小炒烂”，引导市场回归价值投资。上证 180 指数涵盖沪市优质央国企上市公司，在回购增持方面同样体现标杆作用，2023 年指数成份股的年度回购金额合计占沪市 A 股的比例达 40%，2024 年以来回购总金额 220 亿元，较 2023 年 178 亿元上涨 24%。

³ 统计区间：2002/6/28-2024/12/31

纳入具备积极回购意愿的上市公司，将助力上证 180 指数为投资者创造更好的股东回报，实现更为稳健的收益。

（五）ESG 筛选着眼长期价值，推动指数持续高质量发展

上证 180 指数编制方案升级后，对成分股制定了明确的 ESG 筛选要求，剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司证券，极具前瞻性。随着被动指数基金的规模化发展，其对个股的定价和约束作用会越来越强。上证 180 指数升级优化后，纳入了 ESG 负面剔除，长期来看，随着经济结构的变化、资本市场的发展、投资者认知的提升，该标准将为指数的长期健康发展提供重要保障。一方面，上市公司将加强对 ESG 的关注，完善环境、社会责任和公司治理（ESG）管理体系，高水平编制并披露 ESG 相关报告，在资本市场中发挥示范作用，让投资者和分析机构能够更好的评估企业的治理管理体系，让市值定价更充分的表达企业的治理；另一方面，主流指数纳入了 ESG 负面剔除，也是对企业更加关注 ESG 发展起到了很好的正面激励，为指数长期健康发展，提供重要保障。

（六）沪市配置最佳标的，吸引中长期资金入市

新“国九条”、市值管理指引、回购增持再贷款、互换便利，是当前 A 股的政策主线，未来各类配置型资金会进一步实践，这为 ETF 市场发展奠定优质基础：

一是供给层面，资本市场审美重塑，上市公司将持续加强分红比例、提高分红频次，争取进入核心指数成份券，从而推动核心宽基指数持续迭代优化；同时，政策鼓励指数化投资发展、明确建立 ETF 快速审批通道，持续加大 ETF 产品供给，管理人争相布局，指数化浪潮席卷而来。

二是需求层面，ETF “机构化” 趋势显著，保险、券商、私募、养老金、企业年金等各类机构资金对于 ETF 的认可度和接受度不断提升，意味着市场正朝着更为成熟和稳健的方向发展，对透明度和投资效率的需求不断上升。尤其在低利率环境下，以保险为代表的机构投资者未来将进一步提升权益资产在整体组合中的比例，上证 180ETF 具备防御特性的大盘蓝筹和红利属性在中长期战略资产配置方面具备独特的优势，必将激发中长期耐心资本配置动力，作为优质的压舱石类配置资产，共同分享沪市核心资产增长成果。对于个人投资者而言，上证 180ETF 策略透明、风格稳定、波动率相对较低，同时具备低费率优势，可一键布局沪市核心资产，捕捉相对均衡稳健的投资机会，是不可多得的攻守兼备的全能型投资工具。

四、 上证 180ETF 未来展望

当前，上证 180ETF 规模与其他宽基 ETF 相比有较大差距，沪深 300ETF 总规模突破万亿，中证 A500ETF 总规模已快速扩张至 2500 亿级别，上证 50、中证 500、科创 50 等 ETF 总规模均超千亿。作为新一代沪市标杆宽基，上证 180ETF

具备巨大发展潜力和广阔发展前景，在政策及需求催化下，未来必将进一步发展壮大：

（一）争取纳入个人养老金产品目录，迈入加速发展大时代

推动养老第二支柱和第三支柱发展是国之大计，中国养老金市场迎来战略发展机遇期，公募基金在养老领域大有可为。养老投资对投资稳健性、安全性和长期性有较高要求。从海外经验来看，美国养老资金持续配置助推了ETF产品长期趋势性增长，其中，缴费确定型计划(DC)及个人养老金(IRA)对ETF产品配置占比分别从2000年的4%、2%提升至2024年上半年的17%、7%，占全部指数型长期共同基金的比例高达45%，为美国指数基金的发展提供源源不断的资金。

2024年12月，境内个人养老金制度再优化，养老金产品也迅速扩容，85只权益指数基金纳入个人养老金产品名录，扩容产品中宽基指数基金入选数量最多，红利策略指数因其稳健低波特性成为纳入亮点。权益指数基金的纳入进一步拓宽了境内个人养老金的可投品种，形成了丰富且有差异化的产品货架，提升了个人养老金业务的吸引力。国际经验表明，被动指数基金最终凭借其费率低廉、公开透明、分散风险等特征，已经成为全球养老金投资的重要工具。在此背景下，180ETF作为沪市核心宽基指数，其联接基金将有望纳入个人养老金产品目录，进一步丰富投资者的选择，形成

长期稳定的增量资金，与我国第三支柱养老体系一起迎来加速发展的大时代。

（二）推出配套衍生品，进一步完善沪市宽基生态链

随着我国 ETF 数量和规模的壮大，ETF 生态链逐步形成，发展 ETF 期权等衍生品或将成为延伸生态链的重点创新方向。随着投资者的认知程度加深，衍生品已经开始成为各类资产管理人必备的工具箱。在不同的市场环境下，选择合适的衍生工具作为风险对冲和收益增厚，能为投资者创造更好的投资收益体验。有序推出以 ETF 作为挂钩标的的场外衍生品，一方面能够为中长期资金提供多样化的收益形式，以满足其资产配置需求，另一方面将进一步提升 A 股市场的参与度和流动性，也为 ETF 本身注入新的活力。目前，沪深交易所聚焦于宽基，已分别推出了上证 50ETF 期权、沪深 300ETF 期权、中证 500ETF 期权、深证 100ETF 期权、创业板 ETF 期权和科创 50ETF 期权。在对应期权上市后，目标 ETF 的交易活跃度提升显著，对于促进股票现货和股票期权市场长期持续健康发展意义重大。因此，适时推出以上证 180ETF 为标的的 ETF 期权，将为聚焦沪市资产的投资者提供更为有效的风险管理工具，有助于 ETF 市场长期稳定发展。

（三）丰富应用场景，成为投资者战略配置优选标的

加速上证 180ETF 与多元机制融合，将创造更为丰富的应用场景，实现更多突破性发展。

一是尽快推动更多上证 180ETF 纳入沪股通标的。自 2022 年 7 月 ETF 产品纳入互联互通以来，两地 ETF 市场规模有序良性扩张，沪股通和深股通下 ETF 产品逐渐成为境外投资者资产配置中不可或缺的重要组成部分。ETF 通的交易热度与成交额持续攀升，2024 年北向沪股通和深股通下 ETF 的买卖总额合计约 4639.76 亿元。将上证 180ETF 尽快纳入沪股通，将为境外投资者配置“上证综指增强”提供最适合的标的。此外，通过纳入沪股通，上证 180ETF 将吸引更多北上资金流入，增强其流动性和市场影响力，助推中国资本市场的国际化进程。

二是 ETF 互通大有可为。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。公募基金不断探索 ETF 互通赋能跨境投资的可能性。互通模式为 ETF 行业发展开拓了新战场，挖掘了增量资源，对于投资者而言，只需考虑一个标的，降低了跨市场交易的复杂性和成本，交易效率更高；对于基金管理人而言，这类模式可以更方便地使用 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。推动更多上证 180ETF 成为 ETF 互通标的，可有效打通境内外市场的资金流动渠道，提高上证 180ETF 的流动性和交易活跃度，同时助力沪市优质资产国际化，为境外投资者带来多元投资中国市场的渠道，让更多投资者熟悉、认可、投向上海指数。

专题系列（二）科创板 ETF 研究报告

鹏华基金管理有限公司

一、科创板六周年回顾

（一）发展历程

科创板于2018年11月5日宣布设立并试点注册制，并于2019年7月22日正式开市。科创板的主要定位是服务具有关键核心技术、卓越科技创新能力、稳定商业模式、较高市场认可度、良好社会形象以及较强成长性的“硬科技”企业，扶持并引导此类企业在前沿科技、新产品、新业务等方面进行创新，旨在推动中国企业在科技创新和经济主战场上取得国际竞争优势，促进经济结构的升级和转型，助力资本市场支持科技自立自强。

科创板设立六年多以来，坚守“硬科技”定位，构建起与科创企业成长特征相匹配的制度体系，充分发挥改革“试验田”的制度优势，科创板和注册制的效应不断放大，科创板公司投资价值不断提升，着力打造成为支持新质生产力发展全生命周期的战略性平台。截至2024年末，科创板共支持581家公司上市，总市值规模超过6.49万亿元。与此同时，科创板畅通“募投管退”各环节，推动形成“投早、投小、投长期、投硬科技”的市场生态，带动上市前创业投资近6000亿元。

2024年6月，中国证监会发布了《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（以下简称“科创板八条”），进一步强化了科创板的“硬科技”定位。这些政策不仅提升了科创板的市場吸引力，也为科技创新企业提供了更广阔的发展空间。

（二）发展亮点

1.定位清晰、目标明确，聚焦发展“硬科技”

科创板主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，强调“硬科技”属性，优先支持具有关键核心技术、科技创新能力突出、科技成果转化能力突出、行业地位突出或者市场认可度高的企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。截至 2024 年末，在已上市的 581 家科创板企业中，前三大产业分别是：新一代信息技术产业 240 家，总市值 37710 亿，占比 58%；生物产业 110 家，总市值 9679 亿，占比 15%；高端装备制造产业 95 家，总市值 7116 亿，占比 11%。

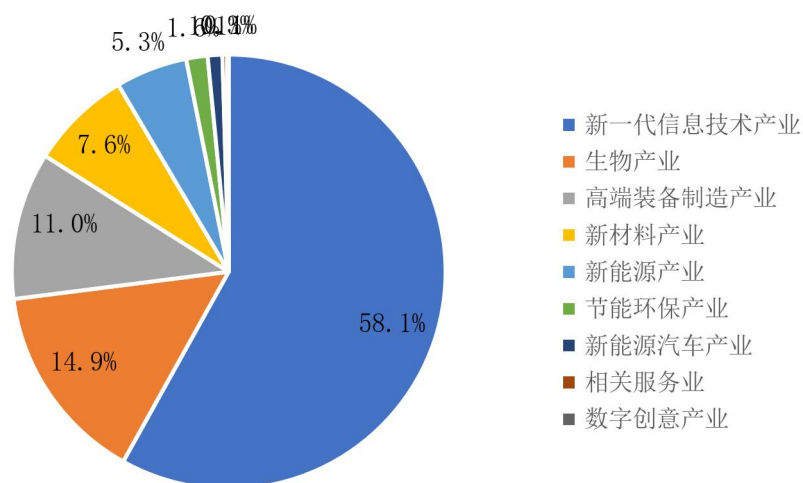


图 1 科创板上市公司的产业分布

数据来源：Wind，截至 2024/12/31

自开板以来，科创板上市公司平均研发投入占营收比例保持在 10%以上，充分体现了科创板的科技属性与金融支持实体经济发展转型的先进作用。2021 至 2023 年，科创板上市公司研发投入复合增长率中位数为 25.95%，高于同期营业收入复合增长率中位数 17.38%。研发投入总额达到 1040 亿，同比增长 7%，同期归母净利润为 429 亿，研发投入达到同期归母净利润的两倍以上。科创板上市公司前三季度研发投入占营收比例的中位数达 12.6%，有 225 家科创板上市公司研发投入过亿元，其中 13 家投入超过 10 亿元。

2.头部公司孵化加速，龙头企业不断涌现

科创板通过市场化机制，不断加速优质龙头科技企业孵化，截至 2024 年末，市值超千亿的企业已达 8 家，相较 2023 年末新增 2 家，年内科创板企业市值增长超 50%以上的企业高达 25 家。其中，寒武纪年内市值增长超 388%，达 2746 亿，并于 2024 年 11 月 29 日宣布被纳入上证 50 指数，成为科创板孵化成为主板的典型代表；中微公司 2024 年前三季度实现营业收入 55.07 亿元，同比增长约 36.27%，截至 2024 年末市值也达到 1177 亿，跻身“千亿俱乐部”，年内市值增长近 24%。

3.科创板指数家族持续扩容，增设更多便利投资工具

2024年，科创板指数不断丰富。宽基指数方面，继已有的科创50、科创100指数后，2024年科创板新发布科创200指数。科创200指数选取市值偏小且流动性较好的200只证券作为样本，与科创50、科创100指数共同构成上证科创板宽基指数系列。行业主题指数方面，上海证券交易所和中证指数有限公司研究发布了科创ESG、智选科创半导体、科创AI指数、科创医疗、科创半导体材料设备、科创芯片设计、科创新药指数等7条指数。策略指数方面，科创板新增智选科创成长动量、智选科创龙头策略、智选科创价值50、科创盈利质量、智选创新价值等5条策略指数。科创板指数家族的持续扩容，给市场各类投资者一键选择科创板，将科创板作为未来重要的配置资产提供了丰富、便利的投资工具。

4. 对外合作不断深化，高质量国际化进程稳步前行

科创板因其坚守的资本市场定位，从开市伊始，就受到了全球投资者的关注，高质量国际化进程稳步前行。在互联互通机制安排下，外资机构可通过沪股通股票、ETF等方式投资科创板，以及科创板上市公司加大研发力度和海外业务布局，均对国际投资者具有很强的吸引力。

2024年是沪港通开通的十周年，十年间互联互通机制持续深化、产品广度不断拓展。2021年2月，科创板股票纳入沪股通标的。截至2024年底，沪股通股票中的科创板股票从12只增至357只，科创板市值覆盖率由15%提升至99%。

2022年7月，两地交易所符合条件的ETF纳入互联互通投资标的并启动交易，2024年4月，中国证监会发布五项资本市场对港合作措施，进一步放宽沪深港通下股票ETF合资格产品范围。目前，已有科创50ETF、科创100ETF被纳入北向合资格ETF。

其次，近年来科创板公司多举措布局海外市场，推动产品、技术、品牌、标准出海，竞逐高端市场和价值链上游，出海已成为重要增长引擎。截至2024年末，超7成科创板公司实现境外销售，27家公司销售区域已覆盖超百个国家或地区，近2成科创板公司在海外建有或在建产能基地。在创新药、电力装备、轨道交通等领域，不少科创板公司从制造出海向技术出海跃迁。

5.多元化融资渠道，科创债、GDR、并购持续增长

科创债在产品设计和募集资金使用上均贴合科技创新领域投融资特征，对科创企业更加包容，募集资金投向科创领域的方式更加灵活，有助于增强企业自主创新内在动力，推动科技成果转化和产业化应用。自2022年5月正式推出以来，科创债在支持科技创新方面发挥了重要作用。据Wind数据统计，截至2024年末，共有318家公司发行899只科创债，合计募集资金达1.02万亿元；今年以来共有491只科创债发行上市，合计募集资金超5600亿元，发行数量及规模分别占科创债推出以来的54.62%和55.12%。2024年12

月，中国铁路通信信号股份有限公司科技创新永续期公司债券在上交所成功发行，成为首支科创板央企发行的科技创新公司债。

GDR（全球存托凭证）发行成为科创板公司实施国际化战略的重要手段之一，有助于企业在全球范围内进行资源配置和市场拓展，通过 GDR 发行，科创板公司能够引入国际投资者，优化自身的股权结构，提升公司治理水平。继此前杭可科技、中控技术、东威科技等成功发行 GDR 后，越来越多的科创板上市公司加入到申请发行 GDR 的行列中。2024 年 10 月 21 日，晶科能源宣布计划通过发行 GDR 的方式在德国法兰克福证券交易所挂牌上市。如获批，晶科能源将成为首家通过 GDR 登陆德国资本市场的科创板公司，有望推动中欧双边在可持续金融和碳中和领域的合作。

此外，并购重组对于促进资本与科技深度融合、培育发展新质生产力具有重要意义。从科创板公司看，并购交易或旨在横向拓宽产业维度、提高市场占有率，或意在纵向打通产业上下游、发挥产业协同效应。2024 年以来，科创板公司已公布 50 余单产业并购方案，金额同比翻倍。

（三）“科创板八条”制度改革

2024 年 6 月 19 日，证监会发布了“科创板八条”，从强化科创板“硬科技”定位、开展深化发行承销制度试点、优化科创板上市公司股债融资制度、更大力度支持并购重组、完善股权激励制度、完善交易机制、加强科创板上市公司全链

条监管、积极营造良好市场生态等八个方面深化科创板改革，更好服务科技创新和新质生产力发展。

“科创板八条”的出台有三大亮点：一是进一步提升了优质未盈利企业在科创板上市的制度包容性，将强化科创板“硬科技”定位列为首条，坚决执行科创属性评价标准，支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业科创板上市。二是深化发行承销制度试点，优化新股发行定价机制，在科创板试点调整适用新股定价高价剔除比例为3%。同时，上交所修订网下发行细则，增加网下投资者持有科创板股票市值要求。自10月1日起，网下投资者及其管理的配售对象参加科创板新股网下发行的，除需符合现行市值门槛要求外，主承销商还应要求其在基准日（初步询价开始日前两个交易日）前20个交易日（含基准日）所持有科创板非限售A股股票和非限售存托凭证总市值的日均市值为600万元（含）以上。调整后预计可进一步剔除部分策略性投资者，能够引入更多耐心资本。三是优化融资制度，更大力度支持并购重组，有利于优质企业做实做强。

“科创板八条”提出探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准，支持科创板公司再融资募集资金用于研发投入。2024年10月11日，上交所正式发布《上海证券交易所发行上市审核规则适用指引第6号——轻资产、高研发投入认定标准（试行）》，明确了科创板公司再融资适用“轻资产、高研发投入”的范围、具体认定标准、中介机构核查要求、信息披露

要求和募集资金监管要求等具体事项。具有轻资产特点的企业，要求公司最近一年末固定资产、在建工程、土地使用权、使用权资产、长期待摊费用以及其他通过资本性支出形成的实物资产，合计占总资产比重不高于 20%。具有高研发投入特点的企业，要求公司近三年平均研发投入占营业收入比重不低于 15%，或近三年累计研发投入不低于 3 亿元；且近一年研发人员占当年员工总数比例不低于 10%。同时符合上述要求的科创板公司即可认定具有“轻资产、高研发投入”特点，再融资时不再受 30% 的补流比例限制，但超过 30% 的部分只可用于主营业务相关的研发投入。

2025 年 1 月 3 日，“科创板八条”关于开展深化发行承销制度试点又一措施落地。为贯彻落实“科创板八条”要求，在证监会指导下，上交所修订《首发承销细则》，优化科创板未盈利企业新股发行配售机制：明确未盈利企业可以采用约定限售方式，对网下发行证券设定不同档位的限售比例或限售期，并按照不同发行规模分档明确网下整体限售的最低比例。在报价方面，允许公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险资金和合格境外投资者资金自主申购不同限售档位的证券，其他投资者按照最低限售档位自主申购。在信息披露方面，配套要求发行人和主承销商披露剔除最高报价部分后不同限售安排的网下投资者剩余报价的中位数和加权平均数。在配售方面，明确配售原则，限售比例更高、限售期更长的网下投资者配售比例应当不低于其他投资者。此外，

规则还根据新《公司法》进行适应性修改，明确发行人依法不设监事会的，不适用《首发承销细则》有关监事的规定。

二、科创板指数和 ETF 产品

（一）科创板指数体系

围绕落实高水平科技自立自强等战略部署，科创板已建立起层次丰富、定位清晰的指数体系，投资“工具箱”不断丰富。截至 2024 年底，科创板已发布 25 条指数，覆盖宽基、行业主题和策略三大类别，已形成“3+16+6”的多层次科创指数体系。

2020 年 7 月 23 日，科创 50 指数正式发布，标志着科创板指数体系建设起步。2021、2022 年受益于科技板块行情，科创板新发指数以信息技术相关行业主题为主。随着科创板上市公司数量的增多，科创板宽基指数稳步扩容，2023 年推出了科创 100 指数，2024 年推出了科创 200 指数。科创板行业主题指数则持续深耕细化公司主营业务，从半导体芯片板块细分至半导体材料、设备、芯片设计，从生物医药板块进一步细分至医疗、创新药等领域。策略指数体系亦呈现多元化趋势，如 2024 年下半年推出了智选科创价值 50、科创盈利质量等策略指数。科创板指数体系的扩充和完善为投资者提供了多样化的投资工具，帮助投资者更好地把握科创板市场的发展趋势和投资机会。

表 1 科创板指数体系

指数类别	指数简称	发布日期	指数总市值 (亿元)	科创板指数 定位
宽基	科创 50	2020-07-23	34,715	大盘
	科创 100	2023-08-07	18,044	中盘
	科创 200	2024-08-20	12,403	小盘
行业主题	科创信息	2021-08-16	31,337	新一代信息 技术产业
	科创生物	2022-05-09	9,788	生物医药产 业
	科创芯片	2022-06-13	27,206	芯片产业
	科创高装	2022-08-15	8,010	高端装备制 造产业
	科创材料	2022-08-15	4,872	新材料产业
	科创新能	2023-04-03	5,410	新能源产业
	科创机械	2023-04-03	5,657	工业机械产 业
	科创 ESG	2024-03-21	19,986	ESG 主题
	智选科创半 导	2024-05-16	23,063	先进制程半 导体领域
	科创 AI	2024-07-25	9,045	人工智能产 业
科创医疗	2024-07-25	3,636	医疗领域	

	科创半导体材料设备	2024-07-26	13,131	半导体材料和设备领域
	科创芯片设计	2024-07-26	14,198	芯片设计领域
	科创新药	2024-08-23	5,960	创新药领域
	科长三角	2023-04-03	14,112	长三角地区
	科大湾区	2023-04-03	6,561	粤港澳大湾区
策略	科创成长	2022-11-04	10,672	高成长特征公司
	智选科创龙头策略	2024-03-04	28,676	各行业内代表性公司
	智选科创成长动量	2024-03-04	28,849	兼具成长特征与动量效应
	智选科创价值 50	2024-08-23	28,794	具备一定价值特征的公司
	科创盈利质量	2024-08-23	8,947	盈利质量较高的公司
	智选创新价值	2024-09-25	11,245	创新主题上市公司

数据来源：中证指数有限公司，Wind，截至 2024/12/31，按指数发布时间升序排列

（二）科创板 ETF 产品体系

科创板指数陆续发布，基金管理人积极布局科创板 ETF 产品。截至 2024 年 12 月 31 日，科创板 ETF 产品已上市 38 只，规模合计近 2500 亿元，占全部股票 ETF 规模的 8%，占科创板股票总市值的 3.69%。

从产品类别来看，跟踪科创宽基指数的 ETF 产品 22 只，规模合计 2087 亿元，规模占比 87%，是科创板 ETF 规模的主要贡献者。跟踪科创行业主题指数的 ETF 产品 13 只，规模合计 301 亿元，规模占比 13%，目前已覆盖科创信息、科创生物、科创芯片、科创材料、科创新能、科创 AI、科创芯片设计等七类行业。科创策略 ETF 产品数量 3 只，聚焦科创板高成长性板块，规模仍然较小，合计约 6 亿元。

从标的指数来看，已上市的 38 只科创板 ETF 分别跟踪 11 条科创板指数。具体来看，跟踪科创 50 指数的 ETF 产品数量 11 只，规模达到 1822 亿元，科创 50 指数已成为 A 股市场中仅次于沪深 300、中证 A500 的第三大指数；其次是跟踪科创芯片指数的 ETF 已上市 6 只，规模合计 275 亿元，科创芯片指数已跻身 A 股市场第四大行业主题指数；第三是科创 100 指数，科创 100ETF 产品数量 10 只，规模合计 260 亿元。

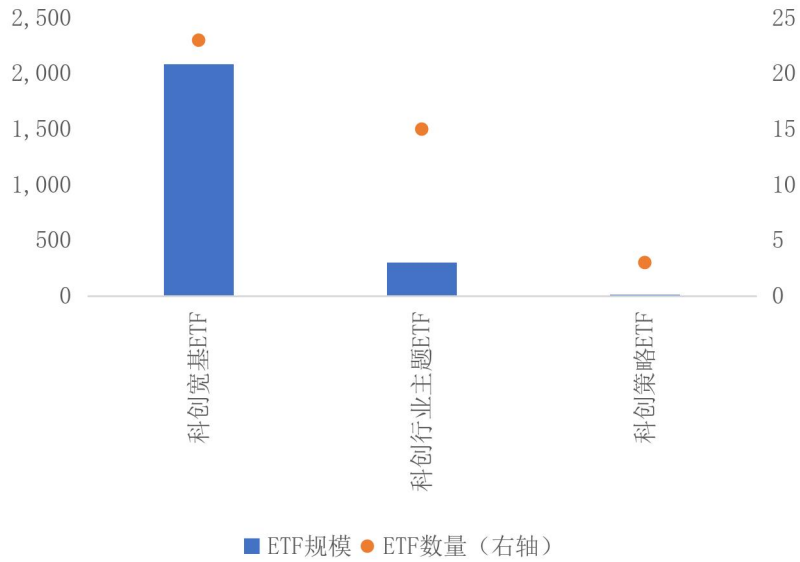
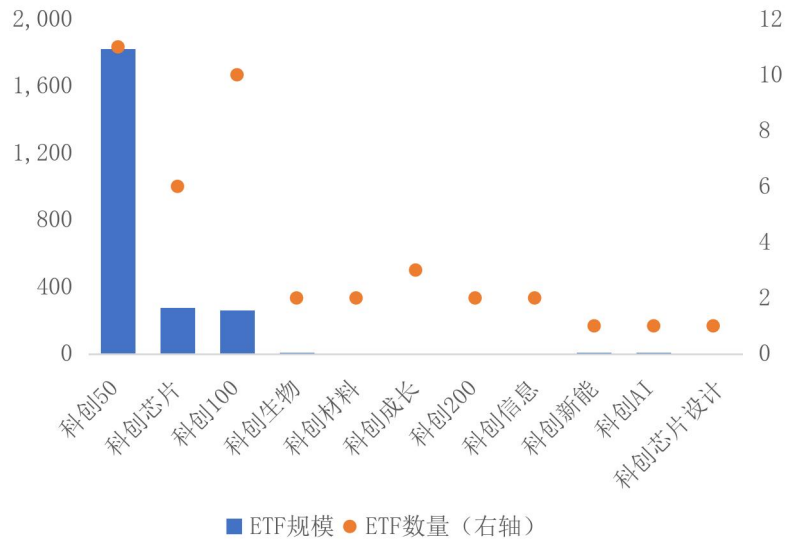


图 2 科创板 ETF 产品类别和跟踪指数规模

数据来源：Wind，截至 2024/12/31，规模单位亿元

（三）科创板 ETF 发展特点

1. 产品数量上升，规模加速增长

随着科创板市场不断扩容，科创板指数体系和 ETF 产品线持续丰富和完善，已覆盖宽基、行业主题、策略等主要类

别，为更多投资者提供分享科创板增长红利的良好工具和多元投资选项，引导资金向“硬科技”领域聚集，服务新质生产力发展。2020年7月，上交所发布了第一只基于科创板编制的指数——科创50指数；2020年9月，首批4只科创50ETF成立，募集规模合计210亿元。截至2024年12月31日，跟踪科创板指数的ETF产品已上市38只，规模合计近2500亿元，规模增长10.41倍，年化规模增长率高达77%。

其中，科创宽基ETF发展时间最早，2022年以来规模加速增长，累计规模增量达到1877亿元。科创行业主题ETF持续上新、蓬勃发展，产品数量从2只增至15只，规模增长率达到168%。科创策略ETF发展相对滞后，已上市产品数量较少，产品标的相对单一。

2.场内成交活跃，流动性较高

科创板ETF场内成交活跃，流动性充裕。近三年平均每只科创板ETF的日均成交额为1.89亿元，日均换手率超过11%，高于其他非科创板ETF近三年日均成交额均值0.92亿元、日均换手率均值7.70%。

3.科创指数产品化率较高

科创板系列指数备受市场关注，指数产品化率整体较高，有效促进投资者结构不断优化。科创指数体系目前包含26条指数，其中11条指数已成立跟踪该指数的ETF产品。截至2024年12月31日，科创50指数产品化率达到14%，为

A 股市场中产品化率最高的成熟指数，大幅领先于中证 A500、沪深 300、中证 500、创业板指等主要宽基指数 1%-6%的水平。科创板作为相对新兴的市场板块，随着指数化投资生态不断发展成熟，科创板或有望成为指数化程度最高的板块。

4.科创板 ETF 以中小投资者持有为主

本报告采用“ETF 机构持仓穿透法”计算科创板 ETF 的持有人结构占比，即计算科创板 ETF 的机构持有人占比时，计算剔除 ETF 联接基金的机构持有人占比和 ETF 联接基金的机构持有人占比之和。由于 2024 年年报尚未披露，根据 2024 年中报披露的数据统计，科创板 ETF 的持有人结构以个人投资者为主，个人、机构投资者持有比例分别为 71.79%、28.21%。其中，科创宽基 ETF、科创行业主题 ETF、科创策略 ETF 的个人投资者占比分别为 72.53%、65.89%、83.36%。

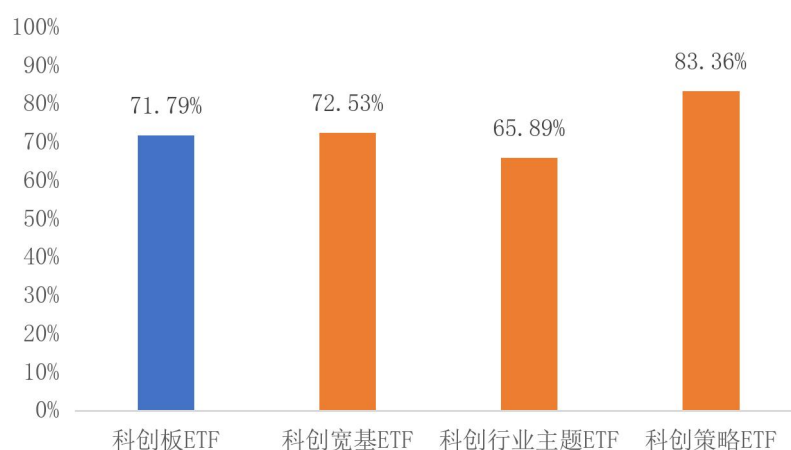


图 3 科创板 ETF 个人投资者持有比例

数据来源：Wind，持有人数据取自 2024 年基金中报

5.管理人积极布局科创板 ETF

科创板上市公司“硬科技”属性突出，集聚高成长性企业，科创板指数具备高弹性特征，基金管理人积极开发并抢先布局科创板 ETF。截至 2024 年底，17 家基金管理人参与布局科创板 ETF，ETF 管理规模前三为华夏基金、易方达基金、嘉实基金，ETF 数量前三则为南方基金、易方达基金、博时基金。其中，华夏基金和易方达基金早在 2020 年抢先布局科创 50ETF，规模市占率领先同业，最新规模合计分别为 978 亿元、597 亿元；嘉实基金侧重科创行业主题 ETF 布局，2022 年抢先布局科创芯片 ETF，并在 2024 年突破 200 亿规模；南方基金已布局 5 只科创板 ETF，产品数量暂列第一。

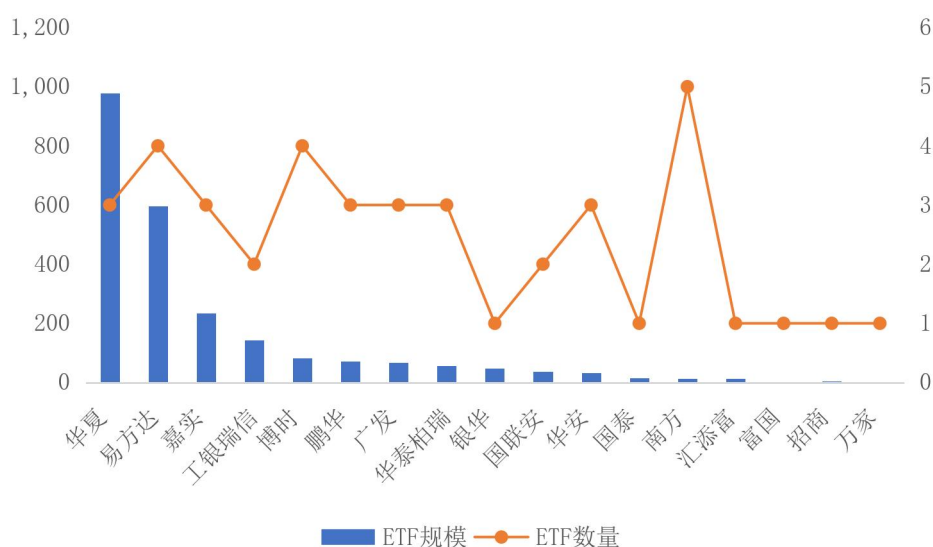


图 4 基金管理人在科创板的 ETF 产品布局

数据来源：Wind，截至 2024/12/31

三、未来展望

（一）科创板展望

1.坚持“硬科技”定位，制度持续创新优化

自设立以来，科创板始终坚持服务“硬科技”企业的职能定位，并不断出台相关政策以坚守这一高门槛原则，从而持续提升其在科技创新领域的服务能力。此外，科创板将进一步强化其“科创”属性，与创业板形成错位发展，促进我国多层次资本市场的健康发展。

未来，科创板或将在多个方面发挥更大作用。科创板正在不断开展制度创新，以提高市场吸引力。随着政策改革的深入，科创板逐步契合中概股和红筹股的上市需求，包容度显著提升。在国际政治形势趋紧的背景下，科创板有望承接更多中概股和港股的回流，进一步提升我国资本市场的国际竞争力。

科创板将受益于更加规范的市场秩序和更加透明的信息披露，为优质企业提供更加公平、公正的融资环境，从而吸引更多优质上市公司。目前，未盈利优质企业在科创板上市的通道得到进一步明确保障。然而，这些企业是否拥有关键核心技术，以及是否具有持续经营能力和成长性，对投行的专业水平和行业研究能力提出了更高要求，仍需进一步完善制度加以引导。

