理财公司被动投资：做供应商还是采购方？

金 玥 樊 睿

摘　要　随着被动投资理念逐渐被市场认同并广泛接受，海外及国内ETF市场正在蓬勃发展。理财公司的管理规模近30万亿元，是资管行业第二大机构，但被动投资规模几乎为零，发展被动投资是未来发展的重要方向。从海外市场及我国公募行业发展经验来看，理财公司结合自身资源禀赋有两条发展被动投资的路径，一是作为供应商直接提供被动产品工具，但面临竞争激烈、负债端掣肘、需考虑投入产出比等问题；二是作为采购方将指数产品作为财富管理解决方案的底层工具，可考虑结合产品机制设计优化持有体验、将成熟指数投资策略产品化、构建股债多元配置产品线等举措。

关键词　被动投资　理财公司　ETF　供应商　解决方案

主动投资和被动投资是两种不同的投资理念，主动投资目的是获取超过市场平均水平的收益，被动投资目的是复制市场表现以获取市场平均水平。被动投资多以指数投资的形式来实现，即投资组合按照某一特定指数构建，其产品形式包含场外指数公募基金和ETF（Exchange Traded Fund，交易型开放式指数证券投资基金）[①]，其中ETF具有“投资成本更低、跟踪误差低、交易便捷、实时申购赎回、持仓透明”等特点，因此承载了绝大多数的被动投资。本文在梳理海外及国内被动投资发展态势和供需格局的基础上，结合理财公司被动投资的现状，分析了理财公司发展被动投资的驱动力量，并探讨作为被动产品“供应商”和“采购方”的两种发展路径。

一、蔚然成林：海外被动投资悄然崛起

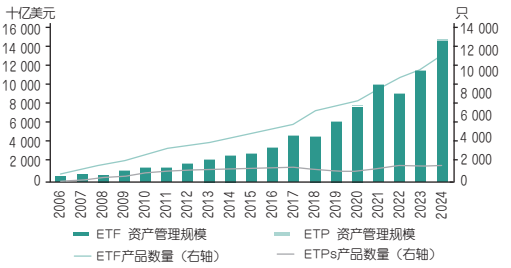
（一）海外市场被动投资发展

1975年，先锋标普500（Vanguard 500 Index Fund）第一只指数投资基金诞生，经过50年的发展，海外被动投资的产品数量和规模不断创新高。以ETF为例，截至2024年末，全球ETF产品11 645只，资产规模14.70万亿美元（图1），2024年以来净流入1.88万亿元，产品数量及净流入规模均破历史纪录。从产品类型来看，权益类ETF占据绝对主导地位，主动ETF、另类ETF、多资产ETF、杠杆及反向ETF、数字货币ETF等创新产品层出不穷。

美国是发展较早、规模最大、机制较为成熟的ETF市场。在全球ETF资产规模中占比超过70%，其指数投资逐步从股票

金玥，银华基金管理股份有限公司产品开发与管理部；樊睿，华夏银行股份有限公司北京分行金融市场部。

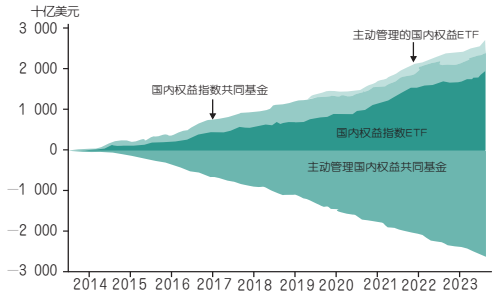
① 广义ETF包括被动指数投资的ETF和主动管理的ETF，其中被动指数投资的ETF占据绝大多数，因此，本文如无特别说明，ETF即指代被动指数投资的ETF。



数据来源：ETFGI，https://etfgi.com/news/press-releases/2025/01/etfgi-reports-global-etfs-industry-gathered-record-188-trillion-us。

注：ETP（Exchange Traded Product）是指除 ETF 外，其他资管机构发行的同类产品。

图 1　海外 ETF/ETP 产品数量及资产管理规模



数据来源：ICI，https://www.icifactbook.org/。

图 2　美国主动 / 被动基金累计资金净流出 / 入情况（以 2014 年为基数）

市场发展至债券市场。2019 年 8 月美国被动股票基金首次超过主动股票基金，2023 年末美国整体非货币基金规模中被动投资超过了主动投资规模，截至 2024 年末，国内股票市场被动投资占比已超过 60%，并且资金持续从主动产品流向被动产品（图 2）。

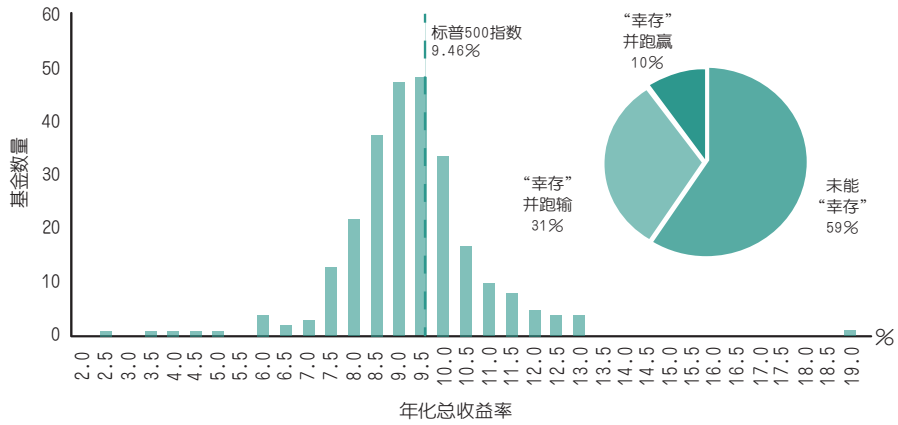
（二）海外被动投资发展的驱动因素

被动投资发展的基础是 FAMA 于 1970 年提出的有效市场理论，认为市场是有效的，当前价格已经充分反映了市场上的信息，所以不存在能够持续获得超额收益的机会。被动投资在发展初期并没有得到市场的认可，规模增长较为缓慢，但是时至今日已经成为市场上不容忽视的重要力量，归结起来的驱动因素主要有以下方面。

一是顺应市场趋势，成熟的资本市场助推了 ETF 发展。被动投资工具以 ETF 为主要载体，通常在熊市时推出或被认知，但真正的繁荣往往离不开市场支持。美国资本市场的健康发展，长牛的环境助推了 ETF 资产规模扩速增长，另一方面获取超额收益难度不断加大，被动产品凭借低费率、策略清晰等优势，吸引资金持续从主动基金流向指数及 ETF 产品。从长期视角来看，主动投资难以持续战胜市场指数，根据标普道琼斯指数公司的统计，1992—2022 年的 30 年间，60% 的主动权益基金未能幸存，幸存的基金中仅 10% 能够跑赢标普 500 指数（图 3）。

二是契合投资需求，被动工具满足了各类投资者中长期配置需求。以 ETF 为代表的被动投资能够使投资者以更低的成本实现长期资产的高效配置，特别适合美国养老金这种具有长期投资需求且负债来源稳定等特征的资金；欧洲 ETF 的爆发式增长也与机构投资者利用 ETF 资产配置实现高效便捷有关。

三是政策环境支持，为产品创新提供了土壤和空间。美国 SEC 针对 ETF 进行特殊豁免并进一步放宽审批权限，为 ETF 市场的繁荣发展创造了有利条件，随着产品发行数量的增加，ETF 产品同质化愈加明显，机构需要不断创新并率先进入市场以获取领先优势，宽松的政策环境以及市场竞争环境，共同推动了产品的更新迭代与繁荣发展。



数据来源：标普道琼斯指数官网，https://www.spglobal.com/spdji/zh/documents/blog/indexology-a-spider-spins-a-spiva-special-zh.pdf。

图 3　美国主动管理型“幸存”权益基金年化总收益分布（1992 年 12 月—2022 年 9 月）

（三）海外被动产品的供应商与解决方案提供者

在海外市场政策宽松、竞争激烈情况下，产品不断创新并催生出新的类别，产品发行数量持续创新高，并且展现出越来越明显的头部效应。在美国 ETF 市场中，有 218 家机构发行 ETF，但基本形成了贝莱德（Blackrock）、先锋领航集团（Vanguard）和道富环球（State Street）三足鼎立的格局，三家管理人占据了近 80% 的市场份额，规模排名前 30 的 ETF 规模达 4.73 万亿美元，接近全部 ETF 规模的一半。虽然仍有大量的管理人想要参与到指数化浪潮中，已有 36 家管理人申请在现有共同基金的基础上增加 ETF 份额，但想要实现规模化并有一定市场占有率已非常艰难。