2.政策新规助力科创企业融资再升级

随着“科创板八条”的推出，科创板致力于为“硬科技”企业提供更加精准、高效的金融服务。通过建立健全“硬科技”企业股债融资和并购重组的“绿色通道”，以及探索建立“轻资产、高研发投入”企业的认定标准并支持再融资资金用于研发投入，科创板引导更多资金流向科技型企业，促进科技成果转化。此外，在并购重组方面，支持科创板上市公司收购优质未盈利的“硬科技”企业，并丰富支付工具，开展股份对价分期支付研究等，这将有助于科创板上市公司进行产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。

私募股权创投基金是支持科技创新的重要力量。当前，退出成为行业发展的堵点之一。新“国九条”提出，进一步畅通“募投管退”循环，发挥创业投资和私募股权投资在支持科技创新中的作用。在优化私募股权创投基金退出机制方面，“科创板八条”提出优化“反向挂钩”制度，支持合理减持诉求。下一步，监管部门将进一步优化该制度，畅通股权投资循环，引导私募股权创投基金投早、投小、投科技，促进科技、资本和产业的高水平循环，服务高水平科技自立自强。同时，加大政策宣导，通过信披评价等正向激励，引导科创板上市公司“关键少数”自愿承诺延长锁定期，传递长期投资价值，彰显未来发展信心，增强资本市场内在稳定性。

并购重组相关内容是“科创板八条”的一大亮点。支持科创板上市公司开展产业并购，有助于科技创新企业做大做强，提高质量。目前，科创板再融资与发行承销细则均已落地，

而并购重组细则有望加快出台。细则有望对并购重组股份对价分期支付、支持非同一控制下吸收合并、跨境并购政策、进一步提升审核效率等方面进行完善。

3.宏观复苏背景下，科创板投资机会突出

展望 2025 年，尽管宏观经济复苏是循序渐进的，但随着货币相对宽松周期的到来，科创板有望受益于整体资金面的宽松和市场情绪的改善。随着境内经济结构调整和转型升级的持续推进，科技创新将成为经济增长的重要驱动力。作为科技创新企业的集聚地，科创板将迎来更有利的市场环境，相关企业的营收和利润有望随着技术的不断突破和市场应用的拓展而实现快速增长。在推动硬科技企业发展和资本市场改革的过程中，科创板在中国资本市场舞台上必将发挥不可或缺的作用。

4.专业投资者比例提升，构建良性市场生态

随着科创板的不断发展，机构投资者的比例逐渐上升，市场的专业化程度不断提高。“科创板八条”的落地是中国资本市场的一次重要创新，它推动了高科技企业的快速发展，并将逐步构建起一个良性的市场生态。

（二）科创板指数和 ETF 展望

1.科创指数持续丰富供给

2024 年科创板加速构建起更完备的多层次指数体系，新发 13 条指数，科创板指数最新已达到 25 条。未来，科创板

将孵化更多优质上市公司，指数可选投资范围扩大，“科创板八条”提出“持续丰富科创板指数品种”等重要举措，为科创板指数化投资的发展明确目标。宽基指数方面，可增加科创综合指数，反映科创板上市公司的整体表现，成为衡量境内“硬科技”科创企业的发展状况和趋势指标，为投资者提供清晰、透明的科创投资方向。行业主题指数方面，有望进一步开发细分主题指数。策略指数方面，目前科创策略指数以成长、价值、质量、动量的单因子策略为主，未来可补充基本面、红利、低波等单因子策略，并推出科创板多因子策略指数，丰富策略指数的供给。

2.科创板 ETF 蓬勃发展，产品多元化程度持续加深

随着科创板指数持续丰富，科创产品数量、类型和规模不断增加。2024 年，新发科创板 ETF14 只，包括首只科创 200ETF、首只科创新能源 ETF、首只科创人工智能 ETF 和首只科创芯片设计 ETF，为投资者提供了更多分享科创领域成果的工具。自 2020 年来，科创板 ETF 规模快速增长，2024 年增长超 500 亿元，最新规模已达到 2,394 亿。其中，科创宽基 ETF 的规模占比为 87.20%，科创行业主题 ETF 和策略 ETF 仍拥有广阔的发展空间。

3.更多科创板衍生工具有望推出，ETF 生态圈进一步完善

2023年6月，科创50ETF期权的推出给投资者、科创板市场、科创板ETF均带来了积极的影响。继科创50ETF期权上市后，科创50股指期货/期权、科创100ETF期权/股指期货/期权等品种的推出将为投资者提供更多风险管理的工具，丰富交易策略，满足投资者多元化的交易和风险管理需求。多样化衍生工具的推出将进一步提升科创板的吸引力和影响力，促进科创板的发展，吸引更多中长期资金投向科技创新领域，有助于激发科创板的创新活力。同时，丰富科创板衍生品供给，将有助于提升ETF的产品规模和流动性，促进ETF生态圈的持续完善。

4.科创板ETF纳入基金通，有效畅通场内外资金

“科创板八条”中提到将“将科创板ETF纳入基金通平台转让”，未来科创板ETF纳入基金通产品范围，将为场外投资者提供投资科创板ETF的新渠道，激发更大的市场投资需求。待更多科创板ETF品种上线基金通平台后，将形成规模效应，场内外资金合力促成正循环。

5.科创板ETF的国际化影响力提升

(1) 更多科创板ETF有望被纳入互联互通

在中国证监会和香港证监会的指导下，近年来内地与香港金融市场联动按下“加速键”，互联互通改革持续深化并迎来“新篇章”。随着市场的不断发展与相关政策的不断完善，科创板个股被纳入沪股通的占比将在现有基础上进一步提

升，未来将有更多符合要求的科创板 ETF 被纳入到互联互通的标的证券范围中，推动科创板 ETF 快速发展。一方面，境外投资者对 ETF 的交易型需求巨大，这将有助于拓展科创板的资金来源，为其市场注入长期资金。另一方面，这将提升科创板在国际资本市场的影响力，并有效促进中国资本市场对外开放、推动人民币国际化进程。

(2) ETF 互通有望为科创板带来更多境外资金

科创板作为中国资本市场的重要创新板块，其设立旨在为科技创新企业提供更便利的融资渠道和更高效的资本运作平台。科创板集聚了一批具有高成长性和突出创新能力的科技企业，受到大量境内外投资者的关注。境外投资者对于便捷、高效地参与科创板投资的需求不断增长，这为互挂基金的发展提供了广阔的市场空间。

随着资本市场对外开放的不断推进和政策的持续优化，未来科创板有望在 ETF 互通方面获得更多支持，为境内外投资者提供更丰富的投资选择。现已推出的科创 50、科创 100、科创 200 等宽基指数为 ETF 互通的创新提供了基础，未来或有更多以科创板指数为跟踪标的的 ETF 互通产品出现。

专题系列（三）中证 A500ETF 研究报告

广发基金管理有限公司

一、中证 A500 指数编制特色

（一）中证 A500 指数推出背景

全球来看，宽基指数编制方案持续创新。比如指数加权方法经历了从价格加权（如：道琼斯工业平均、日经 225 等）到总市值加权（如：早期的上证指数）再到自由流通市值加权（如：现在的上证指数、沪深 300 等）的演变历程，指数选样方法经历了从按市值选样（如沪深 300、中证 500、中证 1000 等）到行业均衡选样（如中证 A500、中证 A100、中证 A50、标普 500 等）的演变。

行业均衡逐步成为宽基指数编制的主流方法。观察全球各主要市场的宽基指数，可以发现行业均衡贯穿于全球多条宽基指数的编制方法发展历程，比如标普 500 成分股的选择考虑各个 GICS 行业权重与 S&P 全市场指数中的权重之间的比较，以确保各行业在指数中的平衡；日经 225 指数先按照成交金额和成交冲击度等流动性指标筛选 450 个股票，将 450 个股票分成 6 大行业，分别是科技、金融、消费、原材料、资本品、交运及公用，考虑 6 个行业的均衡性，选择流动性好、市值大、行业代表性好的 225 只组成样本；恒生指数将股票分入 7 个行业组（金融、科技、消费、电讯及公用、地产、医疗、其他），考虑每个行业组股票的数量、市值、全市场占比等因素，确保每个行业组市值覆盖度不低于 50%，筛选各行业组内有代表性和股票。

表 1 全球主流宽基指数中的行业均衡设计

指数	行业均衡设计
标普 500	成分股的选择考虑各个 GICS 行业权重与 S&P 全市场指数中的权重之间的比较, 以确保各行业在指数中的平衡
STOXX 50	在 20 条 STOXX 二级行业指数样本中, 分别选取每条指数市值覆盖度前 60% 的股票作为待选样本, 再从待选样本中选取市值靠前的 50 只股票作为最终样本
日经 225	先按照成交金额和成交冲击度等流动性指标筛选 450 个股票, 将 450 个股票分成 6 大行业, 分别是科技、金融、消费、原材料、资本品、交运及公用, 考虑 6 个行业的均衡性, 选择流动性好、市值大、行业代表性好的 225 只组成样本
恒生指数	流动性等基础筛选后, 将股票分入 7 个行业组 (金融、科技、消费、电讯及公用、地产、医疗、其他), 考虑每个行业组股票的数量、市值、全市场占比等因素, 确保每个行业组市值覆盖度不低于 50%, 筛选各行业组内有代表性和股票
韩国 KOSPI 200	调样时根据行业内排名决定是否替换, 若某行业入选的样本数为 N, 当老样本行业内市值排名处于 $110\% * N$ 之前时继续保留, 当新样本行业内市值排名处于 $90\% * N$ 之前时入选指数

数据来源：公开资料

行业均衡能更好反应 A 股上市公司的整体情况。以沪深 300 为代表的传统跨市场宽基指数对我国宏观产业结构整体表征性持续提升，但由于不同行业发展阶段与竞争格局差异，总市值排名靠前的上市公司集中分布于金融、主要消费等成熟行业，总市值处于中下游的上市公司则更多分布于工业、信息技术、医药卫生等行业。上述现象导致直接按照市值排序选样的规模指数较难完全反映市场整体行业分布情况。

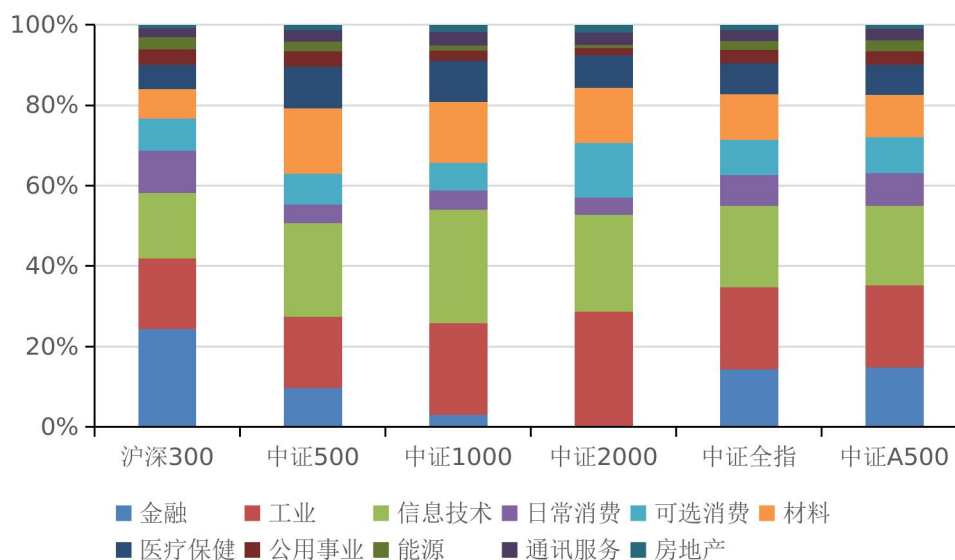


图 1 A 股不同规模宽基指数的行业分布

数据来源：wind，截至 2024.12.31

（二）中证 A500 指数编制方案

根据编制方案，中证 A500 指数从各行业选取市值较大、流动性较好的 500 只证券作为指数样本，以反映各行业最具代表性上市公司证券的整体表现。

表 2 中证 A500 指数编制方案

指数名称	中证 A500 指数
样本空间	中证全指样本空间
可投资筛选	过去一年日均成交金额排名样本空间前 90%
ESG 筛选	剔除中证 ESG 评级 C 及以下的证券
待选样本	选取同时满足以下条件的证券作为待选样本： <ul style="list-style-type: none"> ➤ 日均总市值排名样本空间前 1500 ➤ 属于沪股通或深股通证券范围 ➤ 对主板证券，在所属三级行业内市值占比大于 1%
优先入选	三级行业自由流通市值排名第一，或总市值排名样本空间前 1% 证券优先入选
最终入选	按照自由流通市值由高到低选取 500 只证券，使样本一级行业自由流通市值分布与样本空间尽可能一致
加权方式	自由流通市值加权，个股上限 10%，前五大上限 40%
定期调整	每半年一次（6 月、12 月）

数据来源：中证指数公司官网

（三）中证 A500 指数方案特色

一是采用行业均衡规则。指数编制方案中，要求指数中各行业自由流通市值分布与样本空间尽可能一致，最终实现的效果是中证 A500 指数中各一级行业权重与全市场的该行业权重接近。这种方法有效降低了规模因素对行业分布的影

响，提升了市值规模指标选样下样本行业分布均衡度，为投资者提供更多样化的市场基准，同时可较好反映资本市场结构变化和产业转型升级。指数行业分布与全市场较为接近，金融、主要消费行业权重相对较低，而工业、信息技术、医药卫生、通信服务等行业权重相对较高。

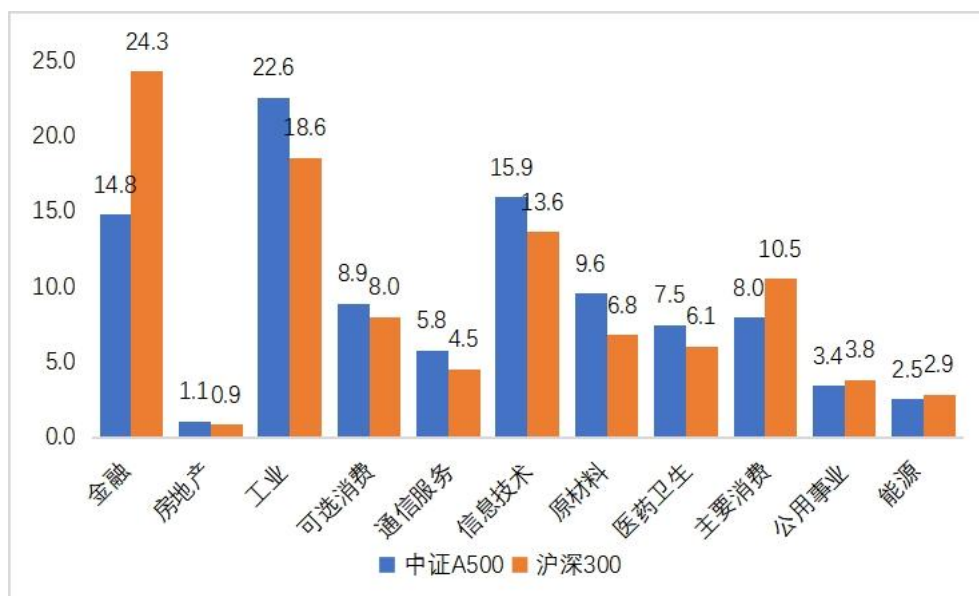


图 2 中证 A500 与沪深 300 行业分布对比

数据来源：Wind，截至 2024.12.31

在行业覆盖均衡性上，中证 A500 与标普 500 较接近。最新一期，中证 A500 对各行业的覆盖度在 40%-60%之间，标普 500 在 70%-90%之间，两者均衡性较接近，沪深 300 覆盖度则在 30%-90%，金融、主要消费、公用事业、能源等传统行业覆盖度较高。

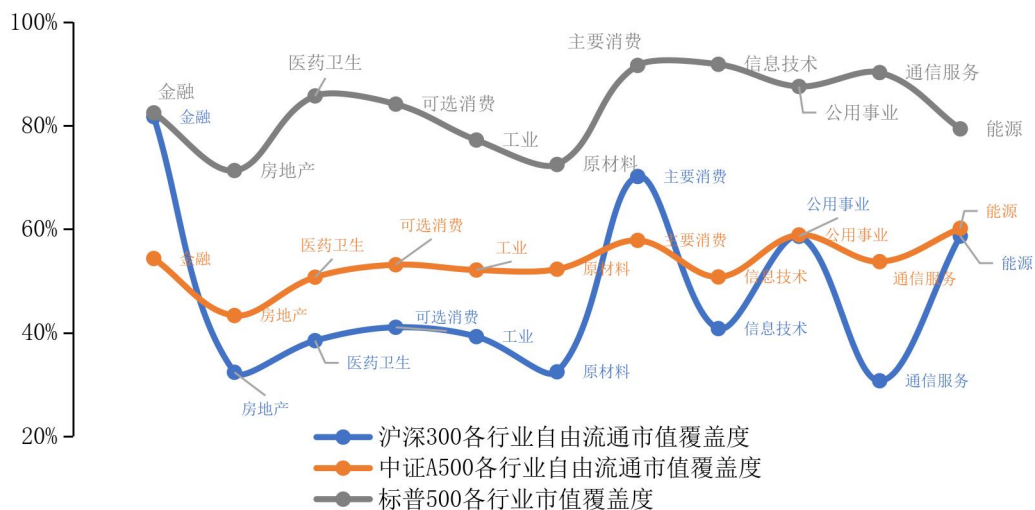


图 3 各宽基指数最新一期行业覆盖度对比

数据来源：Wind，截至 2024.12.31，标普 500 数据来自彭博

二是纳入更多行业龙头公司。中证 A500 指数中优先纳入三级行业自由流通市值排名第一的证券，该规则有助于更早纳入部分新兴领域企业，增强指数对新质生产力的代表性。最新一期，中证 A500 指数覆盖的中证二级、三级、四级行业分别为 11 个、35 个、90 个和 178 个，对各行业的覆盖度不仅高于沪深 300，也高于同等数量下的直接市值选样组合。据中证指数公司估算，指数中新兴行业权重占比分别为 39.5%、45.4%和 45.7%，同样高于可比市值选样组合。

表 3 各宽基指数覆盖的行业数量

	一级行业	二级行业	三级行业	四级行业
中证 A50	11	29	50	50
中证 A100	11	28	45	61

沪深 300	11	31	61	115
中证 A500	11	35	90	178

数据来源：Wind，截至 2024.12.31

三是指数更与国际接轨。指数编制方案编制融合 ESG 筛选、互联互通筛选等编制要素，为境内外中长期资产配置提供便利。指数引入 ESG 可持续投资理念，剔除 ESG 评级在 C 及以下证券，降低指数样本发生重大负面风险事件概率，更契合中长期资金偏好，中证 A50、中证 A100、中证 A500 指数中证 ESG 评价中位数分别为 0.96、0.95 和 0.86，均高于全市场 0.5 的中枢水平。同时，指数样本均符合互联互通资格，便利国际资金配置 A 股资产。

二、中证 A500ETF 发展现状

截至 2024 年末，全市场共成立 24 只中证 A500ETF，合计规模 2577 亿元。相比以往的宽基产品，中证 A500ETF 具有以下三点特征：

一是基金管理人高度重视、积极参与产品布局。自 2024 年 9 月 23 日中证 A500 指数发布以来，截至 2024 年底已有 24 家基金公司成立了中证 A500ETF，另有 3 家公司正在发行、4 家公司已获批。

二是上市反响良好，得到投资者高度认可。作为均衡配置各行业优质龙头的核心宽基，中证 A500ETF 一经问世便吸引了各类投资者的高度关注。从发行角度看，已成立的 24

只产品中，22只募满20亿限额；从持营角度看，截至2024年12月31日，共11只A500ETF规模突破100亿，其中国泰、南方、广发突破200亿。

三是投资者对中证A500ETF的交易热情高涨。全市场中证A500ETF的单日总成交额节节攀升，持续上升的成交量为中证A500ETF带来了高流动性和更低的隐性交易成本，进一步增强了投资者对产品的认同感和投资信心。

图4 中证A500ETF总规模

(亿元)

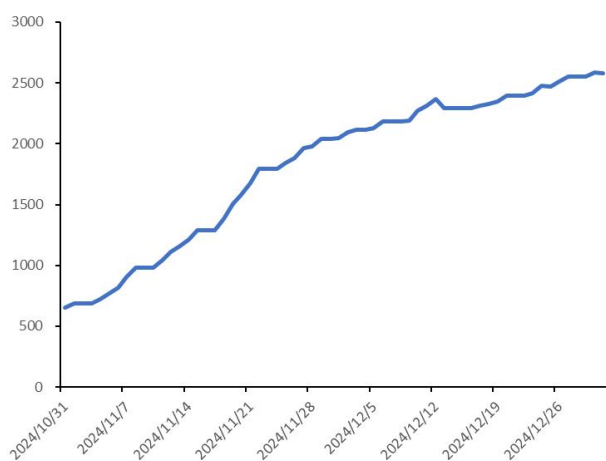
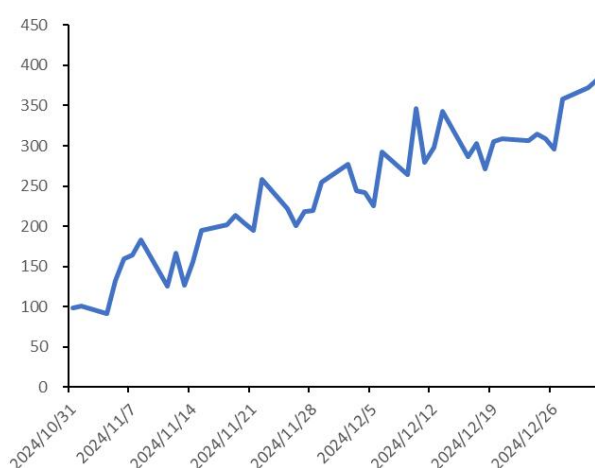


图5 中证A500ETF单日成交额

(亿元)



数据来源：Wind，截至2024.12.31

三、中证A500ETF在宽基体系中的作用和意义

从资本市场的人民性和功能性角度来看，A500ETF的推出和快速发展具有深远意义。这不仅体现在其低成本、高透明性等普惠金融属性上，也反映了其在优化市场结构、提升配置效率以及服务国家经济转型等方面的重要作用。

（一）承载普惠金融的理念

中证 A500ETF 在设计之初就承载了普惠金融的理念，力求让更多普通投资者能够便捷地参与资本市场，从而分享中国经济转型与增长的红利。按照市值排序选样的传统规模指数虽然市值覆盖面广，但未能完全反映中国经济转型升级的趋势。相比之下，A500 指数采用了行业均衡优化的设计理念，在细分行业龙头选股的基础上对成分股进行了科学配置，使其行业分布更均衡、覆盖面更广。例如，在 A500 指数中，科技、医药、高端制造等新兴产业的配置比例提升，而传统行业如银行、非银金融等的权重降低。这种创新设计使得普通投资者通过 A500ETF，能够以较低的成本投资到代表未来经济增长方向的产业中，从而更好地分享经济结构优化和产业升级的成果。

此外，A500ETF 在降低投资门槛方面也起到了重要作用。ETF 产品的交易门槛低、费率低、透明度高，这使得无论是普通散户还是机构投资者，都能够方便地参与其中。这种普惠性，不仅让 A500ETF 成为了普通投资者的理想选择，也增强了资本市场的整体吸引力。

（二）发挥优化资源配置功能

从功能性角度看，中证 A500ETF 在优化市场结构、提升资本配置效率方面发挥了重要作用。其推出填补了中国资本市场中缺乏代表性强且行业分布均衡的宽基 ETF 的空白，使得投资者在选择宽基指数时有了更多元化的选择。

首先，A500 指数通过引入行业均衡优化策略，在传统市值加权的基础上对行业权重进行了调整。具体而言，A500 的设计理念不仅体现在选股时按照市值优先，还在行业层面尽可能保证分散性，使得指数的成分股在一级行业和三级行业的分布上更加平衡。例如，A500 指数在化工、电子、有色、医药等新兴产业的权重相对较高，而在银行、非银金融等传统行业中的权重相对较低。这种行业均衡性，有效减少了单一行业波动对指数整体表现的影响，同时也提升了指数在经济结构变化中的适应性。

其次，A500ETF 在选股机制上更加注重细分行业的龙头企业，这一点区别于传统宽基指数。A500 指数以中证三级行业划分为基础，选取各细分行业的代表性企业作为成分股，从而使得指数不仅涵盖了大盘蓝筹股，还包括了具有成长潜力的中盘龙头股。这种设计，使得 A500ETF 在行业代表性和市值分布平衡性方面实现了双重优化，为投资者提供了更精准的配置工具。更重要的是，A500ETF 的推出进一步提升了资本市场的配置效率。通过将资金引导至科技、医药、高端制造等新兴产业，A500ETF 有效推动了资本流向实体经济中的创新领域。数据显示，A500ETF 上市以来吸引了大量增量资金流入，借由 A500ETF，这些资金更多投向了与国家战略紧密相关的产业，如新能源、先进制造、信息技术等。这种资金流向不仅支持了相关企业的创新发展，也通过资本市

场的价格发现机制优化了资源配置，提升了市场整体的定价效率。

（三）对资本市场与实体经济双向赋能

作为资本市场的重要创新工具，A500ETF 在连接资本市场与实体经济方面起到了桥梁作用。一方面，A500ETF 通过其行业分布均衡的特点，降低了投资组合的集中风险，同时也提升了投资者的风险收益比。对于普通投资者而言，投资 A500ETF 不仅能够分散投资风险，还能够通过 ETF 的高流动性特点，方便地进行交易和资产配置。这种优势使得 A500ETF 逐渐成为投资者的首选配置工具之一。另一方面，A500ETF 对实体经济的支持作用也非常显著。通过其对新兴产业的超配，A500ETF 将大量资金引导至具有高成长性的企业中，从而为这些企业的创新发展提供了重要的资金支持，也进一步推动了中国经济从传统模式向高质量发展的转型。

四、中证 A500ETF 未来展望

展望未来，A500ETF 的发展空间依然广阔。随着资本市场的不断成熟和投资者需求的日益多样化，A500ETF 在指数策略拓展、产品类型创新以及客户基础扩展方面都有着巨大的潜力。

一是围绕**中证 A500 指数**，有望持续开发出更多**主题化和策略化的 ETF 产品**。中证 A500 指数兼具投资广度（行业市值覆盖更加全面）与深度（成分股数量较多），适合开发各种类型的衍生指数产品，既可以通过细化行业分类开发各

种主题 ETF，也可以通过量化策略、多因子模型等多种方式开发风格、策略 ETF：

（1）成长、价值风格 ETF。中证 A500 较适合开发成长、价值等风格指数，成长指数选取指数中具有较高成长潜力的公司，价值指数选取指数中具有稳定盈利能力和较高股息率的公司，为投资者提供特定风格下的投资选择。

（2）红利、质量、低波、自由现金流、等权等更多元的因子策略 ETF。结合多种因子模型，中证 A500 指数有望衍生出多种因子指数，如中证 A500 质量指数、中证 A500 低波动指数、中证 A500 红利指数、中证 A500 红利低波指数等。

（3）行业主题 ETF。由于中证 A500 指数对各行业的覆盖较均衡，较适合开发各细分行业指数，这些行业指数将聚焦于中证 A500 指数中特定行业的上市公司，为投资者提供更加精准的行业投资工具，满足投资者对特定行业投资机会的把握需求。

（4）增强 ETF。增强型 ETF 通过结合量化模型和基本面分析，在跟踪指数的基础上实现超额收益，能够满足 alpha 偏好投资者的需求。

二是基于中证 A500 的衍生品有望推出。随着中证 A500 指数影响力的不断扩大和市场认可度的提高，基于该指数的期货、期权合约有望推出。期货合约将为投资者提供一种有效的风险管理工具，投资者可以通过期货合约进行套期保值、

套利交易等操作，对冲现货市场的风险。期权合约将为投资者提供更多的投资策略选择，投资者可以利用期权合约进行方向性投资、波动率交易等策略。期货、期权合约的推出将丰富中证 A500 指数的投资生态，吸引更多专业投资者参与市场交易。

三是在客户基础扩展方面，养老金客户、机构客户、个人客户、境外客户均有望增大对中证 A500ETF 的投资：

（1）养老金是 A500ETF 客户类型拓展中的重要目标群体。随着我国人口老龄化程度的加深，养老金体系的第三支柱——个人养老金的重要性日益凸显。A500ETF 以其行业均衡性和成长性特点，适合作为养老金账户的重要配置工具，同时其较低的费率也能最大限度地保留投资收益。特别是在个人养老金制度逐步完善的背景下，A500ETF 能够为个人养老账户提供优质的投资选择，帮助个人投资者实现长期的财富保值增值。

（2）保险资金和银行理财产品是 A500ETF 的重要配置客户。保险资金通常具有期限较长、风险偏好较低的特点，而 A500ETF 通过行业分散性和细分龙头选股，能够为保险资金提供符合其稳健投资需求的资产配置工具。此外，A500ETF 的高透明性和均衡配置策略，使得其适合作为保险资金和银行理财的基础资产，为这些机构客户在优化资产配置的同时提供较为稳定的收益来源。而对于银行理财产品，

A500ETF 还能够为其创新型净值型理财产品提供支持，帮助银行更好地满足零售客户的多样化需求。

(3) 个人投资者的广泛参与是 A500ETF 拓展客户基础的重要方向之一。近年来，随着境内投资者教育的不断深入以及 ETF 产品的普及，越来越多的个人投资者开始关注低成本的指数化投资方式。A500ETF 的透明性、流动性以及成本优势，使其成为普通个人投资者进行资产配置的理想选择。通过投资 A500ETF，个人投资者能够以较低的成本参与到科技、医药等新兴行业的成长中，从而分享中国经济转型升级的红利。

(4) 境外资金的流入是 A500ETF 客户类型拓展中的重要机遇。在中国资本市场对外开放程度不断提高的背景下，A500ETF 凭借其创新的指数设计和对新兴产业的倾斜配置，吸引了众多境外投资者的目光。特别是通过引入 ESG 评级、互联互通机制等国际化标准，A500ETF 进一步增强了其对全球责任投资者的吸引力。境外资金的持续流入不仅为 A500ETF 带来了稳定的增量资金支持，也进一步提升了 A500ETF 在国际市场中的影响力。

专题系列（四）中证 A50ETF 研究报告

易方达基金管理有限公司

一、境内宽基创新发展历程

境内宽基指数的创新发展经历了从单市场到跨市场、多层次板块演变，逐步形成覆盖不同板块和市值风格的指数体系，并在近年来逐步往编制方法优化的创新宽基发展。历程如下：

2002年以来，境内宽基指数多聚焦于A股单市场宽基，如上证50指数、上证180指数、深证100指数等；2005年以后，A股跨市场宽基系列持续开发，沪深300指数、中证500指数、中证1000指数陆续发布；从2010年开始，随着资本市场深化改革，多层次板块宽基层层出不穷，如创业板指、科创50指数、北证50指数等；2022年开始，随着中证100指数进行优化，境内宽基开始向编制方法优化的创新宽基方向发展，如2024年发布的中证A50指数、中证A500指数等。

早期境内宽基指数多聚焦于**A股单市场**宽基



2002年

上证50指数、
上证180指数、
深证100指数等；

沪深300指数、
中证500指数、
中证1000指数等；

2005年

随后**A股跨市场**宽基指数系列持续开发



随着资本市场深化改革，**多层次板块**宽基层出不穷



2010年

创业板指数、
科创50指数、
北证50指数、科创100等；

中证100（修订为A100）
中证A50指数、
中证A500指数等；

2022年

A股开始逐步往编制方法优化的**创新宽基**发展



图 1 境内宽基指数创新发展历程

数据来源：易方达基金

整体上，目前境内宽基可以分为传统的市值型宽基与创新的行业均衡型宽基两类。其中，行业均衡型宽基以中证 A50、中证 A100、中证 A500 等“A 系列”指数为代表，能够更好地反映我国经济转型变化趋势。



图 2 境内市值型宽基与行业均衡型宽基

数据来源：易方达基金

二、中证A50指数特征分析

(一) 指数编制规则

中证 A50 指数（指数代码：930050.CSI）编制规则：使用 ESG 评价结果进行负向剔除，再从各中证三级行业龙头上市公司证券中，选取市值最大的 50 只证券作为指数样本，以反映各行业最具代表性的龙头上市公司证券的整体表现。

表 1 中证 A50 指数编制规则

指数名称	中证 A50 指数	英文名称	CSI A50 Index
指数代码	930050.CSI	指数类型	股票类
基日	2014-12-31	基点	1000
发布日期	2024-01-02	发布机构	中证指数有限公司
成份股数量	50	收益处理方式	价格指数/全收益指数
指数简介	中证 A50 指数从各行业龙头上市公司证券中，选取市值最大的 50 只证券作为指数样本，以反映各行业最具代表性的龙头上市公司证券的整体表现。		
样本空间及选样方法	<p>中证 A50 指数的样本空间同中证全指指数的样本空间。具体选样方法如下：</p> <p>（1）可投资性筛选：过去一年日均成交金额排名位于样本空间前 90%。</p> <p>（2）对于样本空间内符合可投资性筛选条件的证券，剔除中证 ESG 评价结果在 C 及以下的上市公司证券；</p> <p>（3）选取同时满足以下条件的证券作为待选样本：</p>		

	<ul style="list-style-type: none"> • 在所属中证三级行业内过去一年日均自由流通市值排名第一； • 样本空间内过去一年日均总市值排名前 300； • 属于沪股通或深股通证券范围。 <p>(4) 在待选样本中，选取过去一年日均自由流通市值最大的 50 只证券为指数样本，同时满足各中证二级行业入选数量不少于 1 只。</p>
--	---

数据来源：中证指数，易方达基金

(二) 指数历史业绩

指数基日以来，中证 A50 全收益指数涨幅为 95.5%，高于同类宽基指数。其中沪深 300 全收益指数涨幅 38.7%，中证 A500 全收益指数涨幅 49.0%。2019 年以来，中证 A50 全收益指数年化收益约 9.1%，年化波动率约 20.5%，年化夏普比率约 0.48。