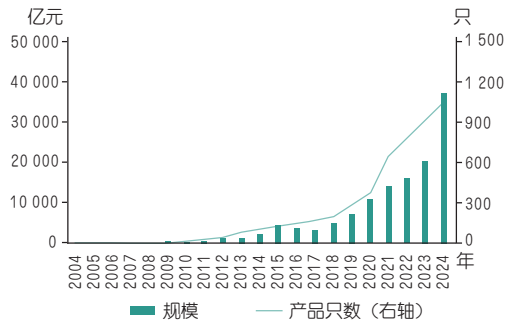
目前全球 ETF 已经覆盖股票、债券、混合、衍生品、商品、跨境，甚至是虚拟货币，催生了非常丰富的基础投资工具，市场趋势已逐渐从低费率的被动产品供应商扩展至主动管理者和问题解决者。美国居民投资者通过投顾形式认购基金的比例较高，因此投顾也是推动 ETF 发展强大动力，目前已形成了以黑石、高盛、摩根士丹利为代表的传统金融机构、以嘉信理财为代表的互联网券商，以及以 Betterment、Wealthfront 等为代表的智能投顾机构，在投资顾问使用的各种工具中 ETF 排名首位。

二、势如破竹：我国被动投资兴起

（一）我国公募 ETF 基金发展

我国第一只上证 50ETF 自 2004 年成立，至今作为被动投资代表的 ETF 发展已有 20 年。2020 年，ETF 规模历经 16 年首次突破 1 万亿元，此后进入发展快车道，第二个和第三个万亿增量分别用时 3 年和 10 个月，截至 2024 年末，ETF 规模已达 3.73 万亿元，已快实现第四个万亿增量，产品数量为 1 046 只（图 4）。

经过 20 年发展，公募 ETF 行业经历了从无到有、再到产品类型的不断完善，20 年来，日渐丰富的 ETF 产品线为全市场投资者提供了更加多样化的选择。A 股宽



数据来源：Wind，选取 2004—2024 年末我国 ETF 存续规模及只数。

图 4　我国公募 ETF 基金规模及产品数量

基、行业、主题、smart beta、跨境、商品、债券、货币等类别产品，可以满足投资者的各种配置需求。同时，ETF 纳入互联互通、ETF 期权加速落地、主动管理 ETF 即将出现让投资者可使用的 ETF 工具日益灵活多样。截至 2024 年三季度末，指数型基金持有的 A 股市值已经达到 3.16 万亿元，而同期主动管理的权益基金持仓规模为 2.89 万亿元，被动基金首次超过了主动基金。指数化投资已成为我国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。

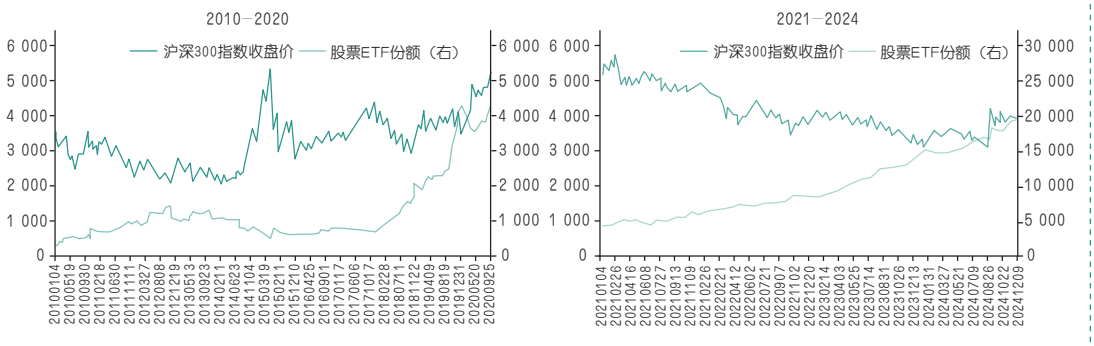
（二）我国被动投资发展的驱动因素

我国被动投资的崛起同样也离不开市场需求、政策推动、被动投资认知等因素。在无风险利率和居民投资回报持续下行的环境下，随着被动投资的理念逐步被市场认知，被动产品成为满足居民投资需求的重要工具，不同类型机构投资者都能在日益丰富的 ETF 产品图谱中找到契合点，2010 年以来 ETF 份额逆势持续增加，在市场波动时尤为明显（图 5）。

此外，在国家政策的鼓励下，新“国九条”强调建立 ETF 快速审批通道，2025 年 1 月证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，加快优化指数化投资发展生态，保险、养老金等机构加大权益资产配置，个人养老金首次纳入指数产品，这些因素都为国内指数投资的发展提供了良好环境。