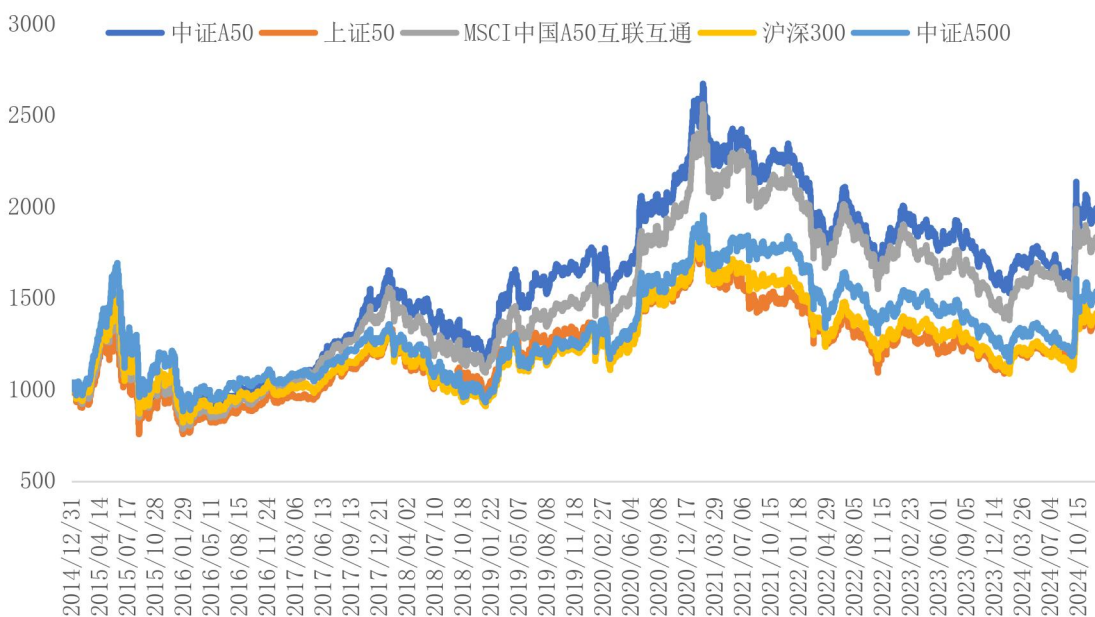


图 3 中证 A50 指数历史走势（全收益指数）

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

表 2 中证 A50 指数年度收益对比

	中证 A50 全收益	沪深 300 全收益	中证 A500 全收益
2024	19.18%	18.24%	16.06%
2023	-10.25%	-9.14%	-9.40%
2022	-19.47%	-19.84%	-20.95%
2021	-3.99%	-3.52%	2.15%
2020	36.24%	29.89%	33.60%
2019	47.14%	39.19%	38.82%
区间年化收益 率	9.07%	7.24%	8.11%
区间年化波动 率	20.50%	19.58%	20.02%
区间夏普比率	0.48	0.40	0.44

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

（三）指数行业分布

从申万一级行业分布看，中证 A50 指数覆盖的前三大行业分别为食品饮料、电力设备、非银金融；从 Wind 一级行业分布看，中证 A50 指数覆盖的前三大行业分别为工业、金融、日常消费。

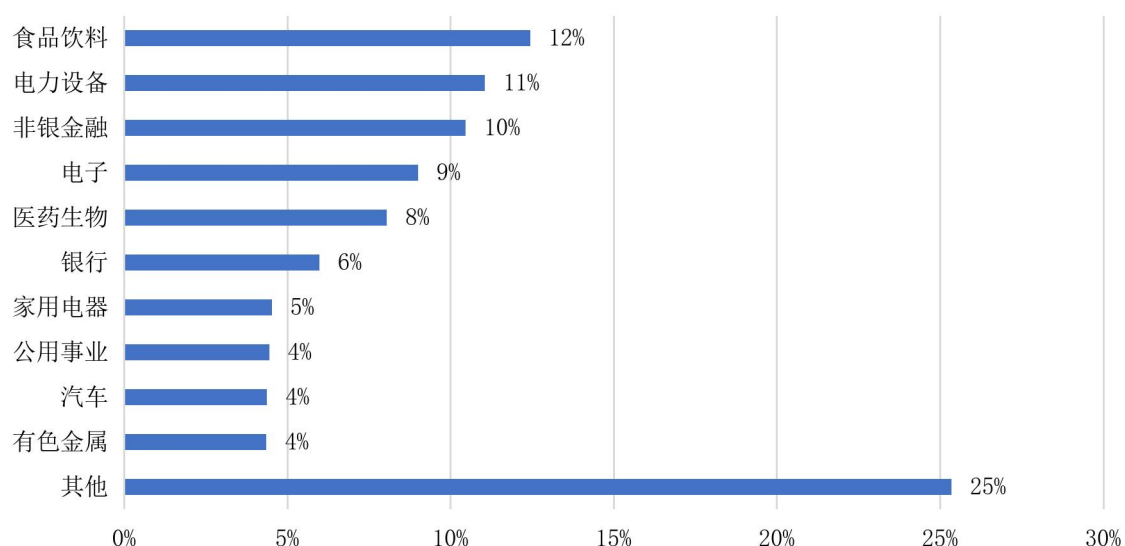


图 4 中证 A50 指数申万一级行业权重分布

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

自 2015 年至今，电力设备、医药生物等“新经济”产业的行业权重不断上升，而银行、非银金融等传统行业占比不断降低。行业变迁的过程既反映了指数与中国经济发展与时俱进，也是指数在各个时代下可投资性表现。

表 3 各时期中证 A50 指数前五大权重行业

	权重行业 1	权重行业 2	权重行业 3	权重行业 4	权重行业 5
2015 H1	非银金融	银行	食品饮料	传媒	建筑装饰
2015 H2	非银金融	银行	国防军工	食品饮料	传媒
2016 H1	非银金融	银行	食品饮料	机械设备	房地产
2016 H2	非银金融	银行	食品饮料	房地产	医药生物
2017 H1	非银金融	银行	食品饮料	医药生物	房地产
2017 H2	非银金融	食品饮料	医药生物	银行	电子
2018 H1	非银金融	食品饮料	银行	电子	医药生物
2018 H2	非银金融	食品饮料	医药生物	银行	电子
2019 H1	非银金融	食品饮料	银行	医药生物	电子
2019 H2	非银金融	食品饮料	银行	医药生物	家用电器
2020 H1	非银金融	食品饮料	医药生物	银行	家用电器
2020 H2	非银金融	食品饮料	医药生物	银行	电力设备
2021 H1	食品饮料	非银金融	医药生物	电力设备	银行
2021 H2	食品饮料	医药生物	电力设备	非银金融	银行
2022 H1	食品饮料	电力设备	医药生物	非银金融	银行
2022 H2	食品饮料	电力设备	医药生物	非银金融	银行
2023 H1	食品饮料	电力设备	医药生物	非银金融	银行
2023 H2	食品饮料	电力设备	非银金融	医药生物	银行
2024 H1	食品饮料	电力设备	医药生物	非银金融	银行
2024 H2	食品饮料	电力设备	非银金融	电子	医药生物

数据来源：中证指数，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

（四）指数成份股构成

中证 A50 指数成份股源于中证三级行业，通过自由流通市值筛选，有利于选出细分行业中投资性更高品种，降低选中“大而不强”概率。最新前十大成份股权重占比超 50%，前二十大成份股权重占比超 70%，体现出重仓优质龙头的理念。

表 4 中证 A50 成份股市值权重分布

	股票代码	股票名称	权重	总市值/亿元	申万一级行业
1	600519	贵州茅台	10.07%	19144	食品饮料
2	300750	宁德时代	8.63%	11713	电力设备
3	601318	中国平安	6.96%	9588	非银金融
4	600036	招商银行	5.98%	9911	银行
5	000333	美的集团	4.52%	5758	家用电器
6	600900	长江电力	4.44%	7230	公用事业
7	600030	中信证券	3.50%	4323	非银金融
8	002594	比亚迪	3.15%	8223	汽车
9	601899	紫金矿业	3.06%	4019	有色金属
10	002475	立讯精密	2.53%	2950	电子

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

（五）指数市值风格

中证 A50 指数成份股市值分布以大盘股为主。中证 A50 指数平均市值约 3738 亿元，市值中位数约 1787 亿元。指数总市值 1000 亿元以上的成份股有 41 只，累计权重达 95.1%。

表 5 中证 A50 成份股市值权重分布

市值区间	中证 A50	沪深 300	中证 500	中证 1000
2000 亿元以上	74.6%	49.7%	0.0%	0.3%
1000 - 2000 亿元	20.6%	25.5%	1.0%	0.0%
500 - 1000 亿元	4.2%	18.6%	2.6%	0.2%
100 - 500 亿元	0.7%	6.2%	96.3%	68.5%
100 亿元以下	0.0%	0.0%	0.1%	31.0%
市值平均数/亿元	3738	1928	261	120
市值中位数/亿元	1787	897	242	106

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31

日

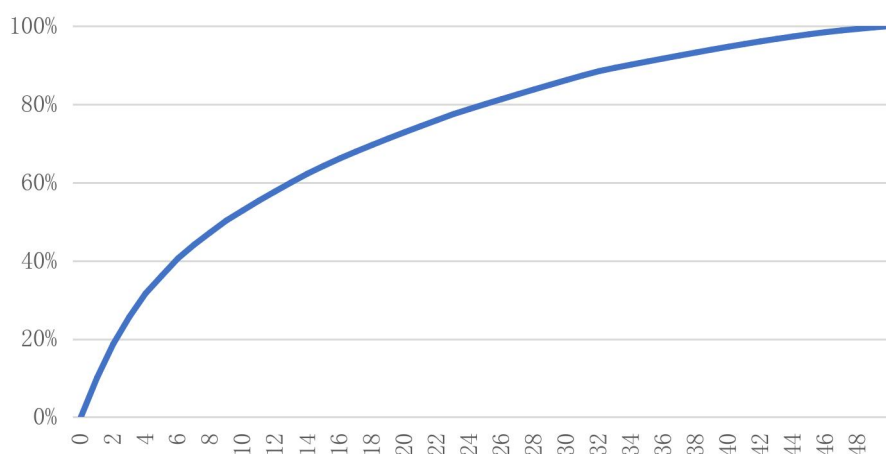


图 5 中证 A50 指数成份股合计权重占比 (%)

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

(六) 指数基本面特征

根据 2024 年三季报，中证 A50 指数 ROE(TTM)为 11.9%。根据 WIND 分析师一致预期，未来一年中证 A50 指数一致预期增速约 9.9%。截止 2024 年 12 月 31 日，中证 A50 指数最新估值 17.81 倍，处于近三年以来 81.6%的历史低分位。

图 6-1 中证 A50 指数 ROE(TTM)对比

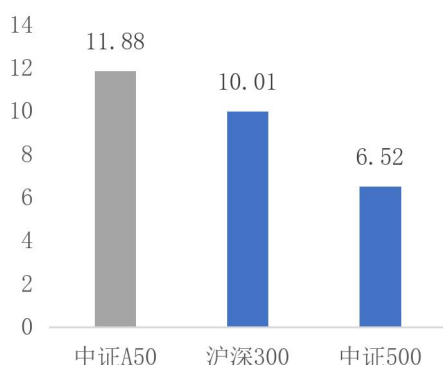
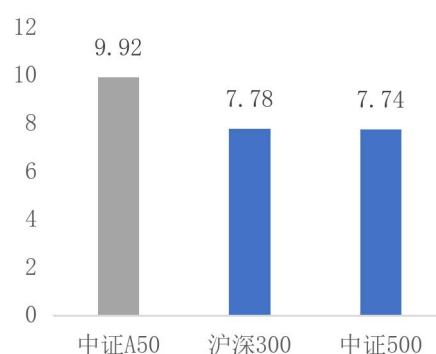


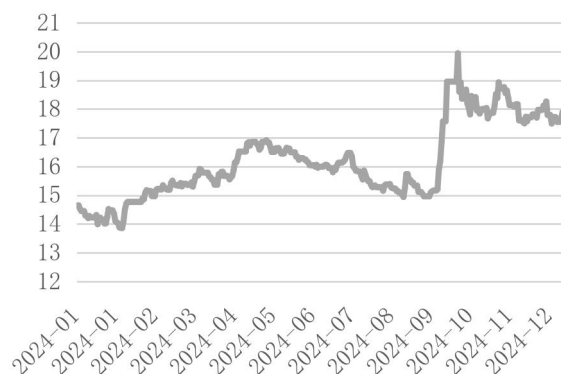
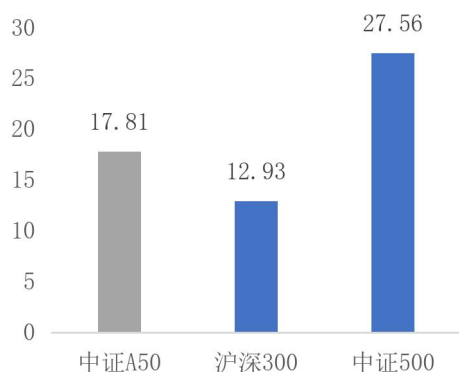
图 6-2 中证 A50 指数一致预期



净利润增速对比

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

图 6-3 中证 A50 指数估值横向对比 图 6-4 中证 A50 指数近三年以来 PE(TTM)



数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

（七）指数市场代表性

中证 A50 指数是 A 股龙头资产的有效代表：指数成份股仅为中证全指成份股数量的 1%，但总市值和自由流通市值占比分别达 17%和 19%。营业收入占比达 19%，归母净利润占比达 20%。

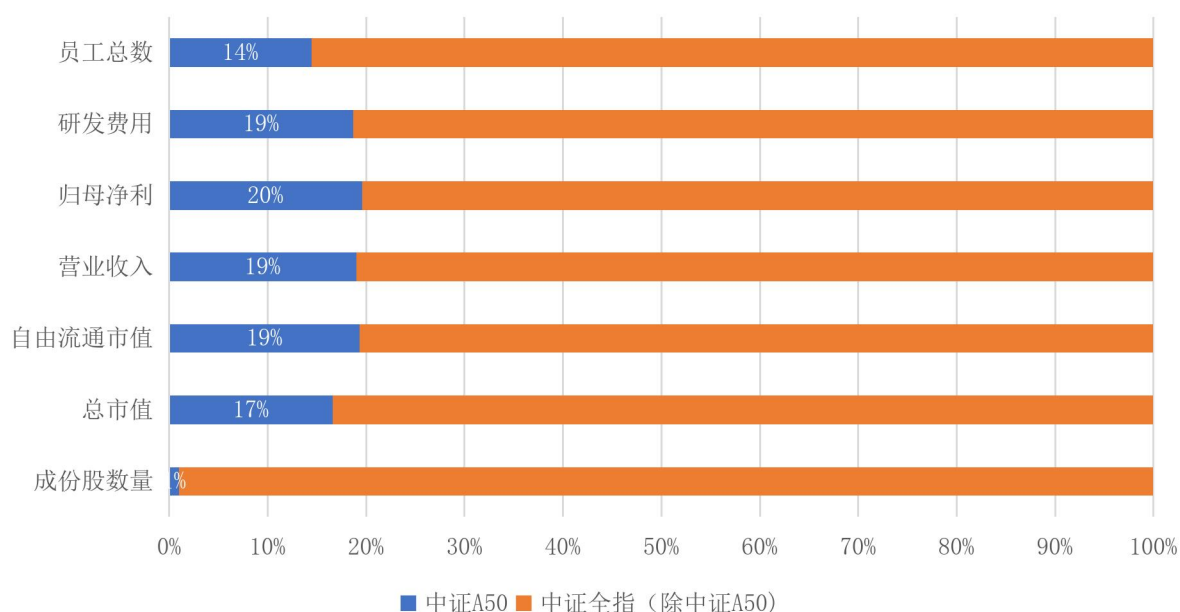


图 7 中证 A50 指数的市场代表性

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

日

三、中证A50ETF发展现状及投资展望

（一）中证A50ETF发展现状

截至 2024 年底，境内跟踪中证 A50 指数的 ETF 产品共 10 只，跟踪规模合计约 360 亿元，相较发行时合计规模增长

118%。全年所有中证 A50ETF 资金合计净流入达到 159 亿元，其中净流入前三的 ETF 为平安中证 A50ETF、大成中证 A50ETF 与易方达中证 A50ETF，净流入分别为 60.81 亿元、49.15 亿元与 38.15 亿元。从成交活跃度来看，所有中证 A50ETF 日均成交额约 17.30 亿元，其中日均成交额前三的 ETF 为平安中证 A50ETF、大成中证 A50ETF 与银华中证 A50ETF，日均成交额分别为 3.14 亿元、3.04 亿元与 2.46 亿元。

表 6 已上市中证 A50ETF 规模及流动性情况

基金代码	基金简称	上市日期	首发规模 (亿元)	最新规模 (亿元)	今年资金净流 入(亿元)	日均成交额 (亿元)
159593.SZ	平安中证 A50ETF	2024-03-12	20.00	88.18	60.81	3.14
159595.SZ	大成中证 A50ETF	2024-03-18	20.00	70.36	49.15	3.04
563080.SH	易方达中证 A50ETF	2024-03-18	8.93	54.38	38.15	1.57
560350.SH	摩根中证 A50ETF	2024-03-12	19.92	39.28	13.31	2.28
159592.SZ	银华中证 A50ETF	2024-03-18	19.10	32.04	10.39	2.46
561230.SH	工银中证 A50ETF	2024-03-18	12.24	25.77	11.28	0.79
159591.SZ	富国中证 A50ETF	2024-03-18	15.29	19.07	-0.29	1.15
563350.SH	华泰柏瑞中证 A50ETF	2024-03-18	20.00	12.91	-10.48	0.97
159596.SZ	华宝中证 A50ETF	2024-03-18	15.48	12.81	-3.73	1.71
562890.SH	嘉实中证 A50ETF	2024-03-18	14.30	5.19	-9.79	0.43

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

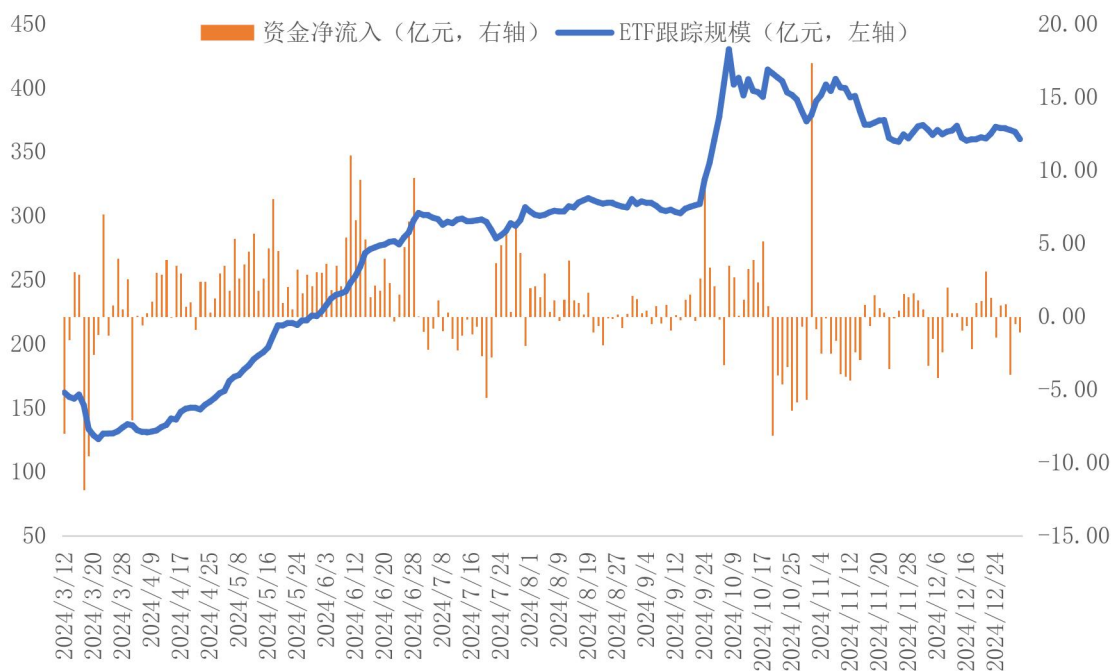


图 8 中证 A50ETF 跟踪规模及资金净流入变化

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

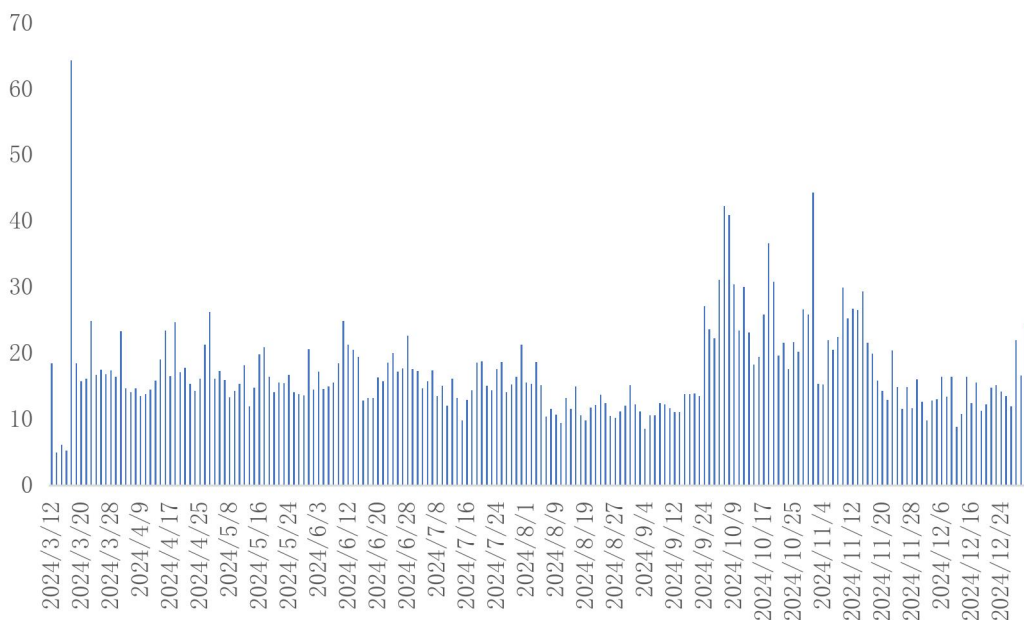


图 9 中证 A50ETF 成交金额（亿元）

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

作为发布仅一年左右的宽基指数，中证 A50 的 ETF 产品发展十分迅速。与境内其他宽基指数相比较，截至 2024 年末中证 A50 的 ETF 跟踪规模已位于境内宽基指数的第九位，今年以来的资金净流入位于境内宽基指数的第七位。

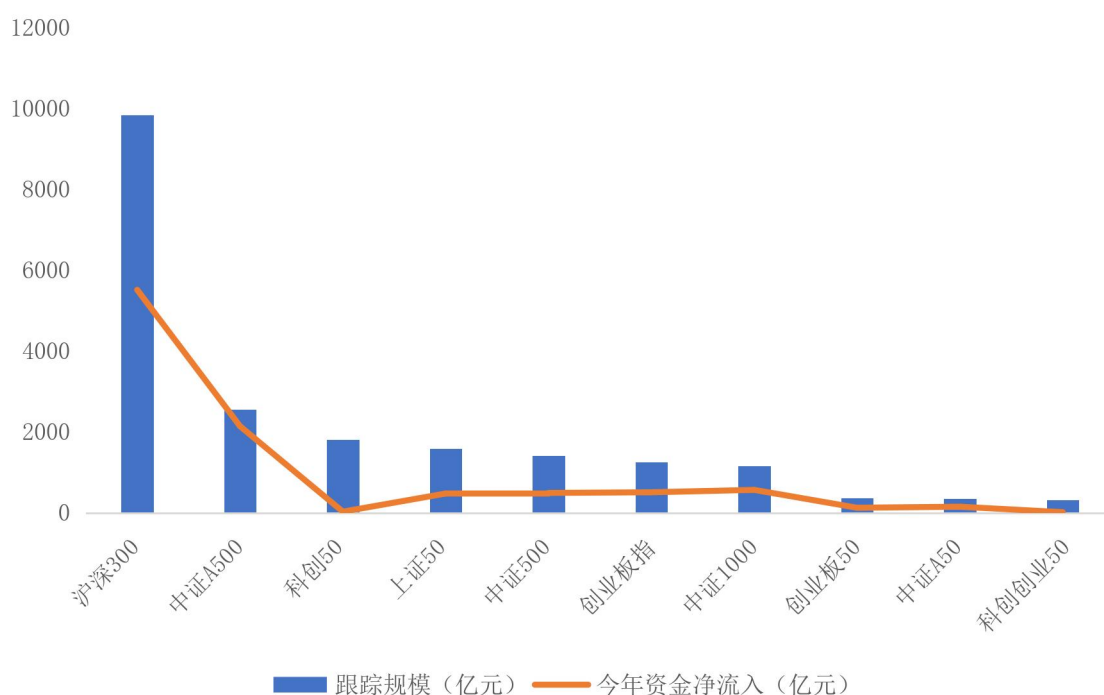


图 10 境内宽基指数跟踪规模及今年资金净流入

数据来源：Wind，易方达基金，截至 2024 年 12 月 31 日

（二）中证A50ETF投资展望

1.较好的均衡性更适宜境内产业快速迭代

中证 A50 的行业分布相对均衡，将更适宜境内产业快速迭代大背景。复盘 2005 年至今的 A 股走势，境内重点产业更迭多次，对应 A 股也经历 4 轮不同产业领衔的阶段。长期

来看，过度重仓某一行业/风格风险较高，多行业均衡的宽基如中证 A50 等，更适应 A 股产业轮动快的特征。

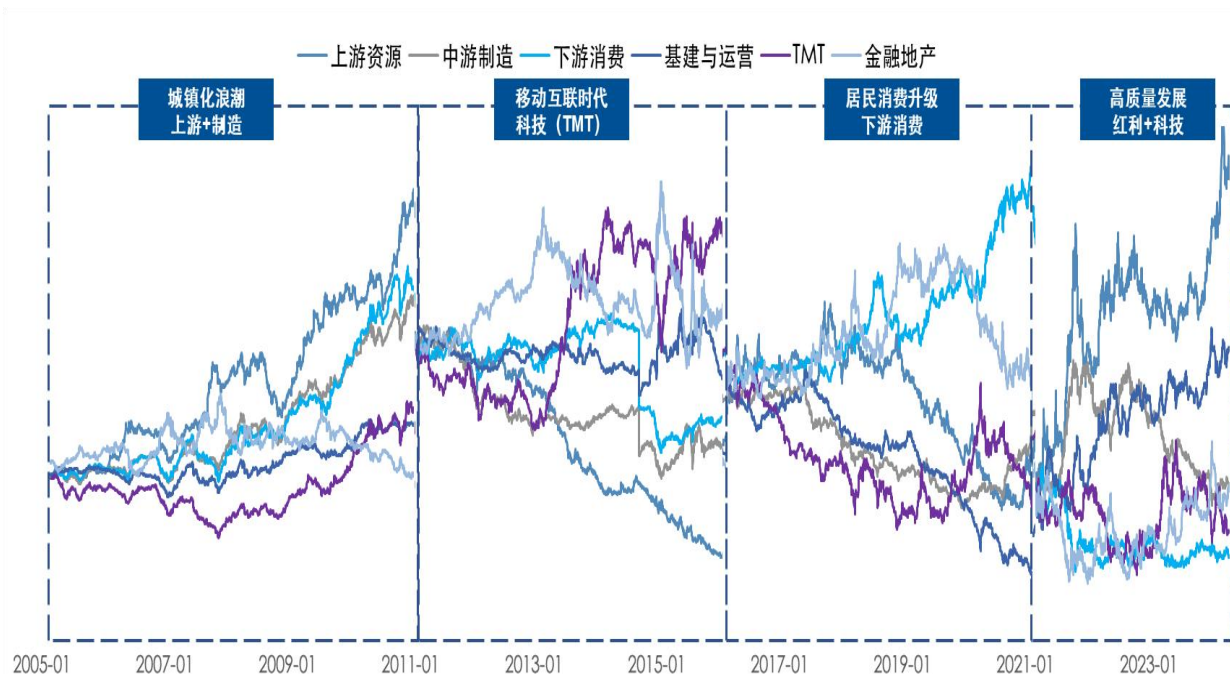


图 11 A 股随境内产业发展变化

数据来源：Wind，各阶段起始点均作归一化处理

2. 聚焦龙头股引领指数盈利能力稳定

近年来，全球经济增速中枢下行，强者恒强的动量效应显著，A 股及海外行业均体现出净利润向龙头集中的趋势。整体看，中证 A50 指数汇集各细分行业龙头成份股，因此指数能够维持较高的盈利水平。

3. 深受各类机构资金高度关注

从 2024 年中报披露的全市场中证 A50 的前十大持有人数据来看，中证 A50ETF 深受机构投资者关注。截至 2024 年上半年，中证 A50ETF 获得了保险资金得大幅增持（持有

规模高达 94.4 亿元)，券商、社保年金、国有资本等也都有一定幅度增持。

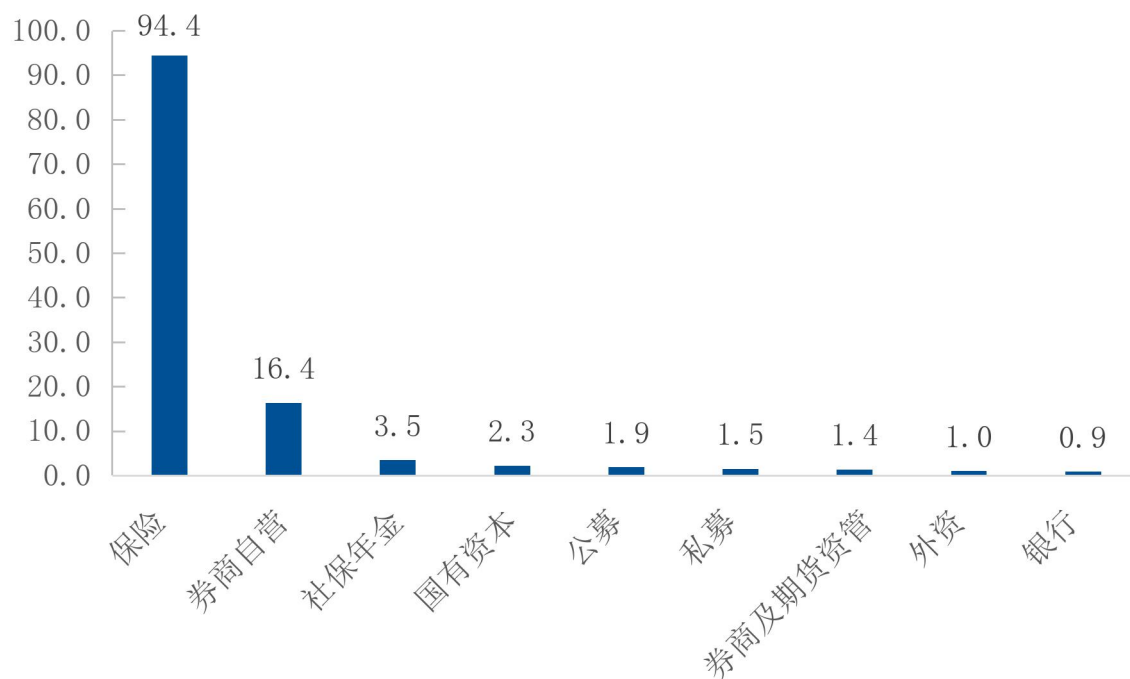


图 12 中证 A50ETF 机构持有人分布情况 (单位: 亿元)

数据来源: Wind, 易方达基金

专题系列（五）红利 ETF 研究报告

华泰柏瑞基金管理有限公司

一、红利策略投资逻辑

（一）红利策略是围绕股息率构建的长期投资策略

红利策略的本质上是投资于盈利稳定、现金流充裕且能持续现金分红的企业，实质在于，稳固的行业竞争格局下，企业能够凭借垄断优势或者强大的品牌力赚取稳定的收入，为企业带来充裕的现金流。同时企业的商业业态已经趋于成熟，叠加宏观经济降速，企业资本扩张的回报走弱，资本开支强度逐渐保守化，更加倾向于高分红回馈股东。由于红利策略的本质是挣公司的盈利。只有当上市公司盈利时，它们才能分配收益给投资者。在经济下行的环境下，高分红策略不仅提供了相对较高的股息收益，而且能够检验公司在逆境中的抗风险能力。这意味着这些上市公司具有持续的盈利能力，并且它们的利润能够真实地转化为现金。

红利策略的核心投资逻辑在于股息率。股息率是衡量股票派息回报的一个指标，即每股股票所获得的股息与每股股票市场价格之间的比率，代表的是投资者可以获得的“基本股息收益”。通常情况下，高股息率说明分红率高的同时市盈率较低。在投资实践中，股息率是衡量企业是否具有投资价值的重要标尺之一。

$$\text{股息率} = \frac{\text{每股分红}}{\text{每股股价}} = \frac{\text{每股分红}}{\text{每股利润} * \text{市盈率}}$$

一方面，根据最优融资次序理论，财务质量好的公司，更倾向于支付股息；反之，财务质量欠佳的公司，自有资本

不足，不得不依靠外部融资，因而很难支付股息。因此高股息率也被视为公司未来业绩和发展的积极信号，对股价有正面的影响。以股息率为选股标准，事实上也为投资者挑选出了质地更佳的企业。

另一方面，分红后股价降低，就有可能带来股票市盈率的降低，“低市盈率”叠加“低股价”，这就可能造成公司股票价值被低估，天然的“价值”属性使得红利策略组合在市场震荡下跌的时候能够表现出较为突出的防御能力，下行空间有限，同时具备均值回归的动力，安全边际更高。

（二）红利资产的收益来源

典型的红利板块可以视作一种类债资产，具有以下特点：1) 估值中枢稳定；2) 分红比例相对高且稳定，则每年投资者获得的回报主要由现金分红构成，类似债券票息。因此也可以说，高分红股票可以被视为一个票息稳定的永续债，同时它还隐含了一个股票看涨期权。从这个角度看，与购买十年期国债相比，购买高股息的股票在性价比上更具吸引力。然而红利板块作为一个权益资产，也不能完全视作债券资产的替代品，毕竟其风险和收益相对债券产品都会更高。

红利投资作为一种经典的价值投资策略，无论是在海外还是 A 股市场，都展现出了长期的有效性。参考美国市场，特别是在长达 20 年的低利率环境下，标普 500 指数的收益有一半来自上市公司分红。这也提示我们在低利率市场环境中，投资回报更多源于上市公司分红而非交易资本利得。



图 1 红利是低利率市场收益的重要来源

数据来源: wind

从境内市场的数据来看,自 2014 年至 2024 年,沪深 300 指数成分股的分红收益为沪深 300 指数(全收益)贡献了 23.82% 的收益,而以红利作为投资策略的 Smart Beta 类指数,如上证红利、中证红利指数的分红收益占指数整体收益的比值则更高。

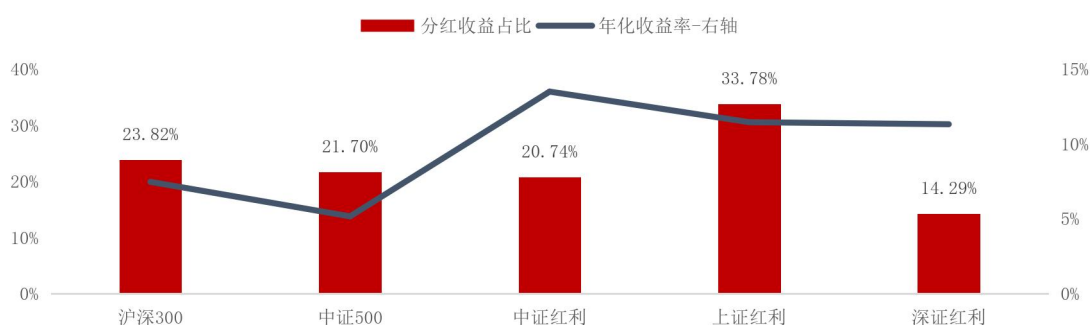


图 2 分红为 A 股指数提供了相对稳定的收益

数据来源: wind, 数据区间:20140101-20241231

(三) 长期业绩稳健, 防御属性较强

通过考察红利策略代表指数与主要宽基指数近十年市场表现,能够发现红利类指数走势相较于大、中、小盘宽基均更有优势,且其全收益指数将这一优势进一步扩大。具体来

看，2014 年以来，上证红利、红利低波、中证红利指数的全收益指数年化收益率分别为 11.45%、13.66%、13.49%，显著优于市场其他主流宽基指数，且整体收益风险比也相对更高。

长期来看，红利策略拥有较为稳定的分红收益来源，具有很强的防守性和逆周期性，对投资组合的价值下跌具有一定的减震作用，成为投资者进行资产配置时的重要底仓选择。若将 A 股市场划分为震荡市、上行市与下行市三类，通常在市场上行阶段，红利类策略取得超额收益的难度相对较大，相反，在市场下行与震荡市中，红利策略不仅有望产生超额收益，从绝对收益角度来看，其获得绝对收益的概率也较高，尤其在过去的三轮震荡市中，A 股红利策略代表指数显著跑赢大盘指数。

二、红利主题产品分类

（一）被动指数型产品占据主导低位

在公募基金领域，红利主题产品主要分为主动管理型和被动指数型两大类：

■ 主动管理型红利基金

主动管理型红利基金主要依赖基金经理的主观判断和投资策略进行选股，通过深入研究和分析，选取具备长期稳定成长能力的高分红上市公司作为投资标的，通常具有更高的投资灵活性和主动性。这类基金的投资目标主要是获取超越市场的红利收益，并可能涉及多个行业和板块的投资。

■ 被动指数型红利基金

被动指数红利基金主要跟踪特定的红利策略指数，通过复制指数的成分股和权重，力求实现与指数相似的收益表现。可以进一步细分为：

- (1) 宽基红利基金：采用单一红利因子，以股息率作为主要筛选条件，这类基金跟踪的指数通常覆盖广泛的市场板块，如上证红利、中证红利、深证红利等。
- (2) 行业主题红利基金：主要针对某个行业或主题，借助红利因子进行行业成分股筛选。这类基金通常具有更强的行业属性，能够反映特定行业或主题内高股息率股票的表现，如中证消费红利、中证国有企业红利、中证央企红利指数等。
- (3) 多因子红利基金：在单一红利因子的基础上叠加其他 Smart Beta 因子进行选股。这类基金旨在通过结合多种投资策略，进一步提高收益并控制风险，如中证红利低波动指数、中证红利指数等。

数据显示，截至 2024 年底，全市场共有红利主题基金数量 180 只，其中，被动指数型红利主题产品共 82 只（包含 ETF 和普通指数型基金），以 ETF 产品占据主导地位。

（二）主动型产品与被动型产品对比

近年来，随着红利投资策略的优异表现及投资者教育的不断推进，投资者群体逐渐认识、理解并亲身实践了红利投

资。在此期间，无论是主动型还是被动指数型的红利类产品，发展势头都非常迅猛，成为投资者参与红利投资重要的投资工具，也可以满足不同投资者差异化的配置需求。

主动管理型基金可以凭借基金经理的专业研究能力和选股眼光，追求超越市场的回报，同时展现出更高的市场适应性，在行业方面也可以结合主观判断有所侧重；**被动指数型产品**能够帮助投资者直接构建一篮子高股息组合，根据股息率指标动态调整成份股，对股息率因子的暴露尽可能最大化，通过严谨、固定的投资策略与低成本运营模式，为投资者提供了更为稳健、透明的投资选择，尤其适合那些追求明确投资风格与因子暴露需求的投资者。

从收益表现来看，2019年、2020年成长风格明显占优，因此投资策略和风格更为灵活的主动权益红利基金收益率整体均值情况表现更好；2022年至今红利风格日渐得到市场偏爱，仓位较高、风格明确的被动指数红利基金则较主动管理型基金持续占优。

表 1 各类型红利类基金平均收益表现

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ETF	32.70%	13.09%	13.42%	-5.91%	4.64%	21.16%
普通指数基金	17.51%	9.14%	12.91%	-3.53%	-0.27%	15.04%
主动型	36.80%	47.42%	9.64%	-18.75	-8.90%	9.12%

数据来源：wind；数据截至：20241231

三、境内红利 ETF 产品整体情况

（一）红利因子是 Smart-Beta ETF 的典型代表

我国 Smart-beta ETF 最早在境内出现在 2006 年，也是成立较早的一类 ETF 品种，虽其发展势头不如宽基及行业主题类 ETF 的“大干快上”，但近几年规模也实现了稳步增长，从产品投资方向来看，红利因子为大多数产品的布局方向。

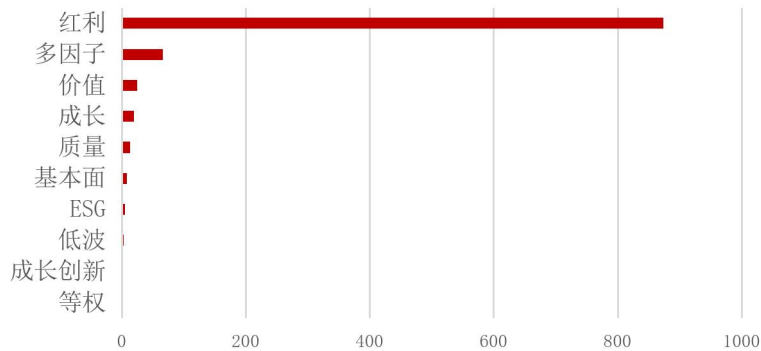


图 3 Smart-Beta ETF 规模&数量变化

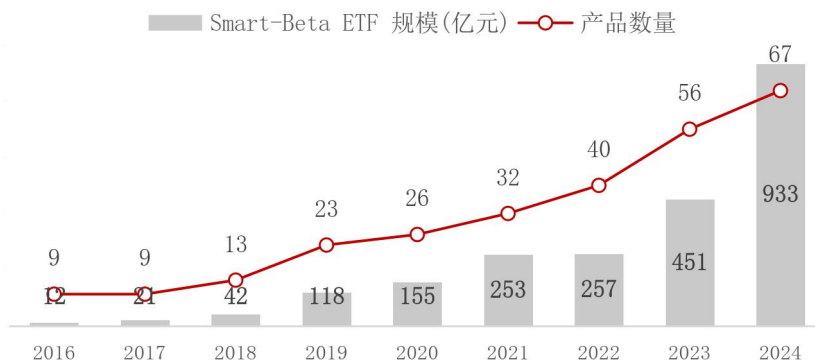


图 4 红利在 Smart-Beta ETF 中占据主导地位(规模)

数据来源：wind；数据截至：20241231

目前市场上规模最大的 Smart-Beta 产品是华泰柏瑞旗下的红利 ETF，规模已超 230 亿元。前十大 Smart-Beta ETF 产品占全市场份额近 80%，头部产品规模相对集中，其中九成均为红利类因子产品。

表 2 Smart-Beta ETF 规模前十

ETF 名称	ETF 规模/亿元	跟踪指数	管理人	分类
华泰柏瑞红利 ETF	233.99	红利指数	华泰柏瑞	红利
华泰柏瑞红利低波动 ETF	137.50	红利低波	华泰柏瑞	红利
易方达中证红利 ETF	90.23	中证红利	易方达	红利
景顺长城中证红利低波动 100ETF	67.90	红利低波 100	景顺长城	红利+低波
招商中证红利 ETF	65.96	中证红利	招商基金	红利
南方标普中国 A 股大盘红利低波 50ETF	59.83	标普中国 A 股大盘红利低波 50	南方基金	红利+低波
嘉实沪深 300 红利低波动 ETF	52.10	300 红利低波	嘉实基金	红利+低波
华夏创业板动量成长 ETF	49.82	创成长	华夏基金	成长+动量
工银深证红利 ETF	42.75	深证红利	工银瑞信	红利

天弘中证红利低波动 100ETF	35.01	红利低波 100	天弘基金	红利+ 低波
---------------------	-------	-------------	------	-----------

数据来源：wind；数据截至：20241231

（二）发展历程较为曲折，近两年红利类产品规模及数量迅速扩张

境内的红利类 ETF 产品发展历程较为曲折，自 2006 年首只产品问世后，产品数量一直较为有限，总规模处于波动状态，直至 2015 年底红利类 ETF 产品总规模跌至谷底，仅不足 10 亿元。然而，在随后 2017 至 2019 三年内规模迅速回升，产品数量也快速增多，逐渐有一些含红利要素的多因子类 Smart Beta ETF 相继问世。2022 年以来，在全球流动性整体紧缩的环境下，投资者风险偏好明显降低，在震荡市中走出独立行情的红利类资产也成为了境内资本市场新的增长点，叠加政策支持以及低利率环境等多重因素推动下，投资者对于红利类资产的配置需求持续增长，带动红利类 ETF 规模与数量呈现“井喷式”增长。

截至 2024 年底，全市场红利类 ETF 产品数量已达 53 只，涵盖 A 股、港股、央国企等细分赛道，较 21 年底产品数量实现近三倍增长，总规模由 23 年底的 456.87 亿元迅速扩张至 1191.01 亿元，迈过千亿大关，较 23 年底规模同比增幅超 160%，成为境内 Smart Beta 产品中最受关注的产品类别，其市场影响力和投资者认可度不断提升。

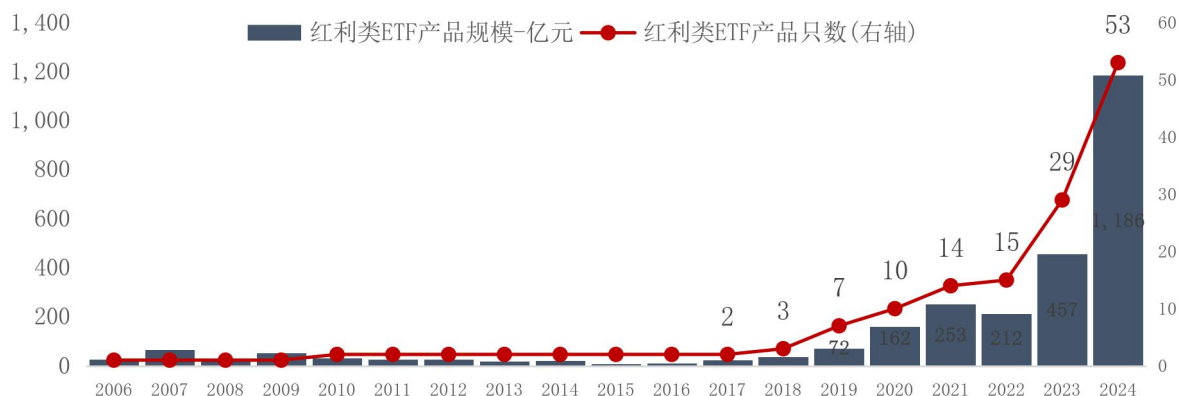


图 5 境内红利类 ETF 规模&数量变化

数据来源：wind；数据截至：20241231

（三）众多基金公司争相布局红利类产品，竞争格局尚未固化

随着红利投资热度的不断升温，各家基金公司也在不断加大对于红利领域的布局力度，今年以来，共有 17 家公募旗下的 24 只红利类 ETF 产品成立，新发数量已超过过去五年总和；旗下布局红利类 ETF 的基金管理人数量也由 23 年底的 19 家增至 26 家。

以 ETF 管理人的规模格局来看，目前已有 26 家基金公司旗下布局红利主题 ETF，其中，华泰柏瑞基金在管红利主题 ETF 合计规模位居首位，达 392 亿元，在红利主题 ETF 总规模中占比超三成。跟随其后的是易方达与景顺长城基金，旗下各三只红利主题 ETF，总规模相差不大。当前，红利类 ETF 产品管理规模前五大基金公司的在管产品合计为 745 亿

元，占全市场份额的 62.6%，虽然当前红利主题赛道竞争愈发白热化，但竞争格局尚未固化，各家仍有很大的发展空间。

从基金公司的红利类 ETF 产品线布局来看，当前该方向头部的基金公司大多是在 2019 年前就已经开始大力布局相关产品，近两年更是对于红利策略在港股、央企国企、多因子等层面进行了深入拓展。但从市场反馈来看，仍旧是早期成立的红利产品规模相对更大，今年以来新成立的红利类产品同质化较为明显，一定程度上也分散了投资资金。从红利类 ETF 规模增长情况来看，今年存量产品规模增加了 734 亿元，新发产品规模增加了 180 亿元，可见先发优势和规模效应在红利类 ETF 中仍较为明显。

（四）“红利+”产品备受关注，“低波”因子有效增强红利策略收益弹性

随着红利类 ETF 产品线布局的逐步完善，产品的颗粒化程度也越来越高。为进一步丰富投资者选择，助力投资者更加精准捕捉细分化领域及特定策略的收益，除积极拓展单因子红利宽基 ETF 产品投资版图外，在基础红利策略上叠加指标进行修复或增强也成为当前各家基金公司在红利领域的重点布局方向。

目前境内红利类 ETF 产品中，跟踪单因子宽基红利指数的 ETF 产品共有 11 只，总规模近 600 亿元，占比超过五成；2019 年后，叠加“低波”因子的红利策略在震荡行情中屡次突围，凭借其优异表现受到市场广泛关注，今年以来，以红利

低波为代表的策略红利类 ETF 规模迅速上升，截至 12 月底，“红利+低波”的 ETF 产品共有 8 只，总规模为 442.71 亿元，较 23 年底同比增长超 280%，其中，华泰柏瑞红利低波 ETF（512890）是市场上规模居首的红利低波主题 ETF，截至 24 年底，最新规模已达到 137.5 亿元，较年初规模增长超 4 倍。

从配置价值来看，红利因子具备“压舱石”属性，能够精准捕捉那些高质量的优质企业，提供长期确定性的分红收益，增厚安全边际；而低波因子则以其稳健抗跌的特性，在筛选投资标的时展现出强大的过滤能力，许多时候能够规避短期内的高估值陷阱，有利于创造更平稳的投资体验。当红利和低波因子双重叠加后，能显著提升策略的有效性。这种策略的成功在于其选择了市场上股息率较高且波动较低的股票，剔除了那些可能存在陷阱的公司，如亏损时仍支付红利的公司和突击分红的公司。每年通过股票轮换，将股息率下降的股票剔除，换入股息率较高的股票，从而争取指数始终保持在较高的股息率中枢。这种策略不仅提高了获得正收益的概率，还有助于投资者在长期的持有过程中抵御市场的短期波动。从各种红利类指数的表现来看，低波因子的引入能有效增强红利策略收益弹性。

（五）港股红利投资具备坚实基础

目前，境内红利类 ETF 产品矩阵已覆盖 A 股及港股市场，其中针对 A 股市场的红利主题 ETF 在数量和规模上占据绝对优势，截至 2024 年 12 月，总规模超 720 亿元，产品

数量共 36 只；今年以来，港股红利类指数表现格外吸金，随着南下资金不断涌入，市场对于港股红利类资产的关注度持续上升，多家基金公司争相布局港股红利赛道，目前，投资港股红利主题的 ETF 产品数量已有 17 只，总规模达突破 160 亿元，较 23 年底规模增长率超 398%。

近年来，境内持续出台相关政策推动资本市场分红制度的完善，自 2019 年以来的 A 股红利指数的长期收益优于港股，波动也较低；与 A 股相比，港股市场更加成熟，红利投资历史更为悠久，可供内地投资者交易的港股通相关标的无论是在分红公司数量占比还是分红力度上，均具有更高的水平，具备更低估值、更高股息率的相对优势，从指数表现来看，港股高股息指数在港股反转初期的阶段性弹性优于 A 股。

对于红利类资产，不同投资市场的估值差异也代表着即使在相同的股息分红下，长期折价的港股红利资产往往会具有更高股息率，“红利”属性更为突出。因此，港股“估值洼地”的属性或使其红利投资具备更加坚实的基础。

四、红利投资的发展前景

从发展前景来看，我们认为红利类资产未来的长期投资价值有望受到越来越多投资者认可，并不断吸引更多“中长期资金”的关注，当前可能正处于红利投资大时代的一个起点，红利类 ETF 的产品容量有望进一步拓宽。

- (1) 宏观层面：我国经济增速面临“换挡”，低利率市场环境将进一步刺激投资者对高分红股票的配置需求。在长期利率步入下行通道的背景下，股息率优势逐渐提升，具备高股息、低估值等天然价值属性的红利策略有望成为部分资金寻求较高性价比的投资之选。
- (2) 产业层面：高增速机会稀缺，成熟产业温和扩张使得红利相对配置价值周期更为持续。随着宏观经济增长向高质量发展转变，过去部分行业通过资产扩张来实现业绩增长的路径难以维系，加大资本开支所取得的回报趋势性走低，因此企业分红意愿开始抬升；此外，供给侧改革之后，企业进行盲目扩张的冲动也在走低。
- (3) 政策层面：上市公司分红政策逐渐完善，驱动分红的稳定性、及时性、均衡性稳步提高。近年来，随着各项分红政策陆续出台，中小股东保护机制加强以及公司治理水平的整体提升，连续分红及连续股利增长的上市公司占比均稳步上升。今年的资本市场改革，特别是新“国九条”的发布和对于提升股东回报的诉求，也再度为红利投资领域带来了显著的影响和支持，红利投资的核心价值或进一步强化，市场供给的趋势性改善将为红利投资需求创造更加良好的增长空间。
- (4) 市场层面：面对内外部不确定性因素较多的宏观环境，对确定性的追求开始成为新的市场共识。红利策略拥有较为稳定的分红收益来源，在震荡市中展现出攻守兼备

的优势，成为投资者进行资产配置时的重要底仓选择。并且当前高景气、高增长资产相对稀缺，此前以景气为锚点的投资策略赚取超额收益的难度较大，因此能够提供稳定回报的红利板块将有望被持续赋予确定性溢价。

(5) 资金层面：机构投资者占比持续提升，社保基金、险资为代表的中长期资本对于红利类资产的刚性需求也为红利策略创造了一个更为有利的发展生态。国际新规IFRS9下，作为长期资金的险资为降低业绩波动，大额集中长期持有高分红、低估值蓝筹股的趋势将愈发显著，提供一揽子高股息股票解决方案的红利策略将愈发受到险资等中长期资金青睐。

专题系列（六）央国企 ETF 研究报告

南方基金管理股份有限公司

一、央国企标的具有良好的投资价值

（一）央国企是国民经济的支柱，承担稳定器和压舱石作用

党的二十大擘画了以中国式现代化全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴的宏伟蓝图。新时代新征程，赋予央国企崭新的、更大的历史使命。落实二十大、二十届三中全会战略部署，**推动央国企在服务高质量发展、助力中国式现代化中发挥重要作用，是本轮央国企深化改革的关键导向。**

具体而言，央国企作为中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础、是党执政兴国的重要支柱和依靠力量，中央深改组第四次会议明确指出“国有企业特别是中央管理企业，在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，是国民经济的重要支柱”。长期以来，央国企承担国家安全和国民经济命脉领域中基础设施的建造者或运营者角色，在维护国民经济稳定、推动经济社会高质量发展方面发挥着基石性的作用，是夯实中国式现代化的“基本盘”，是国家的重要经济支柱和经济发展压舱石和稳定器。

截至 2024 年底，A 股市场共计 1436 家央国企上市公司，其中地方国有企业 972 家、中央国有企业 464 家，合计市值规模约 52 万亿元，占 A 股总市值比例约为 53%，以不足三成的上市股票数量，覆盖了 A 股市值的半壁江山。

从行业层面来看，央国企主要集中在金融、工业、能源等事关国民经济命脉的重要领域，提供基础设施和民生保障，维护国民经济平稳运行。

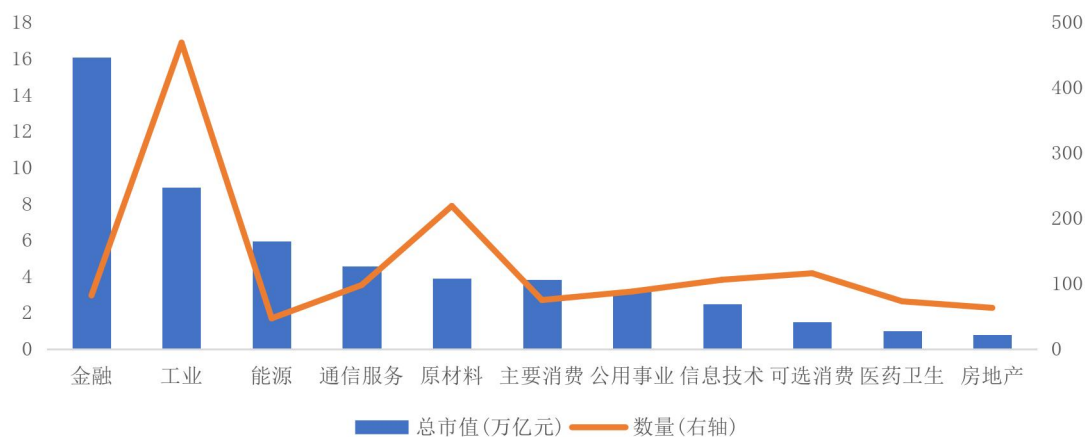


图 1 央国企行业分布情况⁴

从财务数据来看，2024 年前三季度，A 股全部上市公司实现营业收入约 52.6 万亿元、净利润约 4.4 万亿元。上市公司中，央国企实现营业收入 33.9 万亿元、净利润 3.1 万亿元，分别占比 64.5%、69.5%，充分体现了央国企作为国民经济支柱的重要地位；其中，中央国有企业实现营收 22.4 万亿元、净利润 2.3 万亿元，分别占比 42.6%、51.2%；地方国有企业实现营收 11.5 万亿元、净利润 0.8 万亿元，分别占比 21.9%、18.2%。

⁴数据来源为：中证指数官网、Wind、iFIND

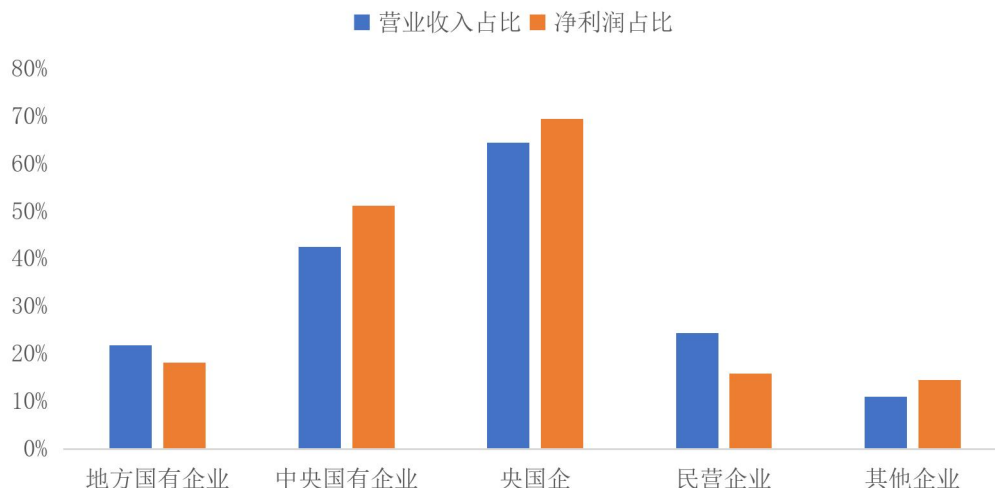


图 2 2024 年前三季度 A 股上市公司营收及净利润分布

（二）央国企上市公司经营状况稳健，推动高质量发展

近年来，央国企勇挑稳经济发展大梁，在促就业、稳投资、稳产业链等方面发挥主力军作用。一方面，自 2021 年以来，央国企上市公司盈利增速恢复情况基本领先民企，同时盈利较为稳定，表现出较强的增长韧性，成为宏观经济发展的“稳定器”；另一方面，以央企为代表的国有企业带头扶持供应链上下游民营企业，在保障民生安全和促进供应链稳定等方面充分彰显国民经济责任担当。

具体而言，从规模以上工业企业经济效益来看，2021 年以来国有企业利润累计同比增速普遍高于全国工业企业；2024 年 1-11 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 6.7 万亿元，累计同比增速-4.7%，而全国国有企业实现利润总额 3.8 万亿元，累计同比增速为-0.1%；在企业盈利整体承压的情况下，国有企业经营相对稳健、盈利修复较为领先。

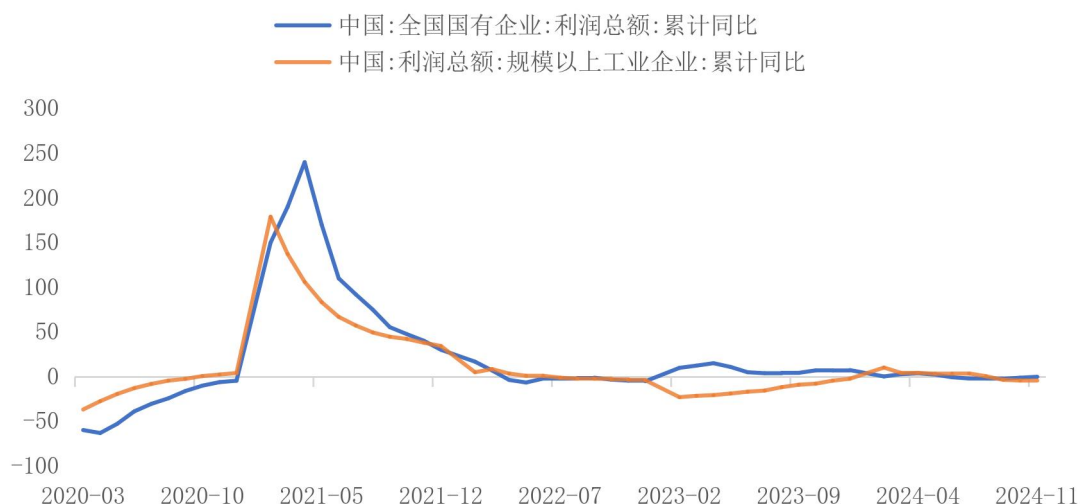


图 3 工业企业、全国国有企业利润总额累计同比增速

从上市公司 ROE 来看，央国企展示出更稳定更高质量的盈利能力。以中证指数为样本，中证央企指数、中证国企指数 ROE 长期高于中证民企；截至 2024 年三季度末，中证央企 ROE(TTM)为 8.88%、中证国企 ROE(TTM)为 8.36%，而民企仅为 6.68%；总体来说，央国企盈利能力更强、稳定性更高。

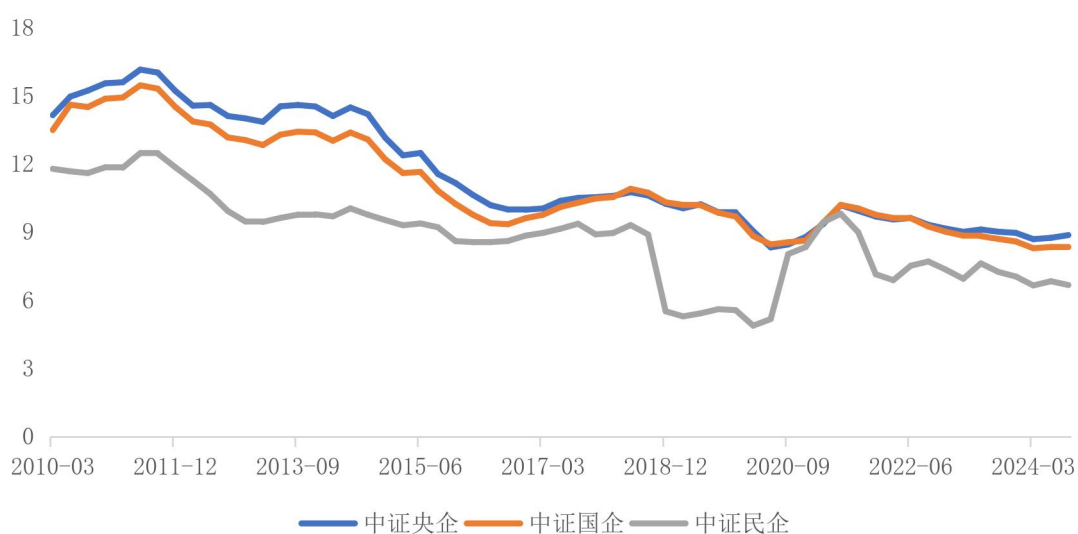


图 4 央企、国企与民企指数历史 ROE(TTM)

央国企稳健的经营状况得益于多年以来持续深化推进的国企改革。2023 年以来，随着国企改革三年行动圆满收官，央国企开启新一轮国企改革深化提升行动，从科技创新、市值管理、世界一流企业建设等多方面开展改革方案，进一步加快国有经济布局优化和结构调整、推动国有资本和国有企业做优做强做大。此外，央国企考核体系逐步完善，前期国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”，新的考核标准用净资产收益率替换净利润指标，更加重视资产的使用效率以及净资产创造利润的能力；用营业现金比率替换了先前的营业收入利润率指标，着重强调了企业的现金流水平。在持续优化的考核指挥棒下，央企经营更加注重质量而非体量，更加注重现金流安全性，央企资产负债表有望进一步改善，更加符合资本市场投资审美。

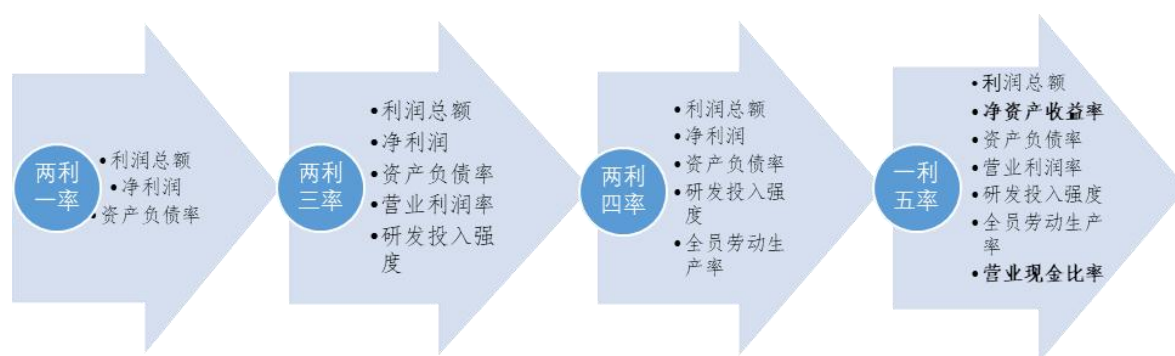


图 5 国企考核机制的变化趋势

（三）央国企现金流充裕，分红能力突出，配置价值凸显

分红水平和股息率能直观地反映出公司的财务情况，分红水平高、股息率高的公司通常具有更稳健的经营状况。具体而言，持续稳定的分红往往代表着企业具备较为充裕的自由现金流和较强的股息支付能力、整体经营稳健，而自由现金流则是衡量企业财务健康状况的关键指标之一。充沛的自由现金流水平往往意味着企业在日常营运、业务发展、股东回报方面有更大的灵活性和安全感，能够轻松应对短期债务、资本运营，并且有余力进行投资和分红。与此同时，从企业估值角度来讲，现金流改善和融资成本下降同样也有助于企业内在价值提升。截至 2023 年报，央国企自由现金流水平较其他类型企业更高，体现央国企总体现现金流充裕且财务稳健，也为央国企分红能力和分红水平提供支持。

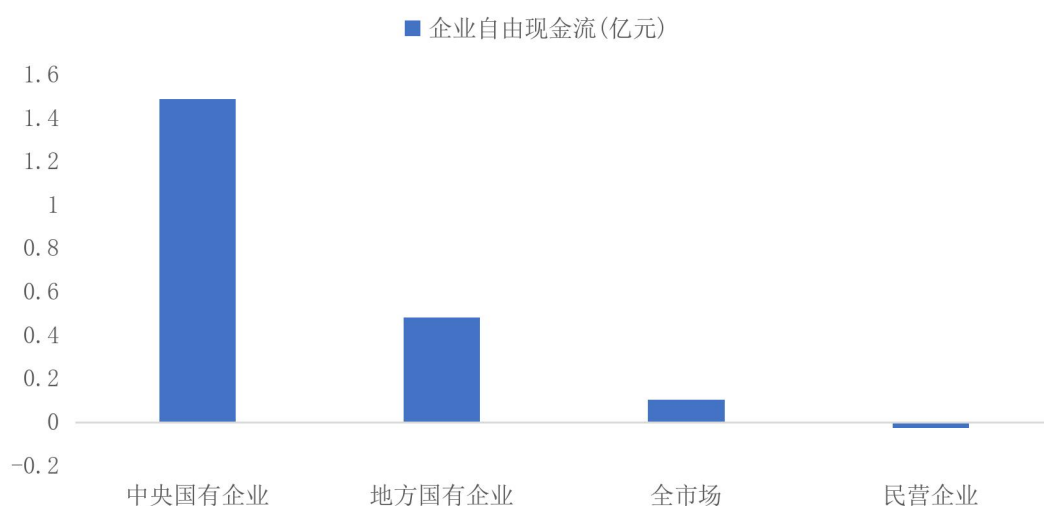


图 6 不同性质上市公司自由现金流水平(中位数, 2023 年报)

“一利五率”中对央国企净资产收益率的重点强调，也鼓励央国企在提升净利润的同时，积极通过分红派发，为股东

创造更高价值。与此同时，2024年国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称新“国九条”），时隔10年国务院再次出台资本市场指导性文件，定调市值管理叠加督促分红提升，推动央国企估值加快修复：在基调上，新“国九条”将市值管理基调提升为“推动上市公司提升投资价值”，更强调上市公司价值实现与价值创造的统筹兼顾；在手段上，新“国九条”着重强调引导上市公司进行回购注销、鼓励上市公司综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。2024年以来，陆续出台的各项市值管理相关指导性、纲领性政策文件，进一步增强央国企分红动力，多措并举推动提升股东回报。

近年来，央国企分红数量和分红总额逐年提升，以现金回馈投资者，展现长期价值。2024年全年，A股上市公司总计实施分红2.4万亿元，其中，中央国有企业分红1.1万亿元，占比46%，地方国有企业分红0.5万亿元，占比20%，央国企合计分红实施总额占比达66%。

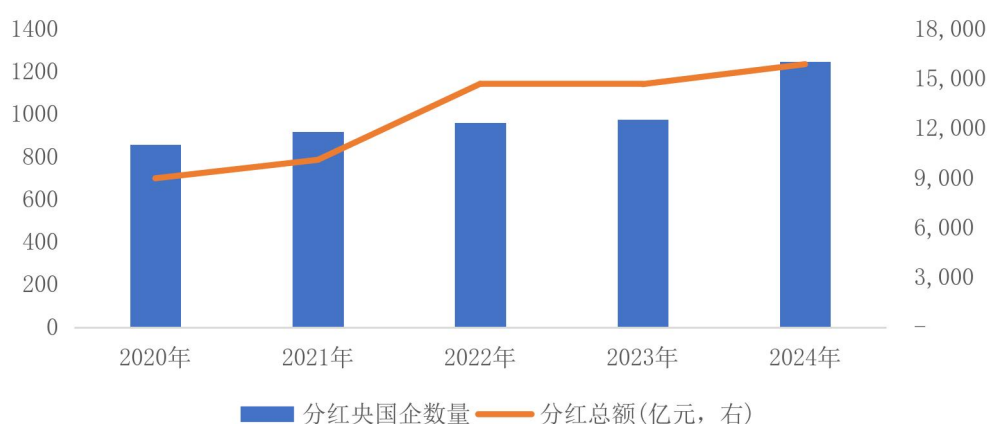


图 7 央国企分红数量与金额逐年提升

从股息率来看，高股息是央国企上市公司的重要特征，也是央国企相较于其他企业最大的比较优势之一。截至 2024 年底，中证央企指数及中证国企指数股息率均约为 3%，相比其他民营企业以及市场整体股息率更高。

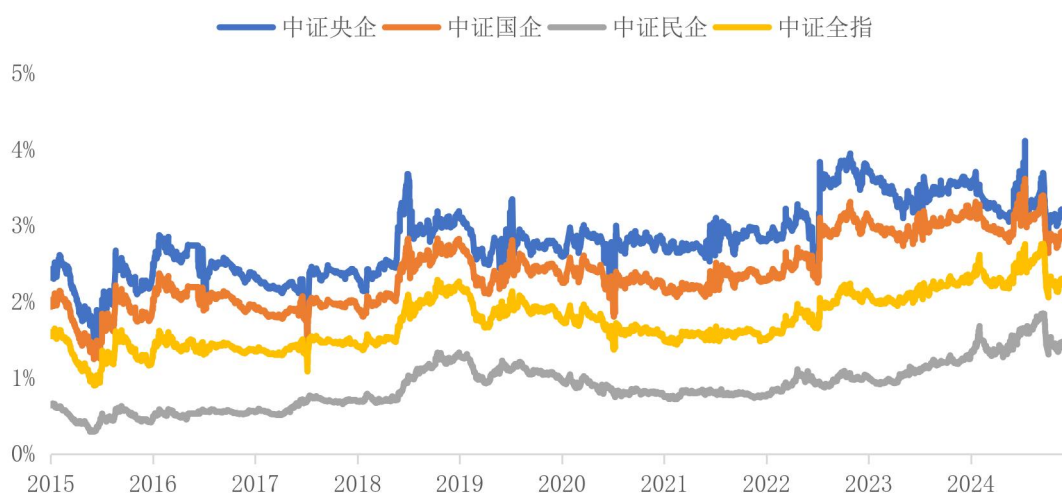


图 8 央国企股息率水平相对更高

（四）市值管理助力央国企价值实现

2024 年以来，《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》、《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》等文件相继出台，有序推动央国企上市公司开展市值管理工作。相关政策相辅相成，对央企市值管理提出增量要求，为央企市值管理形成长期有效的制度保障。同时，相关政策深化落实推进，逐步细化央企市值管理的路径和要求，通过分红、回购、重组、股东增持等多路径推进市值管理考核，加速市值管理制度建设，助力央企高质量发展。

从估值上看，截至 2024 年底，中央国有企业整体 PE 估值仅为 12 倍、PB 估值仅为 1.2 倍，在所有类型企业中估值最低；地方国有企业整体 PE 和 PB 估值也分别仅为 19 倍、1.5 倍，明显低于民营企业和全市场整体水平，央国企估值水平仍有较大修复空间。

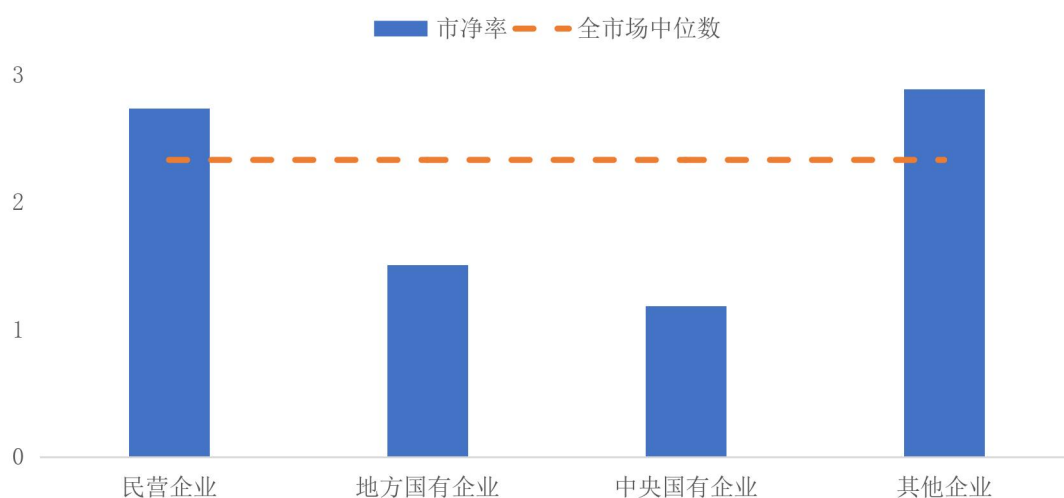


图 9 央国企估值水平显著偏低

随着市值管理政策的持续深化落实，央国企的社会发展“压舱石”、经济发展“稳定器”和科技引领“排头兵”身份或将不断被认可，同时引导市场投资者在资源配置过程中兼顾考虑股东、员工及社会价值，发挥好资本市场资源配置功能，助力央国企进一步价值实现。

二、央国企主题 ETF 产品持续发展

（一）央国企主题ETF涵盖多个细分领域，为投资者提供丰富的投资选择

截至 2024 年底，境内央国企主题 ETF 产品共 41 只，规模合计 503.15 亿元。2024 年，新上市央国企主题 ETF 共 12 只，发行规模超 77 亿元，增量明显，发展迅速。

以上 41 只央国企主题 ETF 由 22 家基金管理人管理。其中，博时基金、汇添富基金、华夏基金、南方基金的管理规模居前列，旗下央国企主题 ETF 的合计规模分别为 92.11 亿元、81.34 亿元、80.53 亿元、40.57 亿元。从数量上来看，富国基金共 4 只居首位，南方基金、汇添富基金、华夏基金、国泰基金、博时基金数量均为 3 只。

上市的全部央国企主题 ETF 共跟踪 21 只央国企方向的行业主题指数，涵盖高分红、ESG 等策略以及科技、现代能源等行业主题的央国企等细分方向，ESG 为 2024 年首次成立的央企主题。其中，中证央企结构调整指数跟踪的产品规模最大，为 147.36 亿元，中证央企创新驱动指数跟踪的产品最多，共 4 只。

（二）央国企主题ETF数量、规模、流动性快速提升，市场表现出色

2017 年末，全市场仅有 3 只央国企主题 ETF，合计规模 103 亿元，截止 2024 年末，全市场央国企主题 ETF 数量已达 41 只，总体规模增至 503 亿元，增长迅速。

2024 年以来，随着国企改革的推进、中特估体系的提出，央国企投资逻辑愈加受到投资者与基金公司的认可，科技创新系列、红利及股东回报系列、港股通系列等央国企指数受

到市场青睐。2024 年上市央企主题 ETF 共 12 只，发行规模超 77 亿元。

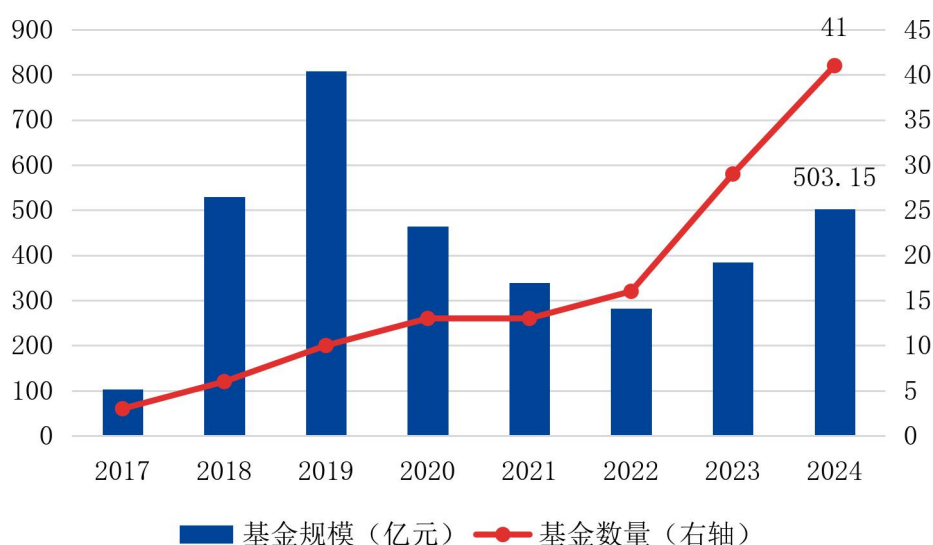


图 10 央企主题 ETF 数量及规模

随着央企主题 ETF 数量、规模的快速增加，央企主题 ETF 的流动性水平也显著提高。2024 年，央企主题 ETF 的合计年成交额已达 2009 亿元，相较 2023 年的 1376 亿元同比增长 46.0%，再创新高。

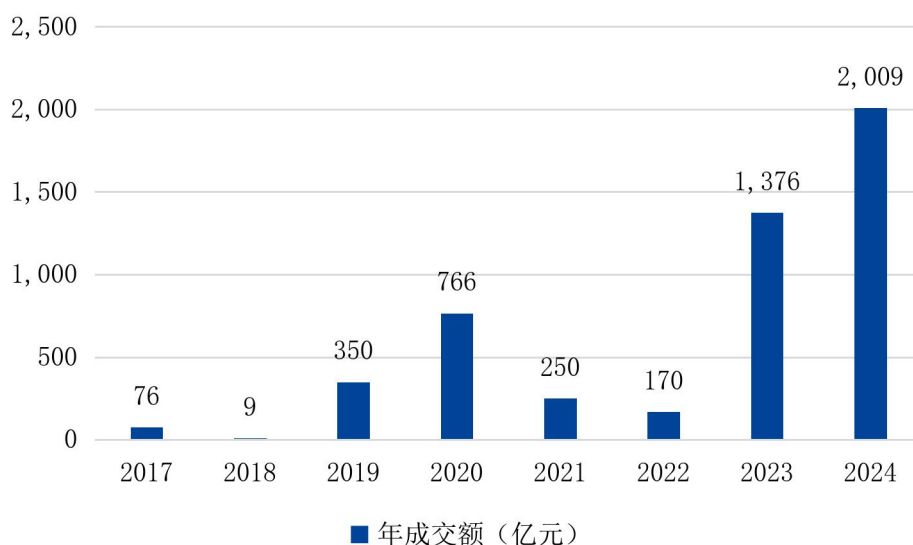


图 11 央国企主题 ETF 历史年成交额（合计）

被跟踪的共 21 条央国企指数整体表现较好，近一年、近三年涨跌幅的中位数分别为 21.8%、17.3%，近五年涨跌幅的中位数高达 50.6%，最大回撤中位数为 -25.9%，其中国新港股通央企红利、央企现代能源、上证国企红利、富时中国国企开放共赢等指数近五年涨幅表现优异，均超过或接近 70%。总体来看，央国企类指数长期跑赢基准指数的同时保持较好的回撤控制，具有良好的投资配置价值。

（三）央国企主题ETF股息率高于市场平均水平，港股央国企指数股息率更具优势

被跟踪的共 21 个央国企指数分红属性具备优势，股息率中位数为 3.9%，高于中证 A500 指数。分类别来看，红利策略的央国企指数股息率均超 4%，包含港股成分的央国企指数股息率均超 6%，更具吸引力。

从基金分红情况来看，2024 年央国企主题 ETF 中有 6 只产品分红，占有产品的比例为 14.6%；分红规模为 4.07 亿元，占 2024 年末基金总规模的比例为 0.81%。

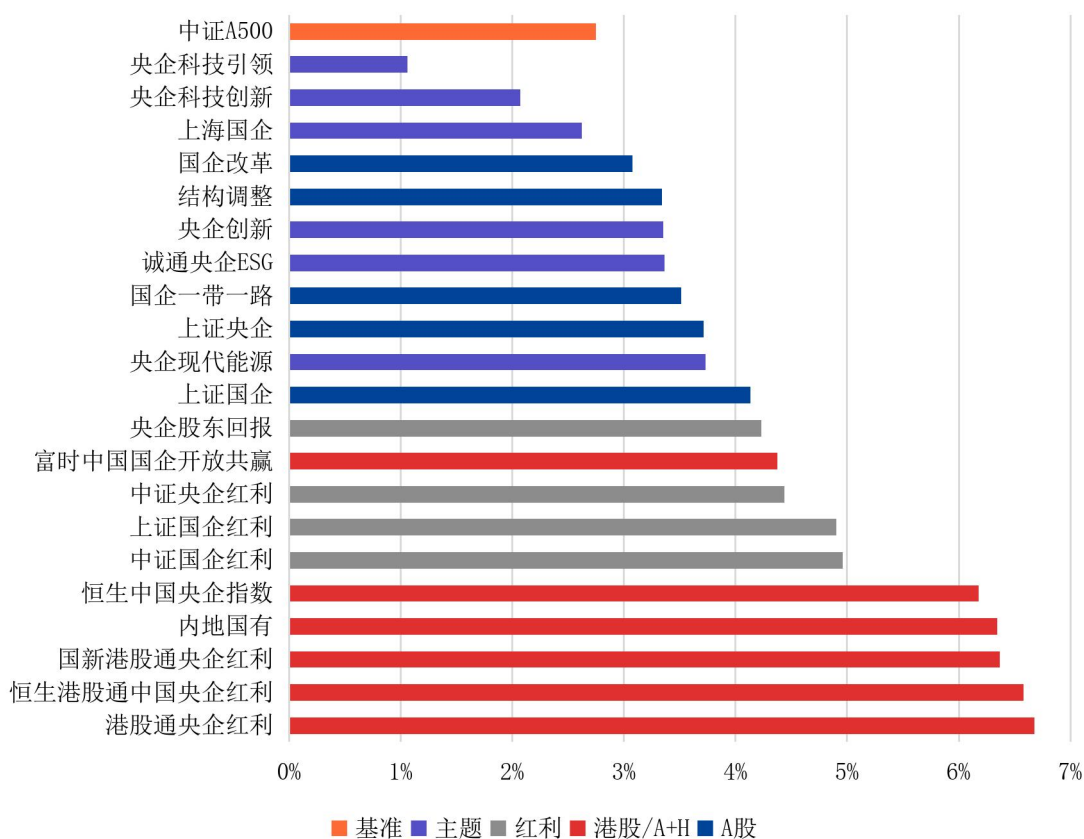


图 12 央国企指数 2024 年股息率

(四) 机构投资者是央国企主题ETF投资的重要力量，个人投资者占比逐渐提升

从投资者结构来看，机构投资者是央国企主题 ETF 最主要的投资者。截至 2024H，在公布 2024 中报的 34 只央国企主题 ETF 中，机构投资者的合计规模占比达 89.76%。以相同口径统计全市场股票 ETF，机构投资者的合计规模占比为 71.36%。机构投资者在央国企主题 ETF 中的结构占比显著高于全市场股票 ETF 的平均水平。

2019 年至 2022 年，央国企主题 ETF 的机构投资者占比处于较高水平，约 99%。2023 年后降至 90% 以下，但仍高于

全市场股票 ETF 的平均水平，机构投资者是央国企主题 ETF 投资的坚实力量。同时，近两年央国企主题 ETF 的个人投资者占比开始逐渐提升，至 2024H 已提升至 10.24%，和全市场 ETF 个人投资者占比持续靠拢，央国企主题 ETF 正逐渐得到个人投资者的认可和青睐。

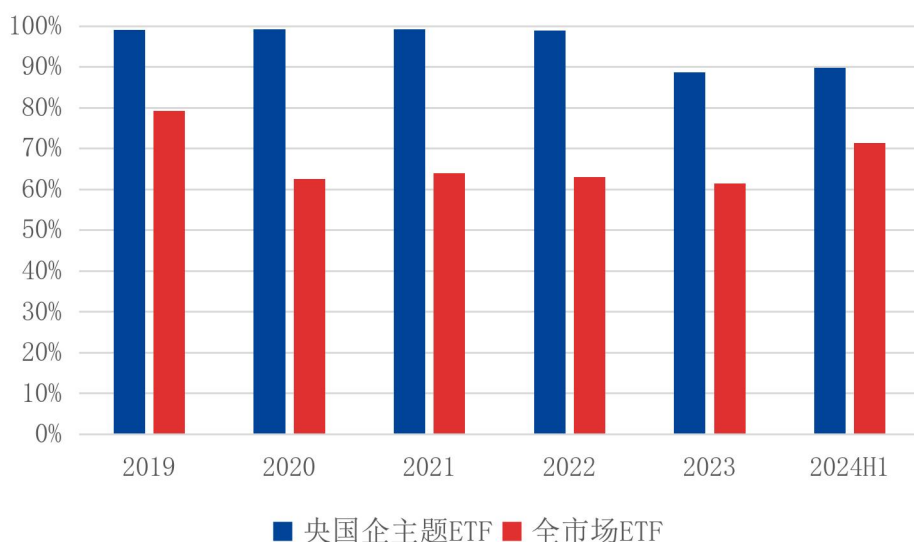


图 13 央国企主题 ETF 机构投资者占比

（五）“央国企+科技”增势迅猛，“央国企+红利”、“央国企+港股”备受关注

近年来，除了传统的规模指数、地域指数外，与特定行业主题挂钩的“央国企+”产品持续发展，出现了“央国企+红利”、“央国企+科技”、“央国企+能源”等多种组合指数及 ETF 产品。其中，2024 年“央国企+科技”产品规模上升明显，较 2023 年增长 211%，以 106 亿居于“央国企+”类产品规模首位。另外，新上市 ETF 中“央国企+港股红利”产品成为主线。在

2024 年成立的 12 只央国企主题 ETF 中，有 4 只属于港股央企红利类产品。

表 “央国企+”产品

“央国企+” 产品分类	指数名称	跟踪 ETF 数 量	基金合计规 模（亿元）
科技	央企创新	4	106.15
	央企科技引领	3	
	央企科技创新	1	
港股红利	国新港股通央企红利	2	86.03
	港股通央企红利	2	
	恒生港股通中国央企红 利	1	
红利	央企股东回报	3	34.41
	上证国企红利	2	
	中证央企红利	2	
	中证国企红利	2	
ESG	诚通央企 ESG	1	5.52
能源	央企现代能源	2	2.35

高股息是央国企上市公司的重要特征和投资价值的重要来源，因此央国企投资与红利策略适配度高，能够形成共振。港股估值更具性价比，港股红利产品需求旺盛，规模增

长迅速。目前，已成立的 5 只 A 股央国企红利类 ETF 产品及 9 只港股央国企红利类 ETF 产品共跟踪 7 只指数，这些指数普遍具有较高的股息率，但选样范围、加权方式等各有区分，为投资者提供了“央国企+红利”策略下多样化的投资选择。

近五年，国新港股通央企红利、上证国企红利指数对应的全收益指数分别实现了 90.6%、74.4% 的涨幅，大幅跑赢市场，整体表现亮眼。

三、结论与未来展望

展望未来，央国企不仅是国民经济的重要支柱，也是资本市场发展的核心角色。实体经济是金融发展的根基，金融服务实体经济是根本宗旨，央国企在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，也是经济稳增长促发展的微观支撑。央国企在促进上市公司高质量发展发挥排头兵作用，推动资本市场上市公司价值创造，以分红等形式提升投资者获得感，完善中国特色资本市场的建设。

近年来，央国企主题 ETF 产品持续获得投资者关注。2024 年，央国企主题 ETF 产品规模超 500 亿元，产品数量和流动性显著提升。央国企类 ETF 产品跟踪指数的优异表现及其高股息率是产品认可度迅速提高的关键，机构投资者仍然是当前央国企主题产品的核心投资者群体，个人投资者关注度也在逐渐提高。从产品发展趋势上看，“央国企+”类产品发展迅猛，以央国企为底色，叠加其它主题或风格策略类产品仍然是未来 ETF 产品多元化发展的重要趋势之一。

专题系列（七）债券 ETF 研究报告

华夏基金管理有限公司

一、境内债券 ETF 发展情况

（一）债券 ETF 发展新趋势

我国第一只债券 ETF 诞生于 2013 年，至今走过了 12 年的发展历程。截至 2024 年年末，全市场债券 ETF 合计 21 只，类型涵盖国债、政金债、地方政府债、信用债、可转债等，总规模约 1800 亿元。从债券 ETF 的发展趋势来看，近年来债券 ETF 已出现蓬勃成长的迹象，尤其在过去一年呈现出加速发展的特征：

一是在规模上，近三年债券 ETF 整体规模持续提升，尤其 2024 年以来，虽然债券 ETF 产品数量变化不大，但规模增长了将近 1000 亿元，增长超过一倍，二级市场的流动性也在大幅提升。

二是在存量产品发展上，经过多年的摸索和培育，不少债券 ETF 产品渐渐找准了自身定位，从初期播种走入了持续收获的阶段。比如，短融 ETF 坚持服务场内现金管理这一需求，在经历长期打磨后成功脱颖而出；可转债 ETF、公司债 ETF、30 年国债 ETF 均依靠各自独有特色，在不同市场环境中承接多元化需求，过去一年无论在规模还是成交额上均显著提升。目前全市场已有 5 只规模超百亿的债券 ETF，而去年超百亿的产品仅 1 只。

三是在新产品供应上，虽然近几年新推出的债券 ETF 数量不多，但在市场各方的共同努力下，产品的丰富度和创新性也在不断提升：2022 年推出了首批现金申赎政金债 ETF；

2023 年推出了长久期国债 ETF，以及配合场内债市高质量发展的基准做市国债 ETF；2024 年首批 8 只基准做市信用类债券 ETF 获批发行。债券 ETF 的利率及信用类产品谱系逐步完善，为各类投资者配置和交易提供了更多选择。

四是在投资者参与度上，参与债券 ETF 的投资者类型越来越多元化。根据产品披露的前十大投资者信息，场内各主流机构类型均不同程度持有债券 ETF，包括保险资金、年金、养老金、基本养老保险基金等长期资金，以及券商、银行理财、银行自营、企业客户、私募基金、公募基金和各类资管产品等。此外，近两年个人投资者对债券 ETF 的参与度提升较快，2020 年，个人投资者持有债券 ETF 仅 7 亿元，相对于机构客户，个人持有占比为 4%；而 2024 年上半年，个人持有债券 ETF 的规模已增长至 152 亿元，持有占比提升至 14%。从数量上看，截至 2024 年 6 月末，债券 ETF 持有人户数达到 6.85 万户，较上一年年末增长超过一倍。投资者多元化及参与度的提高，是监管、交易所、各市场机构多年来投资者教育和市场培育的成果，也表明了债券 ETF 持仓透明、费率低廉、交易便捷、特征鲜明等优势逐步显现，开始被市场和广大投资者加速接受并熟悉。

（二）债券 ETF 发展潜力及其在宏观经济中的作用

从数据上看，相对于境内目前 3.7 万亿的 ETF 市场规模，债券 ETF 规模在其中仅占据 5%。放眼国际市场，全球债券 ETF 规模约 2.5 万亿美元，占全球 ETF 的比例超 15%。在指

数化投资和资产配置的时代大趋势下，境内的 ETF 市场势必会朝着多资产类别和多元化策略的方向发展，债券 ETF 是 ETF 大家族中不可或缺的一部分，如果我们对标国际市场结构，债券 ETF 还有很大的份额提升空间。从底层基础市场看，我国债券市场规模位居全球第二，目前已超过 170 万亿元，远大于 A 股市场规模，但债券 ETF 占债市规模近 0.1%，该比例远低于美国、欧洲市场。我们认为债券 ETF 未来有着巨大的发展机遇及潜力。

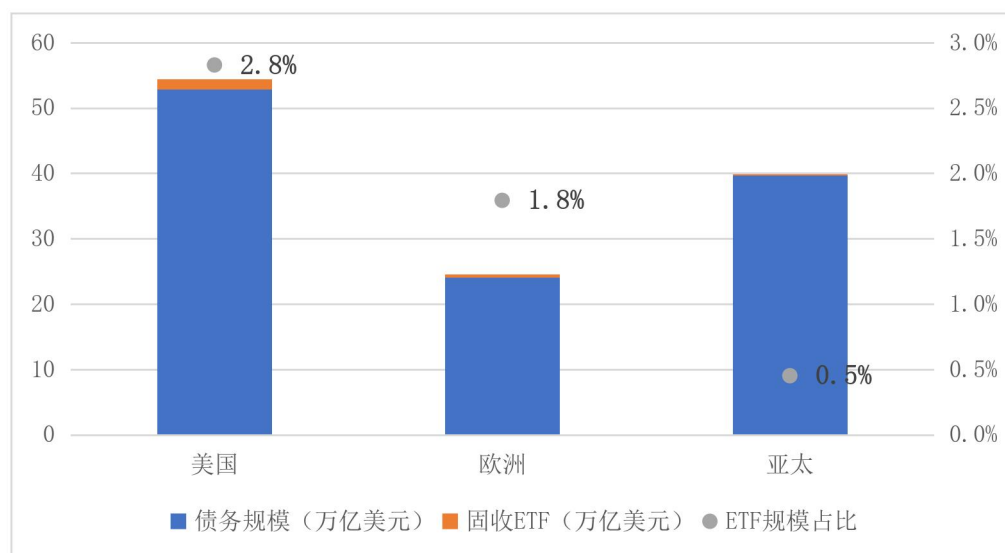


图 1 全球主要区域债券 ETF 市场深度

数据来源：iShares, 截至 2024Q1

从债券 ETF 自身特点看，债券 ETF 作为上市交易的标准化合募基金，是普惠金融的典型代表，具备非常多的先天优势，并能提高资金配置效率，平抑市场波动，在丰富多层次债券市场以及助力宏观经济发展方面也发挥着很大作用，拥有巨大的成长潜力。

首先，**债券 ETF 能够帮助投资者更便捷高效地配置债券类资产**。债券现券的流动性相对弱、投资门槛相对高，但债券 ETF 可以像股票一样在二级市场便捷交易，一般 1 手规模在 1 万元左右，投资门槛较低，产品费率和交易费用均极低，对普通投资者非常友好，可作为现券的更优替代，从而引导投资者配置各类固收资产。债券 ETF 特有的 T+0 交易机制也能极大地提高交易效率，帮助投资者高效管理组合中的风险敞口，并可基于此开展多样化的交易策略。

其次，**债券 ETF 跟踪明确的标的指数，在底层资产、每日规模、产品净值等方面透明度高，持仓较为分散**。相比其他资管产品，债券 ETF 公开透明的特性，能够满足一些机构投资者对资产进行穿透管理的需要，也能提升投资决策的及时有效性；债券 ETF 一篮子券分散持仓的特性，能有效降低个券信用风险事件对组合收益产生的拖累，也有助于平抑市场波动，这对于重视信用风险管理的投资者也具有重大意义。

最后，**债券 ETF 是固收市场的重要组成部分，债券 ETF 和债券现券能构建出良性互动**。债券 ETF 可一定程度解决个券流动性偏弱、投资门槛高、有固定到期日等问题，能有效吸引增量社会资金，为债券市场源源不断地引入资金支持，增强资本市场服务国家的能力；而债券基础市场的持续完善又将支撑债券 ETF 产品的运作和扩容。交易所推出的基准做市系列债券 ETF 与债券做市业务之间就在逐渐形成这种良

性互动。此外，考察不同利率走势下债券 ETF 的市场交易情况，可以发现，在部分利率快速上行期间，债券 ETF 的成交有所放大。债券 ETF 本身具有较高的流动性以及交易的便捷性，交易价格实时、透明，投资者能够以低成本的方式按需交易，进行组合调整与风险管理，债券 ETF 一定程度上起到了流动性疏导作用，缓解债市的抛售压力。

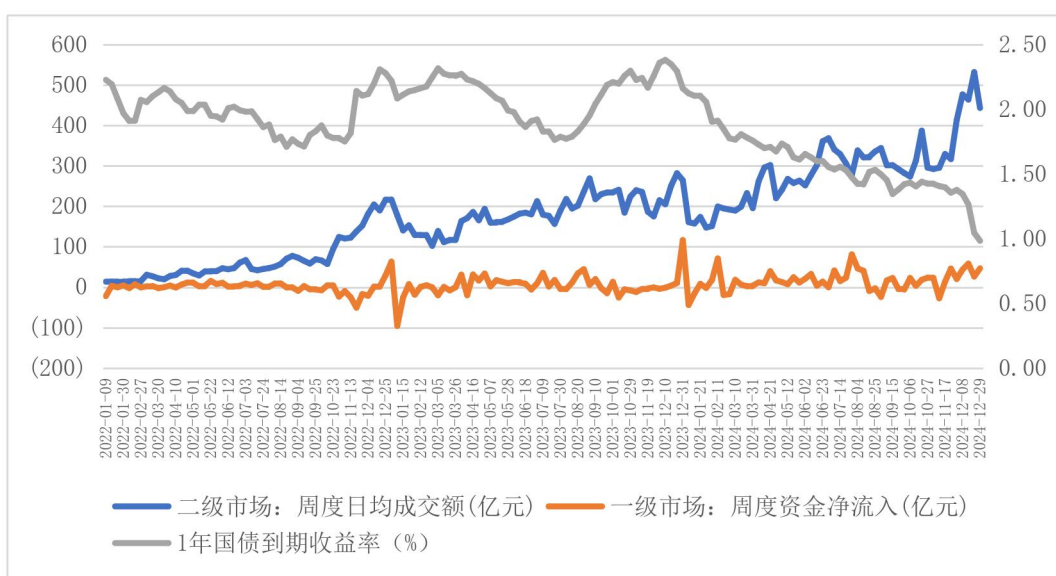


图 2 债券 ETF 一、二级市场活动与国债到期收益率

数据来源：iFinD

（三）债券 ETF 的投资策略与应用场景

1. 资产配置策略

债券 ETF 提供了针对特定固收资产及策略的风险暴露，是大类资产配置的优选标的。通过债券 ETF 可实现不同资产类别以及债券资产内部的多元化配置。例如，国债数量多，涉及续发、增发品种，如投资者希望配置新债并追踪国债行

情，需要自行做大量的新老换券交易。目前市场中的基准国债 ETF 每月根据指数定期调样对应进行调仓，完成新老换券，免除投资者自行选券、换券的繁琐操作，投资者可一键配置追踪国债行情。此外，投资者在进行大类资产轮动操作时，可以使用债券 ETF 捕捉固收资产的投资机会，快速实现资产切换。

债券 ETF 具备现券的属性，在保留现券特征的同时能拥有更好的流动性，因此债券 ETF 可以用于管理固收类资产风险敞口。例如，可以通过投资不同目标日期债券 ETF，构建子弹型、哑铃型和阶梯型投资组合；可以通过对未来利率走势的预判配置不同久期的债券 ETF，捕捉未来利率变动带来的收益。

2. 套利交易策略

债券 ETF 作为交易型产品，具备高效的交易属性，可以开展一、二级市场套利交易、期现套利交易、波段/趋势交易等交易型策略。

具体而言，首先，债券 ETF 可在一级市场申赎，也可在二级市场交易，特殊的交易机制使得投资者可在流动性支持的情况下进行一二级市场折溢价套利交易。

其次，债券 ETF 连续交易、费率极低，部分产品与国债期货相关性较高，具备与国债期货进行套利的基础条件，能够构建高频交易策略。比如可对两者历史相关性进行分析，当偏离一定的阈值时，可开展套利。

最后，债券 ETF 实行 T+0 交易，并由做市商提供买卖双边报价的流动性支持，适合作为短期或中长期的波段交易工具。例如，长久期债券 ETF 对利率变化敏感度高，具备波段交易的基础，尤其是在利率下行、债券波动率降低的背景下，长久期债券 ETF 能够提供相对短久期产品更多的波段交易机会。

3.功能性策略

功能性策略是指利用债券 ETF 工具属性及产品特点，实现特定的投资目标，例如现金管理、质押回购、融资融券、实物认购/申购、获取分红收益等。

现金管理方面，作为固收类产品，债券 ETF 收益稳健、交易高效，可以作为场内现金管理工具，这也是目前境内投资者使用较多的一类策略。对于场内投资者来说，可以将闲置资金配置低波稳健的短久期债券 ETF，在保证资金流动性的同时获取一定的收益。目前债券 ETF 已纳入融券卖出所得价款的投资范围，现金管理的应用场景进一步丰富。

质押回购方面，符合条件的债券 ETF 可以进行通用式质押回购，根据上交所发布《关于债券 ETF 纳入债券质押式协议回购交易的通知》，所有债券 ETF 可以进行协议式质押回购。通过质押回购可提高资金使用效率，进行杠杆投资，操作上也十分便捷有效，投资者将持有的债券 ETF 份额通过交易所的交易系统申报转入质押库，当日买入或申购的债券 ETF 份额，当日即可申报入库。目前债券 ETF 前十大投资者

中存在较多的质押户，部分产品质押账户的份额合计占比接近 50%，表明债券 ETF 可质押的属性已受到广大投资者的认可和欢迎。此外，交易所在 2023 年 11 月发布债券借贷相关业务规定，并表示未来债券 ETF 可以作为标的证券或者质押证券开展借贷业务。债券借贷是指债券借贷双方自主协商约定，由债券借入方以一定数量的债券设定质押，从债券借出方借入标的债券，同时约定在未来特定日期归还标的债券和支付债券借贷费用，并解除出质债券质押登记的行为。债券借贷也可和质押回购结合，开展一系列投资操作。

表 1 债券 ETF 前十大持有人中质押账户份额情况

基金简称	质押专用账户份额	份额占比
政金债券 ETF	82,653,569	48.14%
活跃国债 ETF	4,300,700	40.20%
10 年地方债 ETF	3,427,751	34.88%
5 年地方债 ETF	2,254,716	32.70%
国债政金债 ETF	464,695	25.84%
十年国债 ETF	1,818,683	16.74%
国债 ETF	2,200,000	15.77%
基准国债 ETF	240,040	12.50%

数据来源：各基金 2024 年中期报告

两融功能方面，债券 ETF 具备现券的两融功能，符合条件的债券 ETF 可纳入融资融券标的。融资融券是指投资者向

具有两融业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入交易所上市证券(融资交易)或借入交易所上市证券并卖出(融券交易)的行为。债券 ETF 可以作为冲抵两融保证金的证券，在折算率上，一般 ETF 折算率最高不超过 90%，国债折算率最高不超过 95%，其他债券折算率最高不超过 80%。

表 2 债券 ETF 两融规模情况

基金扩位场内简称	融资融券余额 (亿元)	2024 全年融资买入额 (亿元)
短融 ETF	28.86	1653.60
可转债 ETF	6.90	474.81
政金债券 ETF	4.33	196.06
国开债 ETF	2.96	1.89
国开 ETF	2.71	32.25
30 年国债 ETF	1.42	103.68
十年国债 ETF	1.25	9.74
国债 ETF	0.82	7.72
城投债 ETF	0.79	9.97
30 年国债指数 ETF	0.34	38.28
上证可转债 ETF	0.02	9.21

数据来源：Wind，两融余额截至 2024 年年末

实物认/申赎方面，对于实物申赎的债券 ETF，在募集期，单只债券即可换购 ETF 份额；在申购赎回期，通过债券+现

金的形式，可以申购 ETF 份额，赎回时可得到一篮子现券。通过该机制，投资者可以灵活调整其债券持仓，进行组合管理。例如可以在二级市场买入债券 ETF 并赎回，进而获得其想持有的现券。

分红收益方面，债券 ETF 主要的收入来源于资本利得及较为稳定的票息，为现金分红提供资金来源。通过较为规律的分红，可为场内投资者带来较为稳定、持续现金流入，从现金流角度实现“稳健低波”。根据披露的基金公告，多只债券 ETF 有历史分红纪录，部分产品年内进行多次分红，为投资者带来了持续的现金流入。根据中证指数公司的研究，在美国固定收益 ETF 市场中，大多数产品实施月度分红，2023 年超过 99% 的固定收益 ETF 进行了分红，平均分红比例为 4.23%。

（四）新产品介绍：基准做市系列债券 ETF

2023 年 2 月，上交所正式上线债券做市交易业务，旨在提高债券市场价格发现功能，改善各债券品种流动性。债券做市业务是指做市商在债券市场持续报出做市品种的双边买卖价格，对投资者的询价请求进行回复，为债券提供流动性的行为。在债券做市业务规则下，交易所推出了基准做市利率债与信用债两大类债券及对应的债券指数，做市商将选择一定数量的基准做市债券提供持续的报价服务。在交易所债券做市业务推出后，场内债券流动性有了明显改善，成交额、换手率、成交笔数、交易连续性均有所提升。

债券基础市场的改善能够支持债券 ETF 的发展，基准做市系列债券 ETF 的一个重要特点是其底层债券在交易所制度层面获得了做市支持，底层债券流动性的提升有助于解决债类 ETF 的发展难点，提高 ETF 一、二级市场套利的有效性，稳定折溢价，投资者赎回券也能更便捷地处理。此外，基准做市系列债券 ETF 能和做市商形成联动，丰富券商做市策略，提高做市效率，更好地支持场内信用债市场发展，ETF 与基础市场之间形成良性互动。

2023 年市场推出 1 只基准做市国债 ETF，产品运作平稳、交易活跃，去年日均成交额为 16 亿元，换手率位居债券 ETF 首位，为投资者交易、配置国债资产持续提供便利。2024 年末，8 只基准做市信用类债券 ETF 获批发行，进一步完善了场内信用债 ETF 产品序列，该产品成分券均为交易所上市、发行规模较大、主体评级 AAA 的公司债，发行主体的央国企背景突出、资质优秀，具有很高的投资性价比。

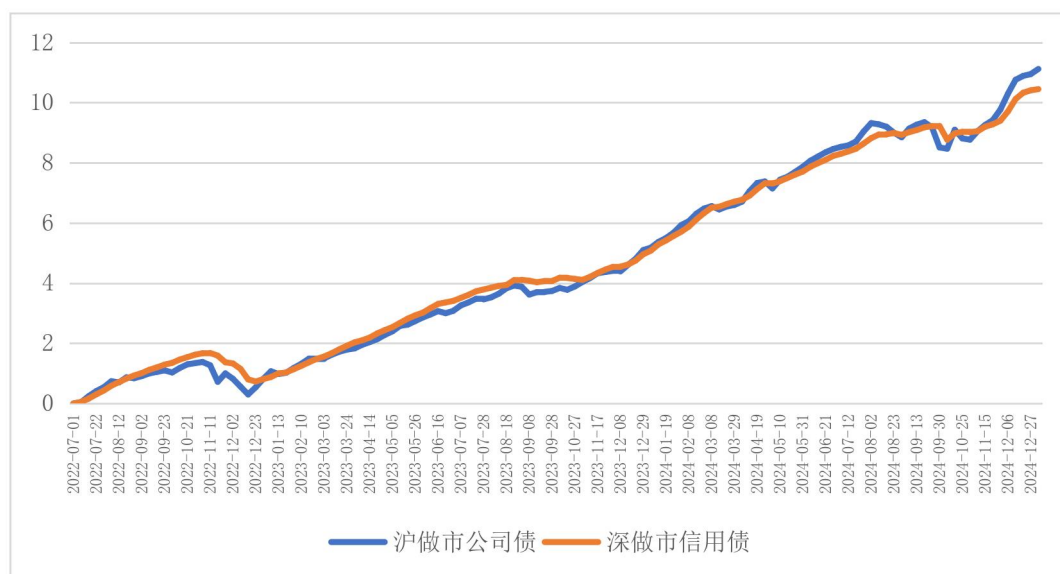


图 3 基准做市信用类债券指数走势

数据来源：Wind，统计区间：2022 年 6 月 30 日至 2024 年 12 月 31 日

二、海外债券 ETF 发展情况

（一）海外债券 ETF 基本情况

作为境外市场主流的 ETF 品种之一，全球债券 ETF 数量超过 2300 只，总规模约 2.5 万亿美元，其中美国是目前最大的债券 ETF 市场，产品数量超过 800 只，规模合计 1.80 万亿美元，市占率高达 69%；欧洲是债券 ETF 第二大市场，规模约 5000 亿美元，市占率约为 20%。

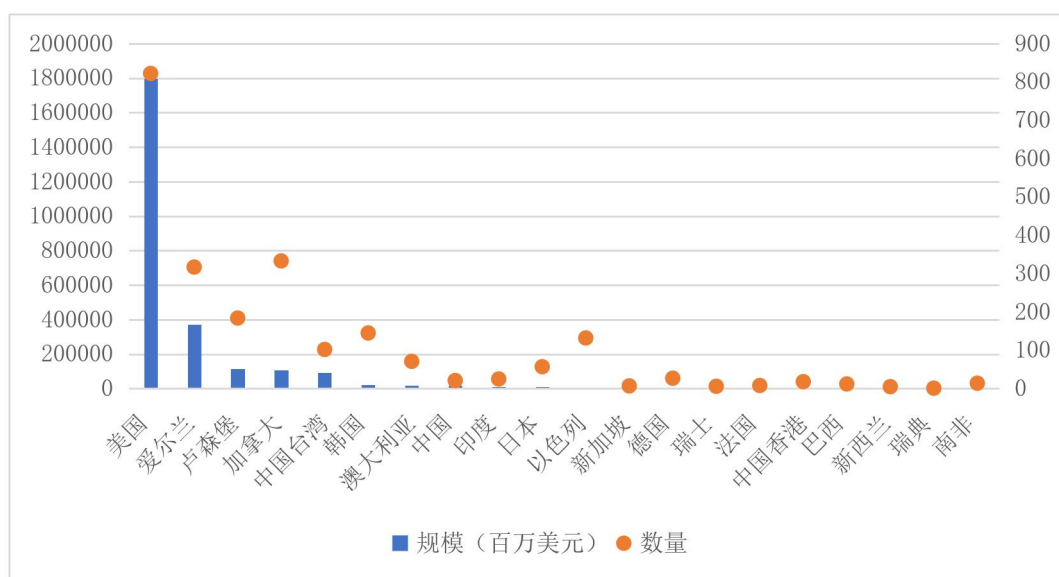


图 4 全球债券 ETF 地域分布

数据来源：彭博，截至 2025 年 1 月 8 日

2024 年美国市场债券 ETF 规模较上一年增长约 2600 亿美元，增速 17%。在近两年全球市场扰动及加息预期有所转变的背景下，债券 ETF 增长势头强劲。从产品细分类型看，

美国市场针对各类现券均开发了 ETF 产品，并在不同的久期、信用等级、策略等维度进一步展开产品创设，为投资者精细化配置提供基础。

具体来看，美国市场综合类债券 ETF 规模占比最高，为 33.7%；其次是国债类 ETF，占比 25.3%；第三是公司债类 ETF，占比 21.6%。综合类债券 ETF 为投资者提供了更广泛的债券市场的配置渠道，能够触达境内外整体债券市场，被广泛的应用于投资顾问的投资建议中。国债类 ETF 安全性高，已经推出了较为完整的、涵盖不同久期的产品序列，为投资者利率风险管理、收益率曲线策略提供底层工具。通货膨胀保值债券 ETF 能帮助投资者抵御通胀的风险。公司债类 ETF 分为投资级和高收益级两大类，通常提供高于美国国债的收益率，以补偿较高的信用风险，此外还有对冲利率风险策略的公司债类 ETF，为投资者提供更为纯粹的信用风险暴露。

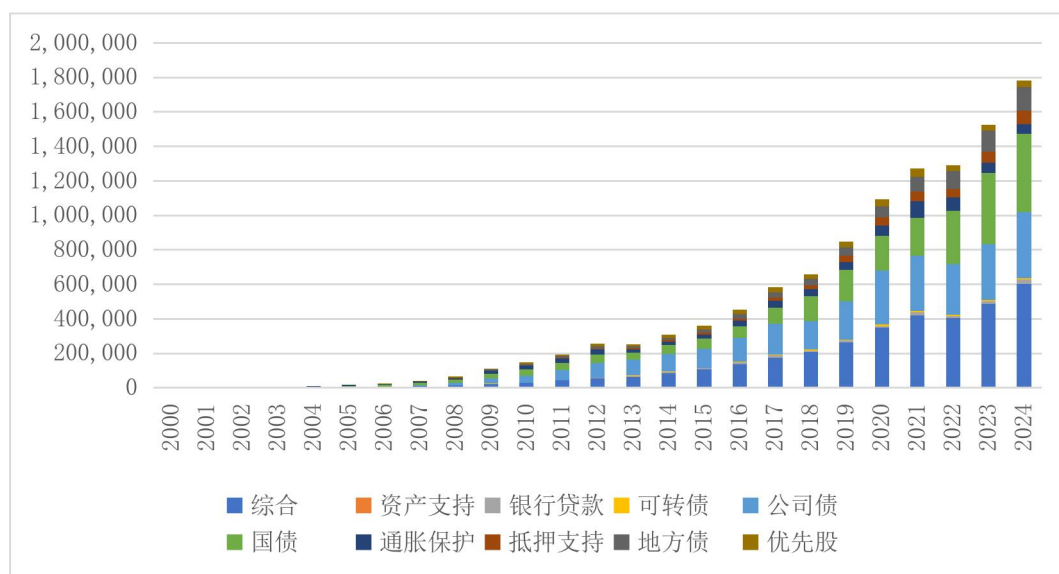


图 5 美国市场债券 ETF 类型分布

数据来源：彭博，规模单位为百万美元

2024 年美国市场债券 ETF 录得了历史性的资金流入，全年流入 2870 亿美元。从历史资金流动情况来看，2020 年度美国债券 ETF 也获得了较大的资金流入，仅次于 2024 年度。彼时处于市场冲击期间，资产价格波动加大，一些恐慌抛售阶段债券 ETF 起到了流动性支持和风险管理的作用。2024 年，随着通胀放缓，市场预期加息周期结束，债券投资吸引力开始增强，叠加此前市场对债券 ETF 产品优势的逐步认可，债券 ETF 获得大量资金流入。分类型看，2024 年美国市场国债类 ETF 资金流入较上一年减少，通胀保值债券 ETF 资金继续流出，而综合类、公司债类 ETF 资金流入增加。

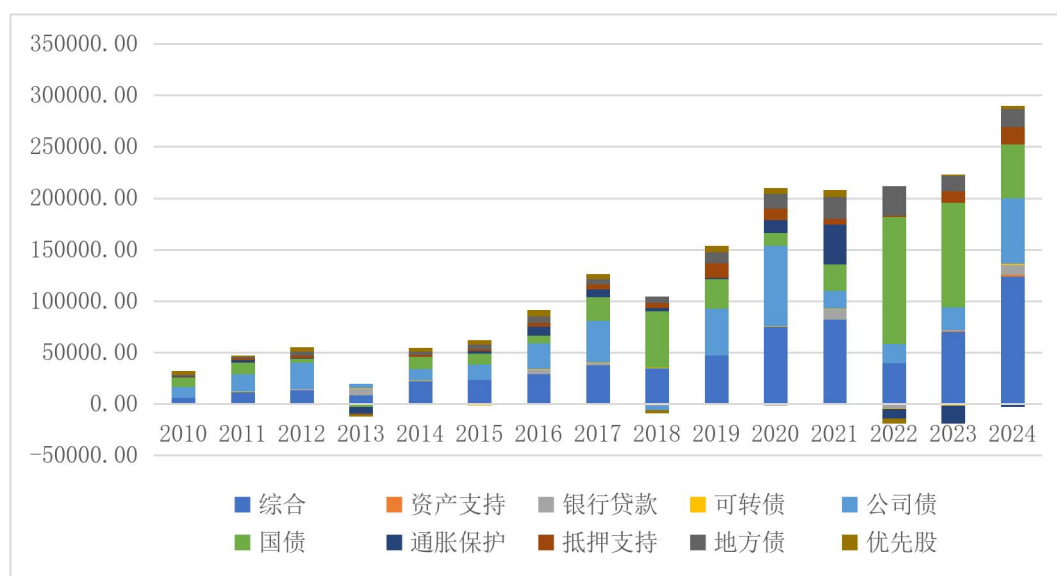


图 6 美国市场各类债券 ETF 资金流量

数据来源：彭博，规模单位为百万美元

债券 ETF 具备强劲的增长潜力。根据 BBH 发布的 2024 年全球 ETF 投资者调研报告，全球 70% 的投资者计划在未来

增持债券 ETF，在美国市场，这一比例高达 90%。从规模角度看，虽然债券 ETF 总规模不及债券共同基金，但其规模增速已连续数年超过债券共同基金。从现金流量角度看，在 2022 年美债市场波动率迅速及持续提升阶段以及在 2023 年内部分美债市场波动率迅速提升阶段，债券共同基金呈现现金流出，而债券 ETF 则与之相反，获得了现金流入。2024 年至今，规模体量相对较小的债券 ETF 资金流入量与规模体量较大的债券共同基金相当，部分月份资金流入超过了债券共同基金。可见在市场扰动期间，债券 ETF 能够成为稳定市场的利器，并帮助投资者在波动加剧期间实现债券资产配置。从海外市场的规模及现金流角度看，债券 ETF 未来的发展前景值得期待。

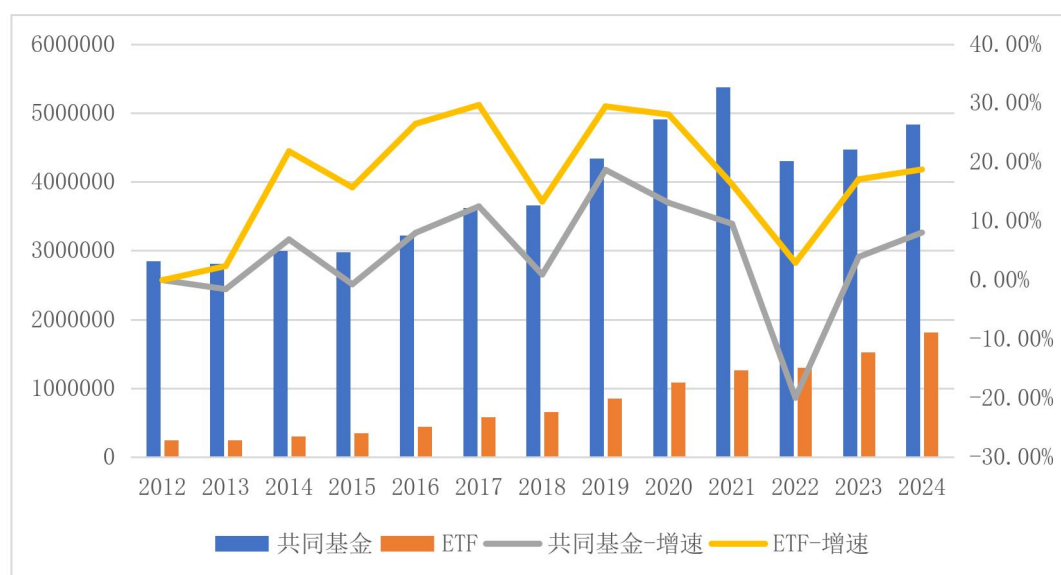


图 7 债券型共同基金与债券型 ETF 规模比较

数据来源：彭博，规模单位为百万美元

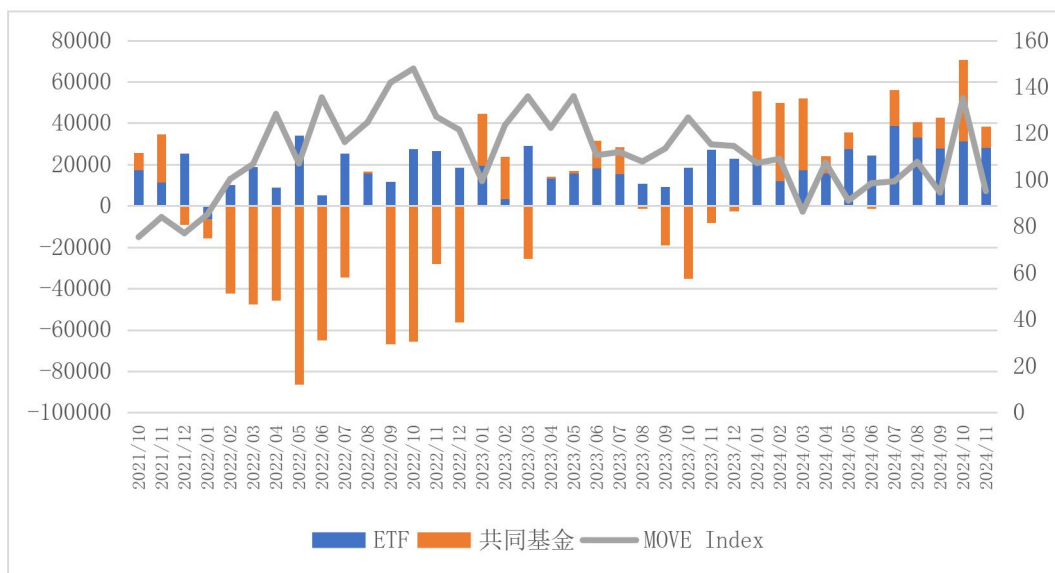


图 8 债券型共同基金与债券型 ETF 资金流量比较

数据来源：彭博、Wind，资金流量单位为百万美元，MOVE Index 衡量美国利率波动性

（二）海外债券 ETF 发展特点及新趋势

1. 主动债券 ETF 发展迅速，有望成为债券 ETF 领域的下一个增长点。

根据 J.P.Morgan 的预测，到 2030 年，全球债券 ETF 规模将增长至 6 万亿美元，其中主动型债券 ETF 规模将增长至 1.7 万亿美元。根据 BBH 发布的 2024 年全球 ETF 投资者调研报告，80% 的投资者在过去 12 个月购买了主动管理 ETF，78% 的投资者计划在未来增持主动管理 ETF。相比主动型共同基金，主动型 ETF 具备税收效率、流动性、透明性等多重

优势，且随着产品不断创新，主动型 ETF 能够提供多样的策略与超额收益。全球债券市场规模 141 万亿美元，债券数量超过 3 百万只，投资债券需要考虑利率风险、信用风险、流动性及市场效率等较多因素，主动债券 ETF 可根据市场情况及时调整组合，更精细地微调信用质量、久期风险和风险敞口，更好地应对市场变化和各项风险。考察美国市场情况，从规模上看，虽然主动债券 ETF 规模不及被动债券 ETF，但其增速已领先于被动债券 ETF。从资金流量情况看，主动债券 ETF 资金流入呈现增长态势，并开始超过被动债券 ETF。2024 年主动债券 ETF 资金流入约 1900 亿美元，超过被动债券 ETF 的 1100 亿美元。越来越多的旗舰主动策略正在以 ETF 的形式推出，或者被转换为 ETF 的形式。

2.海外市场债券 ETF 通常进行定期收益分配。

月度分红是海外市场的债券 ETF 的常见模式，数量占比约 46%，对应产品近 1 年平均分红回报 4.93%。ETF 所持的债券资产能够获得较为稳定的票息收入，存在定期分红的收益来源。债券 ETF 产品层面的分红能够为投资者带来较为稳定的现金流入，适合零售投资者配置。目前前十大债券 ETF 均采用月度分红模式，具有有相对可观的分红回报。

3.海外债券 ETF 特色型产品层出不穷

2024 年全球新发 392 只债券 ETF，市场出现了更多针对特定投资目标和风险偏好的产品。美国市场方面，约 80% 的新发债券 ETF 采用主动管理模式。头部公司中，贝莱德布局

了两只主动管理 ETF，进一步完善其 iBonds 目标日期产品序列，并基于此开发了投资于旗下目标日期 ETF 的阶梯策略债券 ETF，该产品能够较好地分散利率风险。先锋基金则继续完善了其免税系列地方债 ETF。F/m Investments 此前开发了不同期限的单一国债 ETF，2024 年在投资级公司债领域内继续布局，产品主要投资于目标期限的新发公司债并进行定期分红。Innovator 继续布局期 Buffer 系列 ETF，该产品通过衍生品对现金流重新调整，提供下跌保护及相对确定性的收益。在经历了过去几年的市场波动后，投资者对结合衍生品的特定策略的产品关注增加。Stone Ridge 针对退休规划开发了一系列长寿收入 ETF，产品每月分配收益，为投资者在较长时期内提供更可预测的稳定收入。欧洲市场方面，目标日期系列 ETF 及可持续主题 ETF 是重要的发展方向。亚太市场方面，超长久期 ETF 及高收益 ETF 产品新发较多。

三、债券 ETF 发展与思考

（一）债券 ETF 市场展望

随着市场有效性及成熟度提升，在资管行业发展到一定程度后，费率低、投资透明、风格稳定的指数型产品将进入发展壮大期。近几年被动型产品规模增速显著高于主动型产品，尤其是以 ETF 为代表的被动工具发展势头强劲。债券 ETF 正站在一个重要的发展风口，产品优势已经体现并广泛应用，未来发展前景值得期待。

市场环境方面，近几年利率中枢处于低位，债券类资产的整体回报中枢不断下移，在低利率、低波动的大趋势下，传统的票息收益和波段操作的空间被压缩，主动债基与被动债基的收益及波动率差异进一步收敛，债券被动投资的低成本优势开始显现，当前正是推行债券指数化投资理念的重要窗口期。

投资者需求方面，相比场内更多的高波动的权益属性工具，债券 ETF 有效补充了场内相对稳健型的产品图谱，能满足部分投资者对风险收益特征明确、投资相对安全、收益相对平稳的要求。另外，个人养老体系的发展、资产配置理念的兴起、FOF 和投顾市场的扩容，均将带来更多配置和交易债券 ETF 的需求。债券 ETF 将以其自身优势吸引更多场内的稳健型零售客户，个人投资者原来仅能通过交易所和银行柜台购买有限品种和数量的债券，债券 ETF 的发展将有效拓宽个人投资者对固定收益类资产的配置范围。

对外开放方面，在资本市场双向开放新格局下，债券 ETF 也迎来较好发展机遇。中国债券已纳入全球三大主流债券指数，在全球机构投资者的投资组合中将占据越来越高的比重。根据人民银行的统计，截至 2024 年 11 月末，境外机构持有银行间市场债券 4.15 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.7%。流动性好、品种特征明确、标的分散的债券 ETF 能吸引对中国市场有配置需求的境外资金。双向开放格局下，境外机构投资者的入市便利性不断提高，债券 ETF 本就是境

外机构投资者更为熟悉和信赖的资产配置工具,符合其投资行为习惯,将获得其越来越多的关注。

基础市场建设方面,我国债券基础市场不断完善,券种丰富且持续创新;债券指数研发也正从期限、信用等级的简单划分拓展到各类主题、策略、因子等更细维度的划分;交易所启动的债券做市业务持续改善着场内债市的流动性;国债期货、信用衍生品等的蓬勃发展为债市提供了丰富的风险管理工具。固收基础市场成熟度的日益提升、生态圈的日益完善为债券 ETF 的多向发展奠定了坚实的基础。

政策支持方面,监管也在以持续积极的行动助力债券 ETF 发展。2023 年,交易所将债券 ETF 纳入融券卖出所得价款的投资范围。2024 年《证券公司风险控制指标计算标准规定》正式稿发布,把利率债指数基金作为优质流动性资产,纳入对证券公司的流动性覆盖率的计算考核中。这些举措进一步拓宽了债券 ETF 的应用场景。

(二) 债券 ETF 产品拓展思考

在产品研发方面,可以从收益拓展与支持宏观经济发展两个维度拓展债券 ETF 的产品开发方向。一是在利率长期下行的趋势下,探寻更多可行的收益来源,例如在底层债券中多向信用类资产方向拓展,或是纳入少量权益资产面向多资产方向开发产品;二是开发主题债券 ETF,全力支持实体经济和国家发展战略,优化资金配置,同时让投资者更好地分享我国经济高质量发展的成果。

1.高等级信用债 ETF

2024 年以来不少场内资金关注信用债类产品以获取更高收益，保险、养老金产品、银行理财等类型的投资者均有配置。在海外市场，投资级债券 ETF 往往是作为“核心+卫星”策略中的“核心”类资产进行配置。目前市场上的债券指数基金仍以利率债指数为主，在审慎、稳妥的发展思路下，充分考虑安全性与收益性，可从高等级信用债或国央企债出发探讨产品发展方向。

高等级信用债 ETF 有良好的市场基础，现券丰富，指数开发成熟，为产品发展提供了丰富的选择。从主体评级看，全市场 AAA 级信用债共 1.61 万只，余额 31.87 万亿，余额占比 65.20%，高评级债券还在不断扩容，市场容量广阔。跟踪指数方面，主流指数公司均针对信用债编制了丰富的系列指数，涵盖了多类信用评级及期限段，多条指数在评级上纳入了隐含评级指标，能够更前瞻性地对信用风险进行预警，相关指数能够表征高等级信用债市场的整体表现。在信用风险管控方面，产品管理人需强化内部信用研究体系、风险防范体系以及违约处理机制，履行勤勉尽责的义务，同时做好投资者适当性管理，有效揭示潜在信用风险；在投资操作中开展更为分散化的抽样复制，充分发挥产品特有优势，最大程度降低个券信用状况变动对组合整体的冲击，从实际上做到对投资者利益最大程度的保护，真正实现投资者将债券 ETF 作为稳健型资产定位的期望。

2.多资产 ETF

近年来，单一资产已经越来越难以满足投资者日益多样化的投资需求，各类资产之间不同的相关性为多资产配置提供发展基础，专注于多资产、多市场的资产配置策略受到投资者关注。多资产 ETF 能着眼于收益与风险之间的平衡，通过单只产品实现多元化的资产配置。

我国的 ETF 市场进入了高质量发展期，ETF 生态逐渐发展成熟，多元化品类的 ETF 将成为市场中不可或缺的环节。在资产配置理念以及指数化投资发展趋势下，多资产 ETF 有望成为新的发展方向，并能够推动大类资产配置理念的普及，促进金融市场稳定，拓展多元化的收益来源。

首先，多资产 ETF 为更广泛的投资者提供了一条便捷、低成本的大类资产配置渠道，通过分散投资于不同的资产类别，实现更稳健的投资组合，一站式提供资产配置解决方案。其次，多资产 ETF 通过将资金分配到多个资产类别，而不是少数高风险资产，将减少组合对单一资产或行业的依赖，有助于减少单一市场过热的风险，降低市场整体波动性，对市场有一定的助稳作用。最后，全球经济增长面临下行压力，一些经济体面临着增长放缓、贸易摩擦、地缘政治风险等挑战，全球利率整体处于下行通道，在这样的宏观背景下，拥有一个能够降低风险并提供多元化敞口的投资组合是较理想的解决方案。

目前在多资产配置上已存在一系列较为成熟的策略，目标风险、目标日期、风险平价、宏观轮动、股债利差、恒定比例等策略都有一定的市场实践经验。可优先从简单、成熟并具备良好市场基础的稳健型“固收+”策略出发，逐步拓展产品序列，满足多样化的资产配置需求。偏向固收类的稳健型多资产 ETF 能满足中低风险偏好，为投资者提供更多的收益来源，提升投资体验，适合长期持有，符合中低波动型产品的创设方向。

3.主题债券 ETF

债券是政府、企业重要的融资渠道之一，在满足发行人资金需求、促进经济转型升级等方面发挥着重要作用，债券市场持续支持着实体经济的发展。随着金融五篇大文章的深入推进和落实，开发绿色债券、科创债券等符合宏观经济导向的主题债券 ETF，将起到优化资源配置的作用，引导社会资金投向国家战略重点领域，同时也为投资者分享特定产业增长带来的收益。例如，绿色债券 ETF 可以将社会资金引导到可再生能源、可持续项目等绿色发展领域中，加速经济低碳经济转型，满足投资者日益增长的 ESG 投资需求；科技创新 ETF 可以引导社会资金流向具有创新能力和增长潜力的科创企业，支持科技创新和产业升级，为投资者分享科技发展带来的红利。目前主流指数公司已针对科技、绿色、普惠、养老及数字金融领域推出了一系列具有代表性的指数，为未来产品化落地提供了多元化选择的基础。

专题系列（八）黄金 ETF 研究报告

华安基金管理有限公司

一、黄金 ETF 介绍

从境内现有的黄金投资工具来看，目前市场上已经具备了满足不同资金属性的相应投资工具，主要包括黄金 ETF 及联接基金、实物投资金条、纸黄金、黄金现货实盘交易、黄金现货延期交易、黄金期货交易等。

（一）黄金 ETF 运作机制

黄金 ETF 是一种以黄金为基础资产，跟踪现货黄金价格变化，在交易所交易上市的交易型开放式基金。黄金 ETF 与股票 ETF 较类似，所不同的是将一揽子股票换成黄金现货合约，从而拟合境内现货黄金价格的表现。投资者可以通过购买黄金 ETF 来参与黄金市场的投资，同时避免了实物黄金存储、保管等问题。因此，黄金 ETF 既有实物黄金作为资产保障，又可以上市交易保证流动性，已经成为机构投资者配置黄金资产的重要载体。

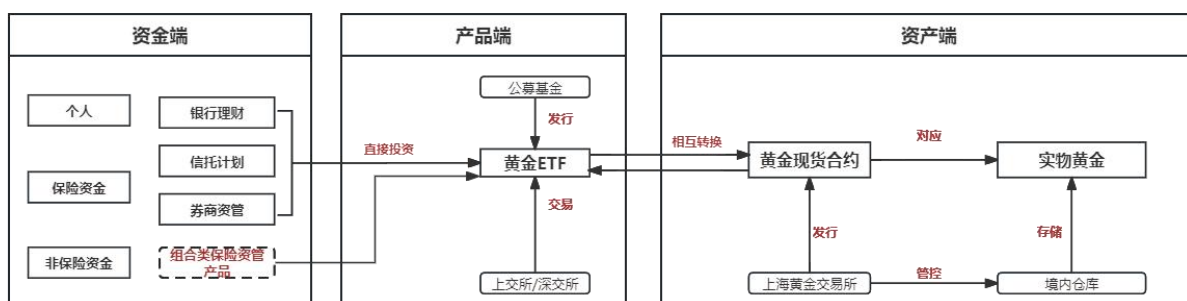


图 1 黄金 ETF 到实物黄金的传导机制

数据来源：华安基金

举例来说，当投资者买入黄金 ETF，黄金 ETF 需求增加，为了实现黄金价格的紧密跟踪，黄金 ETF 基金管理人在上海黄金交易所增持对应规模的 AU9999 黄金现货合约。从而实现了黄金 ETF 规模和黄金现货合约规模的联系。黄金现货合约可以理解为提取现货黄金的凭证，因此黄金现货合约需求增加，反映出上海黄金交易所的现货黄金投资需求增加。在基金管理人增持黄金合约的操作中，AU9999 黄金合约出现净买入需求，将推动金价上涨。因此投资者买入黄金 ETF，会通过基金管理人买入黄金现货合约，最终反映到黄金的价格上。

（二）黄金 ETF 与其他黄金投资工具对比

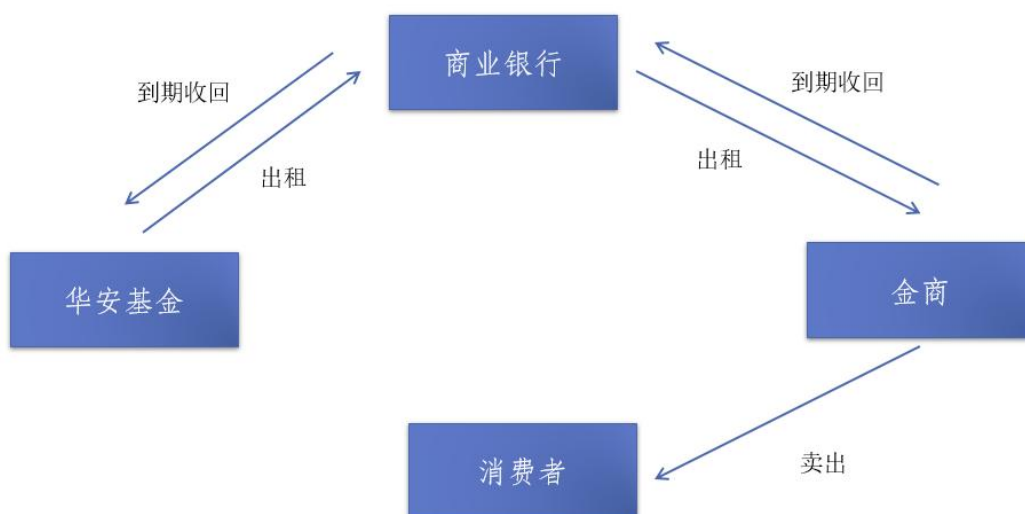
由于监管以及业务风险等因素，当前商业银行纸黄金业务整体处于收缩状态，上金所的黄金现货交易资格也仅限于金交所会员。因此，境内资管机构参与黄金的投资方式主要集中在黄金 ETF、黄金 ETF 联接基金和黄金期货交易。

（三）黄金 ETF 租赁业务

境内黄金 ETF 相较于海外的黄金 ETF 存在诸多的运作创新，包括黄金 ETF 租赁收益，以及交易效率。

租赁业务是境内黄金 ETF 的特色。境内黄金 ETF 能够将黄金租赁收益分享给投资人，相应的租赁收益直接计入基金净值。以华安黄金 ETF 为例，自 ETF 成立以来累计获得黄金租赁收益 1.46 亿元，达到管理费的 50%。

境内黄金 ETF 租赁的对手方是商业银行和金商，当前的 ETF 出借上限为 ETF 规模的 30%。上金所场内黄金同业租借参考费率显示，截止 2024 年 12 月，6 个月加权平均费率为 0.20%，一年期加权平均费率为 0.33%。



租赁业务为投资者获取超额收益，可弥补基金管理费等费用

图 2 境内黄金 ETF 租赁业务机制

表 1 上海黄金交易所场内黄金同业租借参考费率统计表

期限	算术平均费率 (%)	加权平均费率 (%)	最高费率 (%)	最低费率 (%)
6 个月	0.28	0.2	0.4	0.16
1 年	0.33	0.33	0.35	0.3

数据来源：上海黄金交易所， 2024/12/31

其次，境内黄金 ETF 具备较高的交易效率。二级市场交易 T+0，可实现当日买入当日卖出，黄金合约申赎效率同样为 T+0，现金申赎效率为 T+1。流动性的改善，提高了境内黄金 ETF 的竞争力，也满足了投资者的交易需求。



图 3 境内黄金 ETF 交易效率

资料来源：华安基金

二、中国黄金 ETF 发展历程

2013 年 6 月，上海黄金交易所和上海证券交易所跨市合作，中国首批黄金 ETF——华安黄金 ETF 及国泰黄金 ETF 正式获批。截至 2024 年底，已有华安、国泰、易方达、博时等 14 家基金公司推出了黄金 ETF，规模达 704 亿元。

表 2 已上市黄金 ETF 列表

基金名称	成立日	规模(亿元)	日均成交额(亿元)
华安黄金 ETF	2013-07-18	286.76	12.82
国泰黄金 ETF	2013-07-18	71.42	1.50
易方达黄金 ETF	2013-11-29	132.48	3.44
博时黄金 ETF	2014-08-13	150.04	2.21
华夏黄金 ETF	2020-04-13	14.39	0.29
工银黄金 ETF	2020-04-24	10.04	0.13
前海开源黄金 ETF	2020-04-29	3.96	0.02
富国上海金 ETF	2020-07-06	7.74	0.15
广发上海金 ETF	2020-07-08	7.21	0.16
建信上海金 ETF	2020-08-05	4.84	0.03
中银上海金 ETF	2020-08-28	4.76	0.05
天弘上海金 ETF	2021-07-06	4.60	0.08
南方上海金 ETF	2022-03-03	4.80	0.06
嘉实上海金 ETF	2022-03-23	1.39	0.09

数据来源：Wind，截至 2024/12/31

中国黄金 ETF 市场大致经历了四个阶段：

1) 萌芽阶段，2013 年至 2016 年，其间新发行 4 只，规模迅速增长至 96 亿元；

2) 稳定增长阶段，2017 年至 2019 年，未发行新基金，规模稳步增长；

3) 产品扩张阶段，2020 年至 2022 年，其间新发行 12 只，其中 9 只为挂钩上海金的黄金 ETF，有效地反映中国黄金市场的供需关系和价格趋势，且规模快速扩张，最高达到 277 亿元后回落至约 207 亿元；

4) 快速扩张阶段，2023 年至 2024 年，未发行新的黄金 ETF 而有两只到期，但随着金价的走高，这一阶段内黄金的投资者参与度和认可度与日俱增，黄金 ETF 的总规模快速扩张，2024 年底已突破 700 亿元。

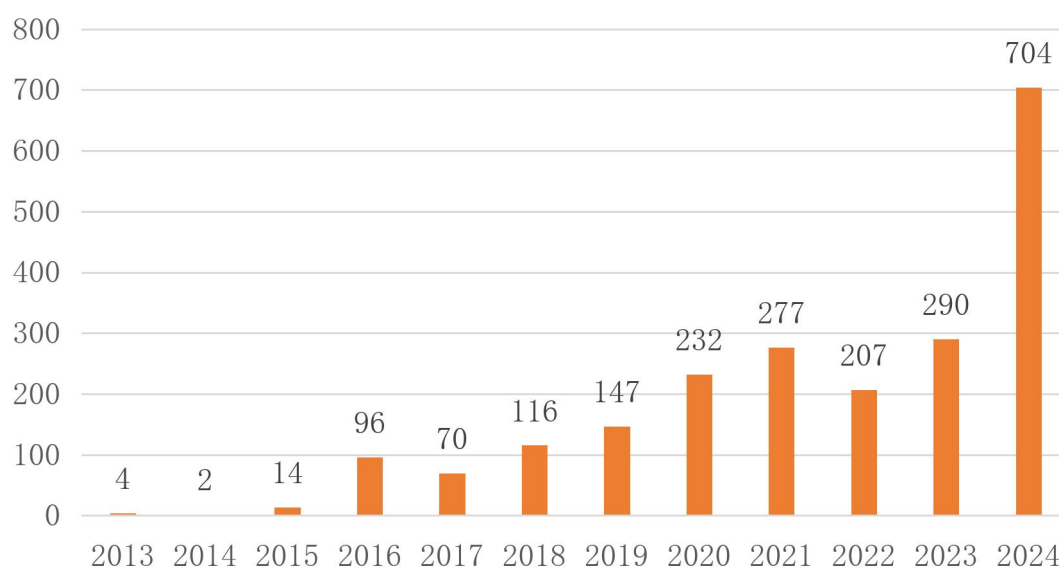


图 4 境内黄金 ETF 历年总规模（亿元）

数据来源：Wind，截至 2024/12/31

随着黄金投资者的参与和黄金 ETF 整体规模的提升，黄金 ETF 的流动性也逐步提升。过去五年黄金 ETF 平均年度成交 5286 亿元，2024 年全年成交 5087 亿元。

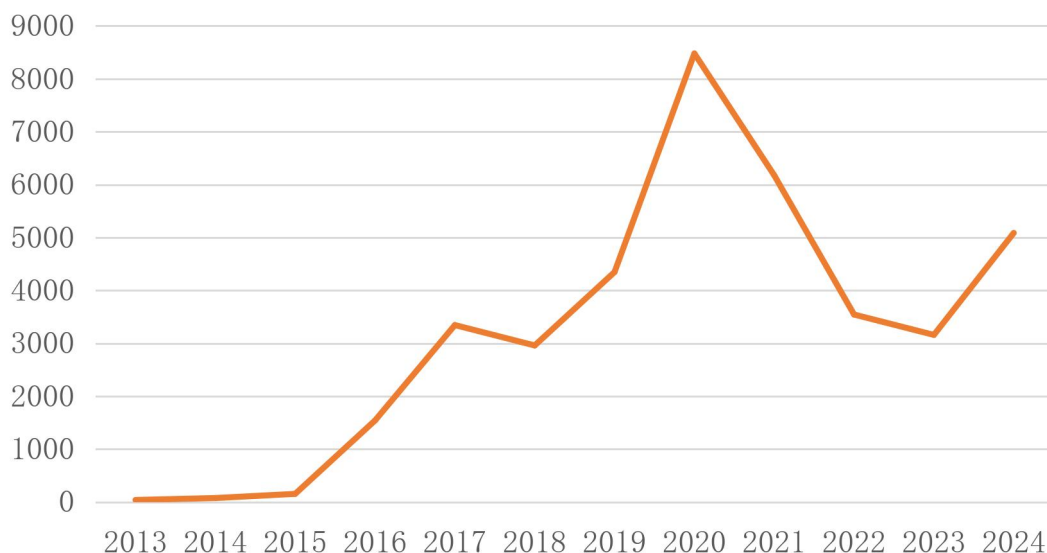


图 5 境内黄金 ETF 历年总成交额（亿元）

数据来源：Wind，截至 2024/12/31

三、黄金 ETF 分析框架

黄金作为商品，供应和需求是影响黄金价格的潜在因素，但从黄金投资的分析框架来看，黄金的价格波动主要受货币属性、金融属性和交易属性的影响，即黄金的价格长期看货币属性，中期看金融属性，短期看交易属性。货币属性来源于黄金作为一种隐形的货币，具有对抗全球信用货币超发的影响。金融属性来源于黄金价格和金融数据相关度较高，特别是实际利率和联邦基金利率。交易属性来源于黄金价格还受到短期内投资者情绪和避险因素的影响。此外，黄金是大

类资产的核心类别之一,在投资组合中起到重要的资产配置作用，因此受到全球央行以及资产管理机构的重视与青睐。

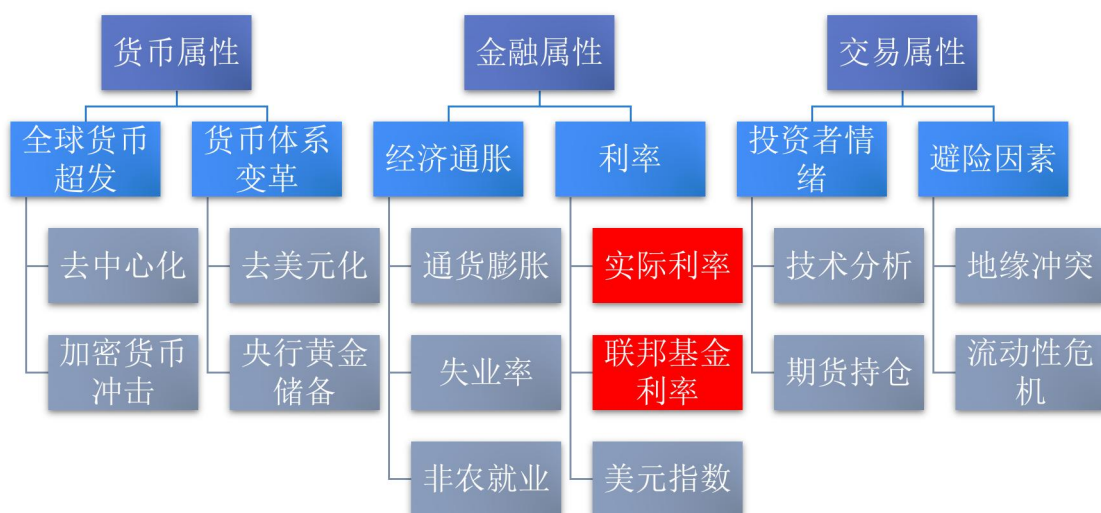


图 6 黄金投资分析框架

数据来源：华安基金

黄金的供给主要来自金矿的生产和黄金回收产生的再生金。从黄金过去十年的供给来看，供给相对比较稳定，每年在 4700 吨左右，过去 14 年年化增长率为 1%。从供给结构来看，75%来自金矿生产 25%来自再生金。

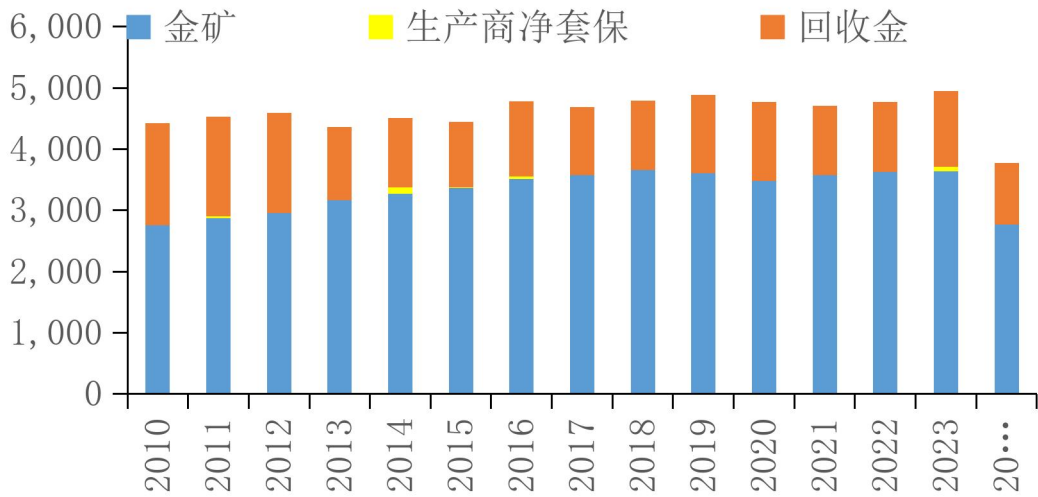


图7 黄金供给保持稳定

数据来源：世界黄金协会，2024/12

黄金需求整体稳定，央行净购金占需求比例显著提升。黄金的需求主要来自于消费、投资、科技生产等，从过去十年来看，黄金的需求也较为稳定，年均需求 4700 吨左右，最近十年需求年化增长率为 1%。

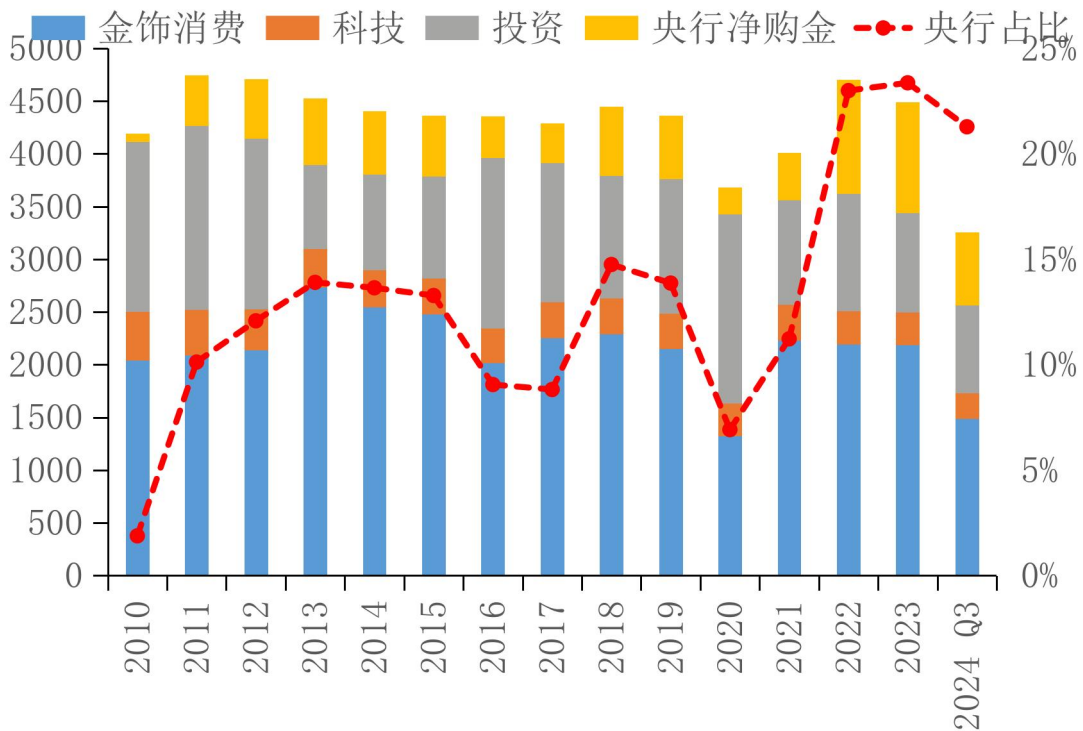


图 8 黄金需求结构

数据来源：世界黄金协会， 2024/12

黄金资产在过去 20 年的年均回报率为 7.78%，过去 50 年为 8.65%，整体来看黄金长期收益中枢为 8%左右，是具备长期增长潜力的核心大类资产。自 1971 年布雷顿森林体系解体以来，黄金与美元脱钩，叠加美元量化宽松等导致的美元货币超发，过去 50 年从 35 美元/盎司涨到 2000 美元/盎司，涨幅超过 57 倍，折合年化收益率 8.3%左右。

自 2005 年初至 2024 年 12 月，从过去 20 年黄金的投资收益来看，黄金收益 420%，标普 500 收益 385%，上证指数收益 164%。黄金不仅战胜了通货膨胀，还跑赢了上证指数和标普 500 指数。

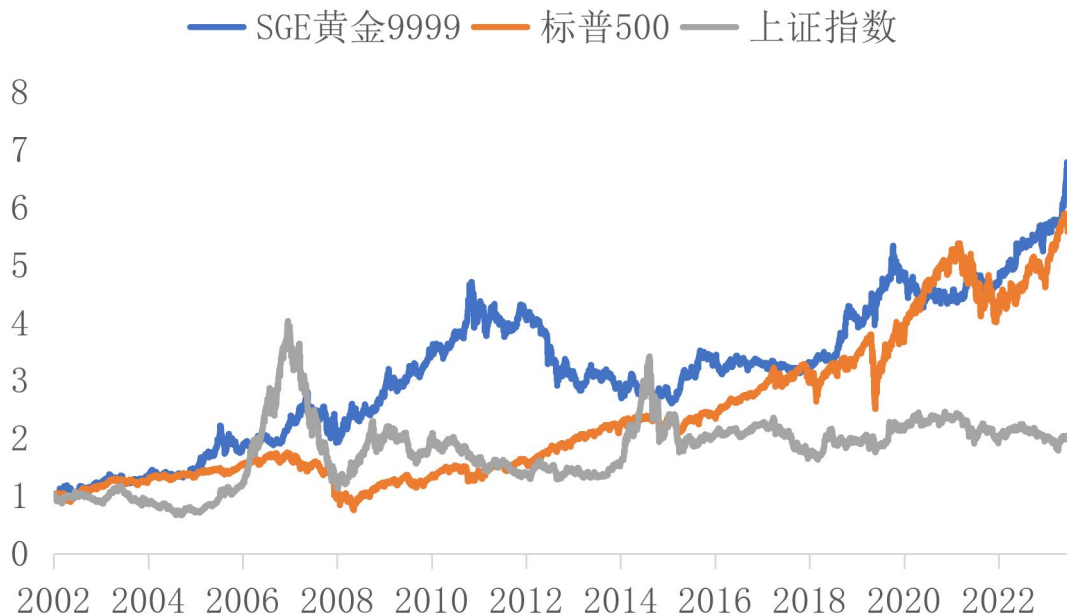


图 9 黄金历史走势

数据来源：Wind，2024/12

黄金的价值本质是对抗全球信用货币超发，“外汇储备多元化”的趋势利好黄金表现。以美国为例，未偿还的存量国债规模占 GDP 比重已超过 120%，过高的债务规模导致美元信用下降。虽然黄金不在实质上与信用货币挂钩，但黄金依然被全球央行所认可，是重要的储备资产。因此，信用货币超发越多，黄金的价值越得到体现。具体到美元储备指标，全球央行的美元储备占比越低，金价越高。

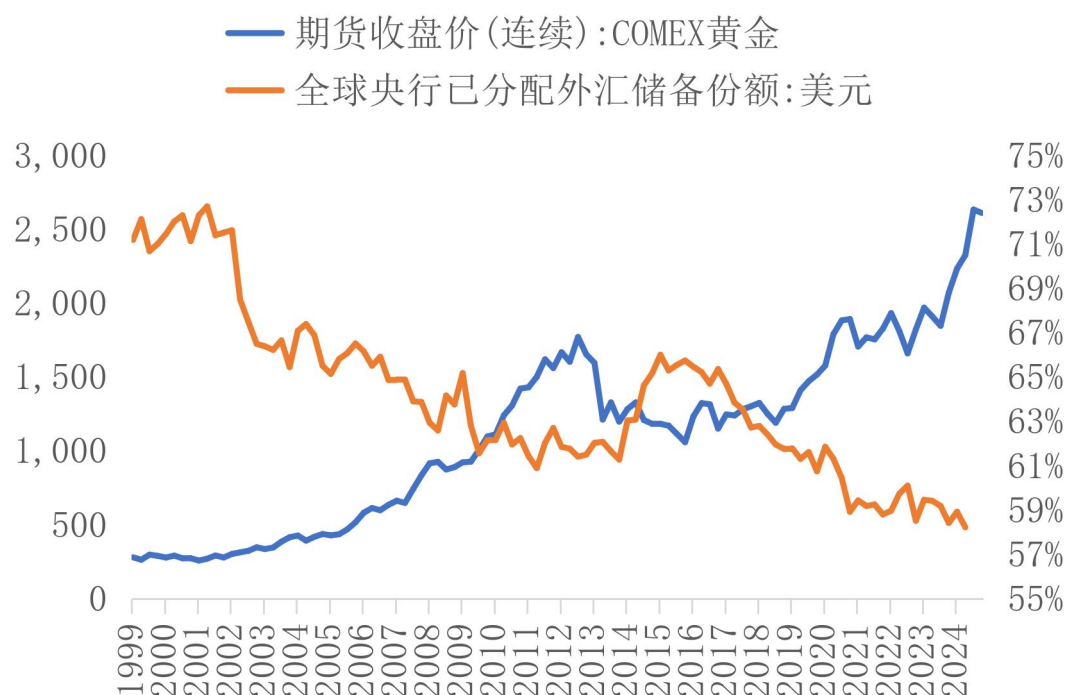


图 10 美元的长期表现与央行的美元储备呈负相关

数据来源：Wind，2024/12

对黄金价格波动影响最大的指标是美国实际利率，通常用通胀指数国债（TIPS）收益率来表示。实际利率是名义国

债利率减去通胀预期的结果，在高通胀环境下，实际利率的下行幅度会大于名义利率。

美国实际利率衡量了黄金的持有成本，与黄金价格是负相关关系。因为投资黄金放弃了持有美元的货币收益，因此持有黄金的机会成本要考虑经过货币购买力稀释之后，美元现金的名义收益率，即实际利率。因此，在美联储降息周期中，实际利率整体走弱，利好黄金；在美联储加息周期中，实际利率整体走强，利空黄金。



图 11 黄金与美国实际利率呈现明显的负相关

数据来源：Wind，2024/12

黄金具备对冲风险的能力，在 2008 年金融危机、2020 年新冠疫情、2022 年俄乌冲突、2023 年海外银行业危机中，黄金均有亮眼表现。但值得注意的是，黄金的行情持续性主要依赖美联储的货币政策，如果避险事件无法对货币政策造成趋势性影响，则避险因素所主导的黄金行情较短，例如局部区域的地缘政治摩擦。

地缘政治风险容易带来战争预期和危机预期，进而带来避险投资需求，使得投资者倾向于购买黄金。地缘政治风险(GPR)指数，用于衡量负面地缘政治事件。统计显示，在地缘政治行为指数环比上升时，对黄金价格的影响更积极。

黄金的避险属性还体现在大类资产层面，当股票、债券市场大幅波动时，黄金由于其低相关性的属性，能够有效对冲资产组合风险。以 2022 年为例，A 股、美股、境内债券、美国债券均出现阶段性的回撤，而 AU9999 黄金保持了 9.8% 的正收益率。

表 3 近五年各大类资产相关系数矩阵

	沪深 300	德国 DAX	纳斯达 克	原油	黄金	中证国 债
沪深 300	1.00	0.20	0.18	0.09	-0.06	-0.09
德国 DAX	0.20	1.00	0.55	0.21	-0.05	-0.05
纳斯达克	0.18	0.55	1.00	0.28	-0.03	-0.03
原油	0.09	0.21	0.28	1.00	-0.01	-0.02
黄金	-0.06	-0.05	-0.03	0.00	1.00	0.12
中证国债	-0.09	-0.05	-0.03	-0.02	0.12	1.00

数据来源：Wind，2024/12

四、境内黄金 ETF 的发展成果及展望

境内黄金 ETF 产品设计极大拓宽了黄金市场的投资群体。一方面，证券市场本身天然具有全社会最为广泛的投资者群体，黄金 ETF 通过在证券交易所上市交易直接拓展了黄金市场的投资群体；另一方面，黄金 ETF 以开放式基金的结构设立，使更多的机构投资者投资黄金成为可能，极大丰富了黄金市场的投资者类别。而黄金市场投资群体的增加以及投资者类别的丰富均是中国逐步建立国际黄金定价权的最重要因素，这基本确立了黄金 ETF 在黄金市场中的重要地位。

其次，黄金 ETF 不管是从参与门槛、持有成本、交易方式、资产安全性上看，比中国现有的黄金投资方式都具有明显的优势。此外，境内黄金 ETF 主要投资于上金所标准化的黄金现货合约，而非 OTC 市场的实物黄金，使得黄金 ETF 在资产安全性、产品功能性、投资管理方式上均优于海外的黄金 ETF 产品。

在美国几乎所有的私人财富管理机构，公募基金，商业银行，信托公司，保险资产管理公司，养老基金，退休基金，协会基金等均通过黄金 ETF 来达到配置黄金资产的目的。相对而言，黄金 ETF 的发展在中国仍处于起步阶段，方兴未艾。

至今，中国黄金 ETF 经历了 10 年的发展，已然成为投资者参与黄金市场、资产配置的重要工具，规模逐渐增长，市场也愈发成熟。作为中国黄金交易市场的重要产品，黄金 ETF 的上市推动了中国黄金市场的进一步发展，不仅连接了

中国的黄金市场和证券市场，更为重要的是丰富了市场的投资品种，具有十分重要的意义。

首先，对于投资市场而言，实现了证券账户直接投资黄金市场，填补了 ETF 黄金产品的空缺，是中国黄金交易市场的一个重要举措。其次，对于基金公司而言，实现了对黄金资产的统一管理，有利于投资者对其监督和约束。最后，对于消费者而言，丰富了黄金投资产品，降低了黄金投资门槛，提高了市场的灵活性和流动性。投资者可根据资产配置规划需要快速买入或卖出，且不存在实物存储和交割问题，能实现风险的有效分散。

专题系列（九）ETF 互联互通研究报告

招商基金管理有限公司

一、跨境 ETF 发展历程

跨境 ETF 发展历程中几个里程碑式事件总结如下：

1. 2012 年，境内市场**首批跨境 ETF 推出**：易方达 H 股 ETF 和华夏恒生 ETF，分别于上交所和深交所上市交易；

2. 2013 年，首批投资于美国市场的 ETF 在上交所上市，内地投资者得以通过其投资纳斯达克和标普 500 ETF 产品，间接投资美国股市。

3. 2017 年后，随着中国科技公司的崛起，**中概股 ETF** 也逐渐兴起，成为连接中国投资者与全球资本市场的重要桥梁。

4. 2019 年以来，中日、沪港、中新 ETF 互通相继推出。

5. 2022 年，ETF 被正式**纳入沪深港通标的**，新成立的跨境 ETF 数量快速增加。这些 ETF 大部分集中在香港市场，美国市场和中概股相关的 ETF 也颇受欢迎，为投资者提供投资全球多元市场的广泛机会。

6. 2024 年，沪深港通 ETF 扩容，进一步吸引更多投资者参与 ETF 通的投资，提高产品流动性。

自 2021 年开始，**跨境 ETF 得到了快速发展**，每年均有近 30 只新产品成立，总规模也以每年近 1000 亿的速度增长。

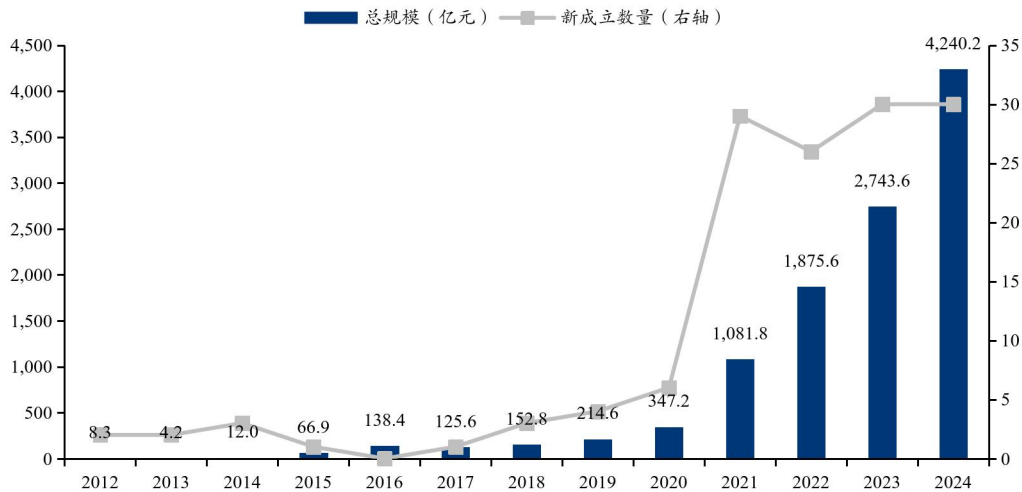


图 1 跨境 ETF 数量和规模情况

二、跨境 ETF 发展概况

（一）规模变化情况分析

自 2012 年 10 月首批共 2 只跨境 ETF 上市以来，逐月统计跨境 ETF 规模及数量变化情况，结果汇总如下图表。可以发现，2021 年后跨境 ETF 发展势头迅猛，产品数量从 20 余只发展至今共 137 只，总规模扩大大约 10 倍，截至 2024 年底总规模为 4240.2 亿元。

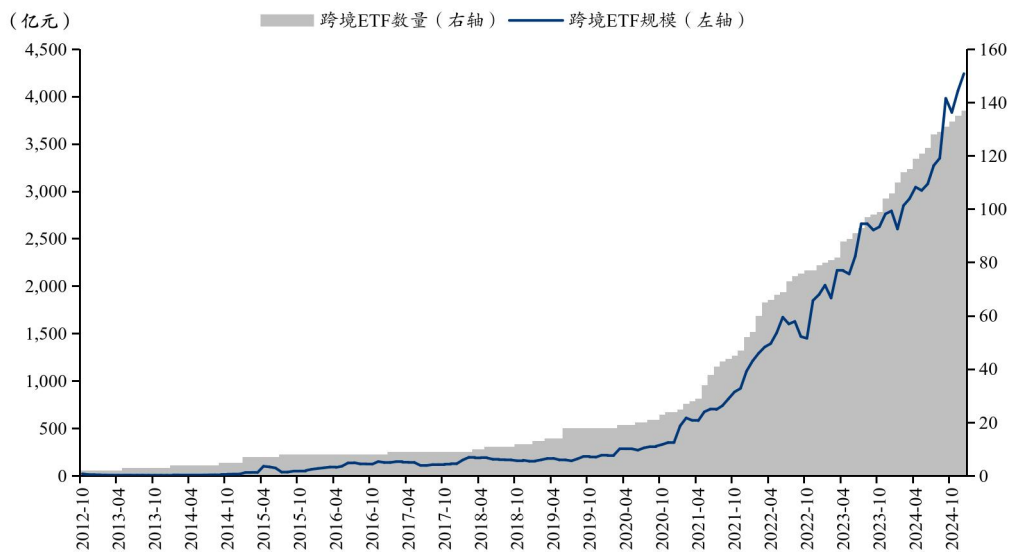


图 2 跨境 ETF 情况

分股票型、债券型、商品性和跨境型四大类统计各类产品规模及数量占比，结果如下。可以发现，股票型 ETF 依然占市场主要地位，规模占比至今依然高于 80%，而跨境 ETF 规模占比自 2020 年初提升迅猛，从 2020 年 2 月的 3.4% 最高提升至 2023 年 11 月的 15.9%。截至 2024 年 12 月底，跨境 ETF 规模占比为 11.9%。从产品数量占比看，跨境 ETF 保持稳定上升态势，截至 2024 年 12 月底 137 只产品数量占比 13.6%。

表 1 规模排名前十跨境 ETF 明细

基金简称	基金管理人	成立日期	投资 区域	跟踪指数名称	ETF 资产净值 (亿元)
中概互联网 ETF	易方达基金	2017/1/4	跨市场	中国互联网 50	363.3
恒生互联网 ETF	华夏基金	2021/1/26	中国香港	恒生互联网科技业	270.4
纳指 ETF	广发基金	2015/6/10	美国	纳斯达克 100	237.9
恒生科技指数 ETF	华夏基金	2021/5/18	中国香港	恒生科技	229.7
港股通互联网 ETF	富国基金	2021/9/15	中国香港	港股通互联网	221.9
恒生科技 ETF	华泰柏瑞基金	2021/5/24	中国香港	恒生科技	199.9

恒生 ETF	华夏基金	2012/8/9	中国香港	恒生指数	190.8
标普 500ETF	博时基金	2013/12/5	美国	标普 500 净总 回报	158.4
纳指 ETF	国泰基金	2013/4/25	美国	纳斯达克 100	144.0
恒生医疗 ETF	博时基金	2021/3/18	中国香港	恒生医疗保健	142.1

数据来源：Wind

（二）主要投资区域及其趋势分析

分月度统计近 5 年跨境 ETF 中不同投资区域的 ETF 规模和数量的变化趋势。各 ETF 投资区域由其底层股票上市交易所所在国家或地区确定，其中跨市场 ETF 底层资产投资于多个交易所上市的股票，截至 2024 年底主要有以下 9 只 ETF，其中规模较大的是中概股互联网 ETF，主要投资标的为香港交易所和美国纽约交易所、纳斯达克交易所上市的中国互联网公司股票。

从近 5 年各投资地区跨境 ETF 规模和数量的变化可以发现，规模增长的主要贡献是投资于中国香港的 ETF，其次为投资于美国的 ETF，跨市场 ETF 中占比较高的依然是投资于香港、美国的 ETF。除此之外，其余国家或地区的 ETF 规模相比之下几乎可以忽略不计。从产品数量的角度看，同样是投资于香港地区的 ETF 数量占绝对优势，美国其次。

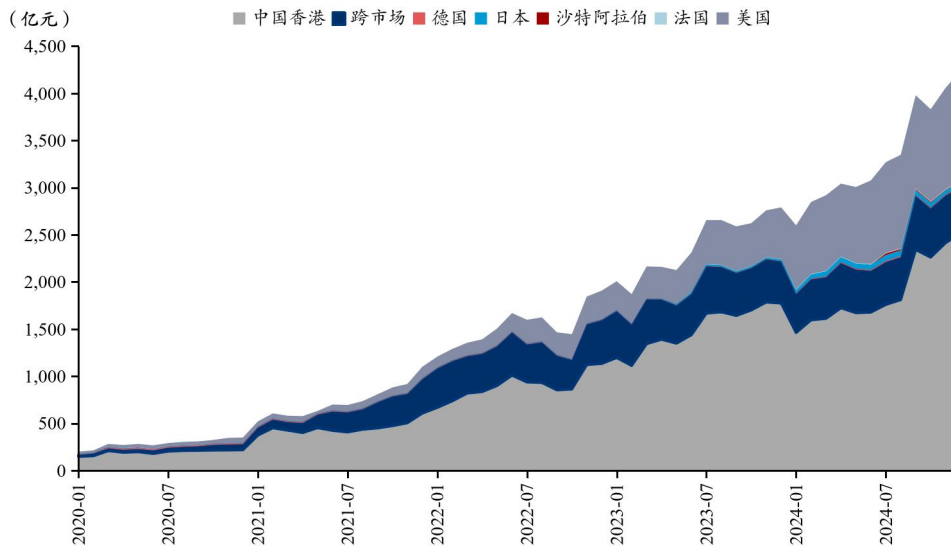


图 3 跨境 ETF 分区域增长情况

(三) 跟踪指数情况分析

统计 137 只跨境 ETF 跟踪指数情况。其中投资香港地区的跨境 ETF 数量最多，跟踪指数也最为丰富，93 只 ETF 共跟踪 44 只不同指数，其中跟踪规模超过 200 亿的共有 4 只，分别为恒生科技、恒生互联网科技业、恒生指数和港股通互联网。

除香港地区外，其中跟踪规模较大且跟踪数量较多的指数为纳斯达克 100，截至 2024 年底总产品规模高达 784.2 亿元，跟踪产品数量为 12 只，均为所有跨境 ETF 跟踪指数中最多。

按照指数发布机构分组统计，结果如下。其中恒生指数公司发布指数跟踪产品规模最大，总规模达 1595.5 亿元；而中证指数跟踪产品数量最多，总跟踪产品数达 51 只。

三、跨境 ETF 持有人情况分析

(一) 持有人结构分析

本节对跨境 ETF 持有人结构进行统计和分析。截至 2024 年中报，137 只跨境 ETF 中披露相应数据的共 119 只。分别统计各 ETF 经穿透后的机构持仓占比、个人持仓占比，以及 ETF 联接基金持仓占比、前十大持有者持仓占比指标。

按各 ETF 截至 2024-06-30 ETF 资产净值加权计算得到全部跨境 ETF 整体的持有者结构如下。其中经穿透后跨境 ETF 中个人投资者持仓占比为 63.5%，机构投资者持仓占比为 36.5%，总体来说跨境 ETF 投资者中个人占大多数。

全部跨境 ETF 中联接基金平均持仓占比在 22.1% 的水平，在此之中还存在 40 只 ETF 无场外联接基金，说明跨境 ETF 持有人以场内持有人为主。

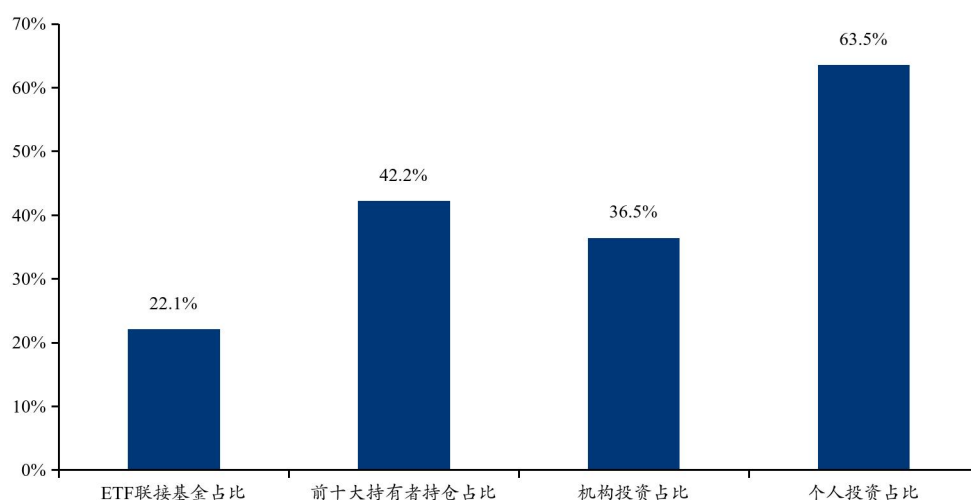


图 4 跨境 ETF 持有结构

（二）投资者交易行为分析

本节拟选取中国香港、美国代表性指数及挂钩产品，分析各地区市场行情与 ETF 规模涨跌之间的联系。香港市场选取规模排名居前的恒生科技指数 ETF 以及恒生 ETF，美国市场选取规模排名居前的纳指 ETF 和标普 500ETF。利用线性回归分析各 ETF 月度资金净流入额序列与指数月度涨跌幅序列之间的联系，结果如下。

1. 投资港股 ETF 净流入额与挂钩指数涨跌幅呈现**较为明显的负相关**，即指数涨势越好资金净流出趋势越强，而反之指数下跌时 ETF 资金反而呈现净流入。若用一句话概括投资港股 ETF 交易者的交易逻辑，可以描述为“**左侧交易，越跌越买**”。

2. 投资美股 ETF 净流入额与挂钩指数均**呈现正相关**。同时可以发现美股指数涨跌幅大多月份均为正，且月度净流入额大多月份也均为正，散点大多集中在第一象限，一定程度上说明对于美股大多数 ETF 投资者交易逻辑可以描述为“**长期看好，越涨越买**”。

四、跨境 ETF 规模增长主要原因分析

（一）与 A 股低相关，部分产品具有稀缺性

部分跨境 ETF 包含了与 A 股低相关、具备稀缺性的资产，对配置型资金而言能够降低组合风险。我们统计截至 2024 年底规模靠前的跨境 ETF，主要集中于**港股互联网板块、**

港股医药板块和美股市场。港股对企业盈利要求相对灵活，尤其是对未盈利的创新型企业更为包容，这为互联网和医药企业提供了更多上市机会。纳斯达克集中了全球领先的科技公司。通过跨境 ETF 配置上述低相关资产，可以实现资产多元化，并捕捉海外市场的独特投资机会。

（二）指数化投资理念深化，成为主流投资方式

近年来随着投资者对被动投资认知的提升，指数化投资逐渐成为主流策略。2024 年 A 股 ETF 市场迎来大扩容，截至 2024 年底，境内 ETF 市场产品数量 1037 只，上市规模 3.73 万亿元，全年净新增产品数量 139 只，净新增规模 1.67 万亿元。其中跨境 ETF 数量占比平稳增长，从 2023 年的 11.8% 提升至 2024 年的 13.1%。作为一种高效、透明的指数投资工具，跨境 ETF 能够帮助投资者以较低成本实现全球资产配置，契合指数投资的核心理念。

五、跨境 ETF 进一步发展的市场展望

（一）政策端：QDII 额度既是限制也是助推

公募基金运作跨境 ETF 产品时，投资方式主要分两类。对于港股市场产品，主要通过港股通渠道投资，不占用 QDII 额度。对于非港股市场产品，需要通过 QDII 渠道投资，规模受制于外汇管理局给基金公司批准额度，当公募基金公司 QDII 额度耗尽，通常会暂停申购业务，同时影响新产品申报。当新的 QDII 额度获批，相关产品也会恢复申购业务，

规模迎来增长。因此，QDII 额度对跨境 ETF 既是限制，也是助推。随着我国资本市场进一步开放以及外汇领域制度型开放，跨境 ETF 有望获得更广阔的发展空间。

（二）供给端：互联互通推动地域覆盖进一步丰富

从产品覆盖地域情况看，除了中国香港和美国市场外，当前跨境 ETF 还覆盖日本、德国、法国、韩国、东南亚、沙特等地区。标志性事件列示如下：

1. 2019 年 6 月 25 日，上海证券交易所和日本交易所集团分别举行了中日 ETF 互通开通仪式，标志着中日 ETF 互通项目正式开通。易方达、华夏、南方、华安基金的 4 只中日 ETF 互通产品在上交所成功上市。

2. 2023 年，华泰柏瑞南方东英新交所泛东南亚科技 ETF 在上交所上市，沪新互通 ETF 正式启航。

3. 2024 年中，沪深交易所与沙特交易所集团合作，通过跨境 ETF 促进两地资本市场互联互通。华泰柏瑞南方东英沙特阿拉伯 ETF 和南方基金南方东英沙特阿拉伯 ETF 于 7 月上市，跨境 ETF 的地域覆盖范围增加到中东地区。

我们认为，互联互通机制的推动将使跨境 ETF 的地域覆盖更加丰富，随着互联互通范围的进一步扩大，跨境 ETF 有望成为连接全球资本市场的重要桥梁。

（三）需求端：低利率时代，大类资产配置体系改变，或促进跨境 ETF 发展

大类资产配置理念的深化是推动跨境 ETF 发展的重要动力。过去 20 年，境内利率处于下行周期，境内股票和债券资产呈现长期上行趋势，且收益互补特征明显。面对已到来的低利率时代，单纯配置境内股债可能已经无法满足投资者对于风险分散和收益优化的需求。无论是将配置的品类扩充到商品和外汇，还是将配置的地域拓展到海外成熟与新兴市场，长期来看都将是 大类资产配置的必然选择。随着 大类资产配置体系发生改变，以及全球化投资需求的增长，跨境 ETF 将在财富管理行业扮演更加重要的角色。

专题系列（十）ETF 投资者画像研究报告

天弘基金管理有限公司

一、ETF 投资者画像

（一）年龄性别与画像

首先，根据天弘基金持有人数据，从年龄维度对 ETF 用户和场外指数基金用户进行细致剖析，便能发现二者之间存在着一定的相似性。具体而言，在 ETF 用户群体之中，30-50 岁之间的用户占据了相当可观的比例，高达 57%；50 岁以上的用户占比仅为 28%，相对而言数量较少。

场外指数基金用户，30-50 岁之间的用户占比为 59%，与 ETF 用户类似；30 岁以下的年轻用户更是达到 30%，50 岁以上的用户占比仅为 11%。

总体来看，年轻用户在 ETF 和指数基金用户群体中扮演着较为重要的角色。这种年龄分布上的特点，一方面反映出投资产品在市场渗透过程中对不同年龄段人群的吸引力有所不同，另一方面也暗示无论是 ETF 产品还是场外指数基金，在后续的市场拓展与产品优化过程中，都应当充分考量不同年龄段用户的投资需求、风险偏好以及投资习惯等诸多因素，以便更好地契合市场需求与客户定位。

表 1 场内外指数产品投资人年龄分布

年龄分布	场内	场外	总计
25 岁以下	3%	8%	8%
25-30 岁	11%	22%	21%
30-40 岁	34%	43%	42%
40-50 岁	23%	16%	16%
50-60 岁	18%	8%	8%
60 岁以上	10%	3%	4%
总计	100%	100%	100%

从场内外指数产品持有人的性别特点来看，场内 ETF 女性持有人占比 35.5%，男性占比 64.5%；场外指数产品的女性持有人占比 39.1%，男性占比 60.9%。从指数大品类来看，场内 ETF 与场外趋势相同，男性均占据了更大比例，其中，场外指数产品持有人中女性占比略高于场内 ETF。

表 2 场内外指数产品投资人性别分布

性别	场内	场外	总计
女性	35.5%	39.1%	38.9%
男性	64.5%	60.9%	61.1%
总计	100.0%	100.0%	100.0%

（二）场内外投资金额

场内 ETF 与场外指数另外一个颇为显著的差异体现在投资金额维度上。聚焦于 ETF 产品的投资者群体，他们展现

出更为雄厚的资金实力与投入力度，人均保有金额一路攀升至 60388 元这一较高水平。相较而言，场外指数基金的用户群体，其人均保有金额为 25950 元。这一差距不仅直观反映出两类投资者在资产配置规模上的不同选择，背后更蕴含着对投资产品特性、风险偏好以及投资策略的深层次考量。ETF 产品因自身交易成本较低、交易效率较高，往往吸引着那些具备一定投资经验、追求资产快速配置与灵活调整的投资者，他们愿意投入更多资金以博取潜在收益；而场外指数基金虽具备操作便捷、申购门槛低等优势，却也因交易灵活性稍逊，使得其用户群体在投资金额上趋于保守，人均保有金额相对处于相对更低水平。

（三）投资年限与入市时点

场内 ETF 投资已然成为近年来投资者们踊跃涉足的热门领域，绝大多数 ETF 用户都是近几个年份才开启的投资之旅。



图 1 ETF 投资人入场时间调研

具体来看，在 10914 份调研问卷反馈信息里。其中，占比高达 47.2% 的用户，是在 2020 年之后才初次踏入 ETF 的投资大门，这个时间段正值金融市场历经诸多变革、新机遇不断涌现之际，众多投资者敏锐捕捉到 ETF 产品蕴含的潜力，从而纷纷入局；另有 31.2% 的用户选择在 2018 年至 2019 年期间投身于 ETF 投资浪潮之中，他们果敢入场，提

前布局。这些数据反映出了 ETF 投资在近几年的热度在不断攀升。

二、ETF 投资者行为

（一）持有时长和交易频次

宽基 ETF 持有时间更长。以行业 ETF 产品为例，数据统计显示，其每周期平均持有时长为 346 天，略低于宽基 ETF 的平均持有时长。从交易频率来看，二者也存在差异。行业 ETF 产品的用户平均每 11 天就会发起一次交易，展现出较高的换手频率，相比之下，宽基 ETF 用户的平均交易间隔为 13 天，活跃度稍逊一筹。综合来看，用户在涉足行业 ETF 产品时，明显持有时间更短，交易频率更高，这种投资行为背后所折射出的交易意图也更为强烈，这类投资人试图通过更加频繁的操作，精准把握行业轮动带来的投资机遇。

表 3 不同类型 ETF 产品用户持有时长

细分类型	平均 持有时长	持有时长 中位数
宽基 ETF	361 天	84 天
行业 ETF	346 天	83 天

综上所述，深入了解 ETF 用户与场外指数基金用户在交易习惯上的差异，无论是对于投资者优化自身投资策略，还是对于金融机构精准定位客户需求、研发适配产品，都具有重要意义。

（二）日内交易高峰时点

场外指数基金由于其申赎机制，其交易价格以每日收盘后的基金净值为准，意味着在同一交易日内，无论用户在何时下单进行申赎操作，最终成交价格都是一致的。如此一来，大部分场外指数基金用户为了尽可能地贴合当日净值，同时减少日间市场波动带来的不确定性影响，往往会集中在收盘前半小时进行交易。这段时间里，投资人可以依据全天的市场走势大致估算基金净值，进而做出相对稳妥的投资决策，避免因过早交易而遭遇市场反转等不利情况。

而场内 ETF 的交易模式则全然不同，其场内交易价格实时变化，时刻依据市场供需关系、宏观经济动态、行业突发消息等诸多因素实时变化。从天弘基金持有人数据来看，ETF 用户呈现出极为明显的日内交易时点分布特征。开盘的头一个小时内，为 ETF 用户的交易高峰期，在此期间的成交额占到全天的 39%。

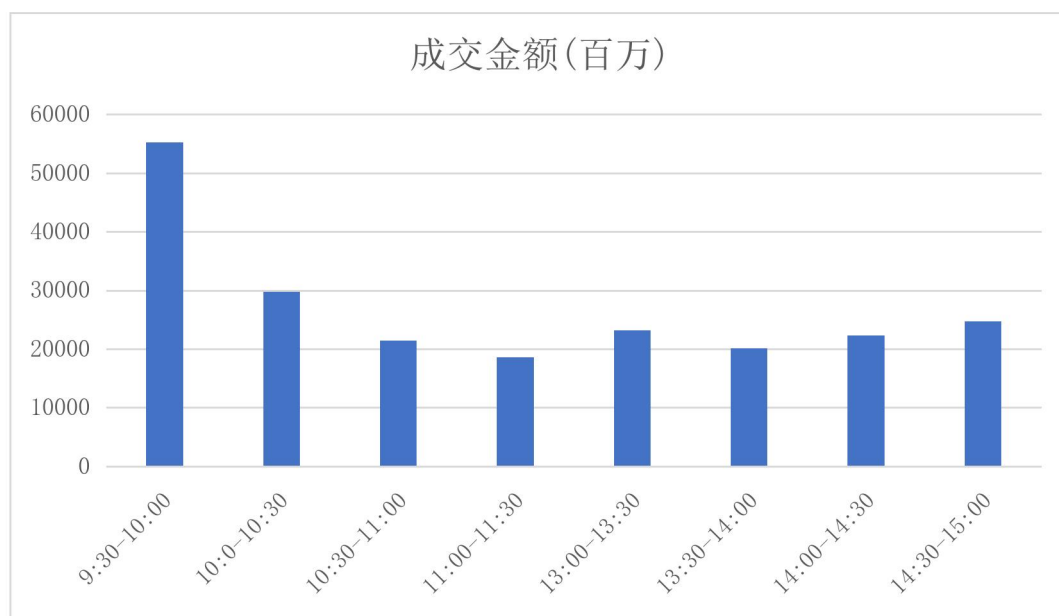


图 2 ETF 每日成交额分布

这背后存在着多重原因：首先，开盘阶段各类隔夜信息集中爆发，宏观政策调整、国际市场动态、企业财报披露等消息纷至沓来，投资者急于依据这些最新资讯对持仓进行快速调整，或抓住潜在的投资机会，因而引发大量交易。第二，市场参与者的羊群效应在此时表现得尤为突出，部分专业投资者或大型机构率先行动，众多中小投资者见状纷纷跟风，使得交易热度在开盘初期急剧升温。

综上所述，ETF 用户无论是在日内交易时点的选择，还是面对产品收益波动时的反应，都与场外指数基金用户大相径庭，这些独特的交易行为特点既受产品本身交易机制的影响，也与投资者的投资心理、对市场信息的解读和反应速度紧密相连。

（三）投资目标分析

综合考量上述交易数据，我们进一步通过调研问卷调查的形式，试图精准解读用户购买 ETF 的内在动因。从用户的实际投资视角出发，ETF 已然成为备受青睐的交易工具，这背后蕴含着诸多该投资工具极具吸引力的特性。

首先，其流动性表现卓越，投资者能够在市场中迅速、灵活地进行买卖操作，确保资金不会被长时间锁定，极大地提升了资金的周转效率；第二，交易成本低廉，相较于其他一些投资品类，ETF 在手续费、管理费等诸多环节都能为投资者节省开支，使得投资者的收益不会被过高的成本所侵蚀；

另外，资金到账快这一显著优势，让投资者在完成交易后能够以最快的速度回笼资金，进一步增强了资金的使用效率，这些突出特点共同促使大量用户倾向于在场内进行 ETF 投资。

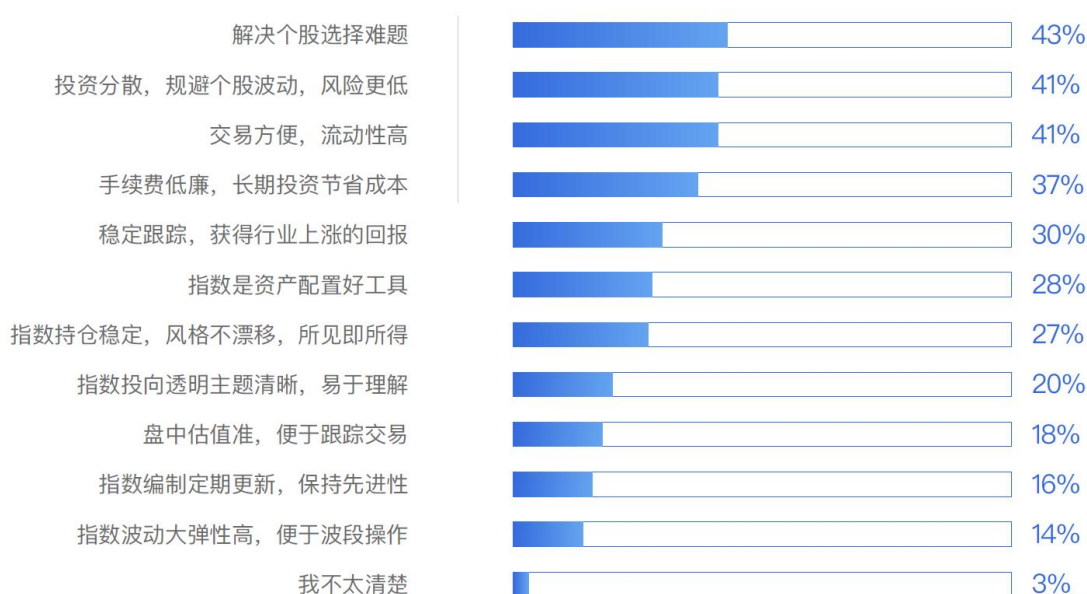


图 3 投资人对于 ETF 优势的理解

调研发现，高达 43% 的用户明确表示，选择 ETF 的首要原因在于它能够有效化解个股选择所带来的重重难题。在复杂多变、个股数量庞大的金融市场中，精准筛选出具有潜力的个股绝非易事，而 ETF 凭借其独特的投资组合优势，为投资者提供了一种更为稳健、省心的投资路径，轻松绕过个股选择的盲区，这是用户眼中 ETF 无可比拟的第一大投资优势。紧随其后的第二大优势是分散风险，巧妙规避个股频繁波动所引发的不确定性。个股的价格走势极易受到诸如公

司业绩波动、行业政策调整、突发事件冲击等诸多因素的影响，常常呈现出频繁涨跌的不稳定状态，令投资者面临较大的风险敞口。而 ETF 通常涵盖多只不同的成份股，通过广泛分散投资，能够将单一股票波动所带来的风险进行有效稀释，41% 的用户正是看中这一点而更加倾心于 ETF。并列第二大优势的是交易便捷、流动性高，同样有 41% 的用户对此颇为看重。无论是忙碌的工作日交易时段，还是瞬息万变的市场行情下，投资者都能随时随地依据自身的投资策略快速进出市场，轻松实现资金的灵活调配，这种高度的交易便利性与流动性无疑为 ETF 增色不少。

位列第四的优势则是手续费低廉，对于着眼于长期投资、追求复利增长的投资者而言，日积月累之下，较低的手续费能够节省下可观的成本支出，让投资收益得以更充分地积累与增长，因而得到了 37% 的用户的坚定选择。

（四）交易影响因素

在深入探究交易行为的过程中，我们希望回答一个关键问题：究竟处于何种行情之下，用户会表现出更加强烈的交易意愿？就场外指数基金用户而言，当日市场跌幅越大，他们申购基金的金额便越高；与之相反，若当日行情呈现大幅上涨态势，申购金额则会显著减少。那么对于 ETF 用户群体，他们是否也遵循着类似的规律呢？

经统计，有高达 75% 的 ETF 产品，其申购金额与当日涨幅呈现出鲜明的负相关关系。与此同时，95% 的 ETF 产品在

赎回金额方面，与当日涨幅表现出紧密的正相关联系，即涨幅越大，赎回的资金规模越大。由此可见，场内ETF用户和场外指数基金用户在交易习惯上展现出了一定的相似性。

表 4 不同日涨跌幅下 ETF 用户赎回率

当日涨跌幅	赎回率	当日涨跌幅	赎回率
5%以上	4.67%	-1%，0	1.36%
4%，5%	1.29%	-2%，-1%	1.52%
3%，4%	1.85%	-3%，-2%	1.91%
2%，3%	1.41%	-4%，-3%	1.60%
1%，2%	1.75%	-5%，-4%	3.18%
0%，1%	2.17%	-5%以下	4.21%

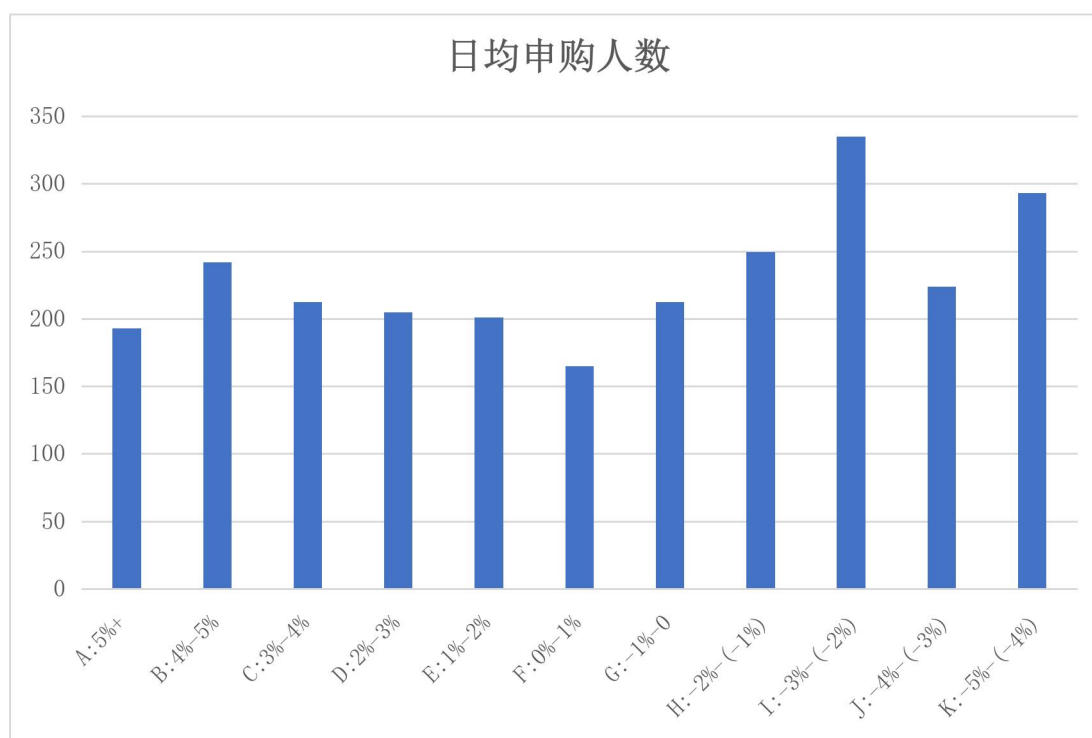


图 4 不同日涨跌幅下 ETF 日均申购人数

观察 ETF 用户的申购习惯时，我们发现市场行情的动态变化与用户的申购决策之间存在着紧密的联系——就当日的市场表现而言，其对 ETF 用户的行为导向有着立竿见影的效果，具体表现为“越跌越买”。当市场遭遇当日大跌这种较为极端的情况时，ETF 用户的日均申购人数呈现出显著高于其他市场行情下的态势。与之不同的是，当市场在当日迎来大涨行情，ETF 用户群体却显现的相对克制。相较于其他投资品类可能出现的蜂拥追涨现象，选择在此时入场追加投资的 ETF 用户数量相对较少。这体现了 ETF 产品自身的特性使得投资者在决策时更为审慎，相较于单纯追逐热点，他们更注重资产配置合理性。

除了当日涨跌幅对 ETF 用户的申购影响甚为关键之外，过去一段时间的市场涨跌幅同样在潜移默化中塑造着用户的决策路径。通过对大量历史数据的梳理与分析，可以发现：当过去一周的涨跌幅达到 8% 以上时，ETF 产品的日均申购人数会明显提升。

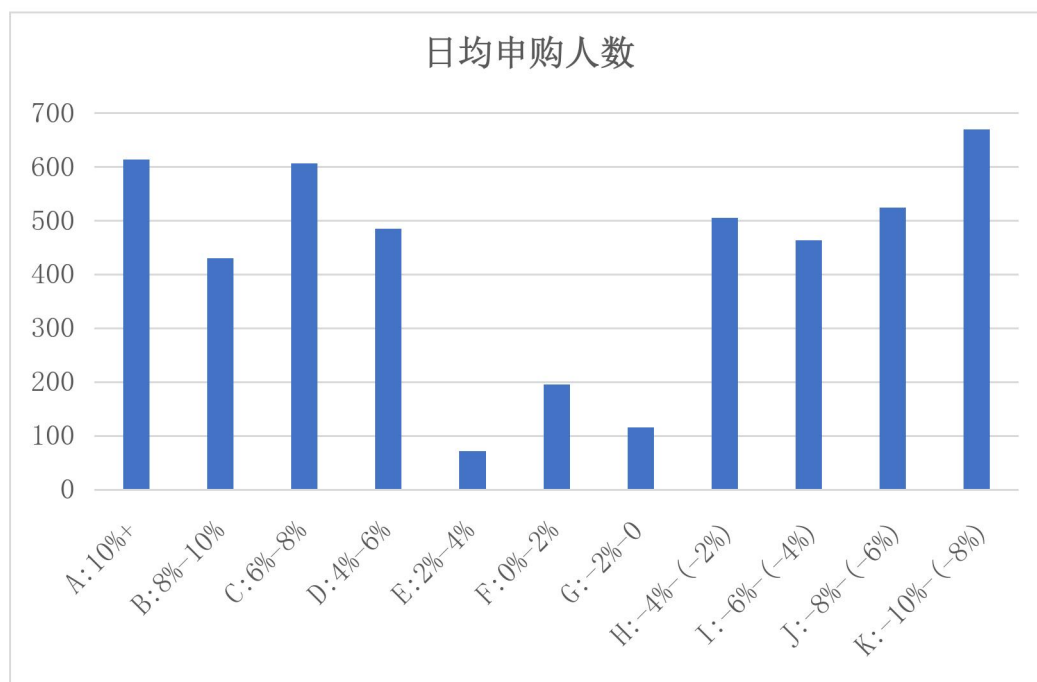


图 5 不同周涨跌幅下 ETF 日均申购人数

综上所述，ETF 用户在申购过程中，既会密切关注当日市场的即时变化，又会综合考量过去一段时间的市场走势，这种多维度的决策模式为我们深入理解投资者行为提供了丰富的视角。