（三）我国 ETF 的供应商与采购方

我国目前仅公募基金可发行 ETF 产品，尚无其他资管机构发行的 ETP 产品出现。国内 ETF 也同样存在明显的马太效应，华夏、易方达、华泰柏瑞三家股票 ETF 占据市场超 50% 份额，易方达 2024 年股票 ETF 增量 3 400 亿元，仅增量就超过了市场排名第四南方基金的全部规模。作为市场供应商，指数市场竞争越来越激烈，以新面世的 A500 宽基指数为例，目前已有



来源：Wind，选取 2010—2024 年每日沪深 300 指数收盘价与股票型 ETF 总份额。

图 5　我国 ETF 份额与沪深 300 指数走势

全市场72家管理人上报合计110只挂钩该指数的场内外产品，已成立产品规模近3 500亿元。

公募基金兼具供应商与采购方的双重身份，除提供被动管理工具外，公募FOF产品可直接配置ETF并且公募FOF正在转向被动投资。以2024年业绩排名前二的公募FOF为例，其前十大重仓中被动ETF分别占据9只、7只。全市场首只ETF-FOF兴证全球盈丰多元配置三个月持有期混合型基金于2024年末获批，未来将有更多以ETF为底层配置工具的产品出现。

三、理财公司被动投资崭露头角

（一）理财公司开展被动投资现状

理财产品因惯用数值型或区间型业绩比较基准，通常以追求绝对收益为主，故历来并不重视发展被动投资这种以相对收益为主的产品，直到近几年才逐渐探索发展指数产品，但由于权益市场持续低迷，被动产品客户持有体验并不理想，故发展极其缓慢。《中国银行业理财市场年度报告(2024年)》显示，截至2024年末银行理财市场存续规模29.95万亿元，全年累计新发理财产品3.08万只，募集资金67.31万亿元。根据联合智评数据统计，2024年末，理财公司发行的产品名称中包含“指数”的产品存续规模合计417亿元。由于理财产品尚无指数型划分类别，产品名称中包含指数并不代表完全使用指数化投资，故即便按照宽泛口径计算，理财行业被动投资规模占比仅0.1%，相比海外机构及公募基金行业，理财行业的被动投资刚处于萌芽阶段。

目前13家理财公司发行了名称中包含“指数”的产品，涉及固定收益类、混合类、权益类、商品及金融衍生品类，风险等级为PR2-PR5，超过80%产品为开放式。具体来看，理财公司发展被动投资主要方式有两种，一是跟踪特定指数，提供被动投资工具；二是将权益指数与固收资产组合，以实现不同收益风险特征的产品(表1)。[①]

（二）理财公司发展被动投资的驱动因素

资管机构可持续发展依赖于主动与被动投资的协同效应。参考海外市场头部资产管理机构，被动产品是其非常重要的业务线，贝莱德收购的iShares成为全球最大的ETF供应商，先锋基金开创了指数投资先河并以低费率策略实现规模效应，道富是全球ETF市场的先驱并拥有全球规模最大的ETF。作为理财公司，无论定位于资产管理机构还是财富管理机构，均需要被动产品补齐产品线建设。

开展被动投资是契合国家政策、顺应市场趋势的必然选择。2024年4月12日，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》(国发〔2024〕10号)，其中明确提出，要“鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模”。2024年9月26日，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》，鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，优化激励考核机制，畅通入市渠道，提升权益投资规模。理财公司以指数投资方式切入资本市场可以有效弥补其权益投研能力不

① 表1，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

足、交易结算机制尚未完善的不利条件，扩展投资能力边界，在低利率环境下不断丰富资产配置手段。

四、理财公司发展被动投资的路径

如上文分析，随着被动投资理念逐渐深入，海外及国内ETF市场正在蓬勃发展，而理财公司拥有近30万亿元管理规模，是作为资管行业第二大机构，但是被动投资规模几乎为零，发展被动投资被提上重要日程。结合被动投资的属性以及自身资源禀赋，理财公司发展被动投资可有如下方向。

（一）作为供应商自主发行被动产品，直接提供指数化投资工具

被动产品主要采用指数化投资方法，按照标的指数成分股的构成及权重构建投资组合，并根据指数成分股的变动进行相应调整，通常投资于标的指数比例不低于90%，目标是紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。被动产品因其完全跟踪指数，几乎不受管理人主观判断和干预，因而具备相对清晰稳定的风格和策略，工具化属性较强，可以作为机构和个人投资者的资产配置工具或风险管理工具，一键实现对目标市场或细分领域的投资。

理财公司在产品创设方面具有独特优势，但面临竞争更加激烈。与基金公司发行产品审批制不同，理财公司可以充分发挥理财产品备案制的优势，灵活创设不同主题、策略的细分投资工具，及时根据市场热点或国家倡导的政策方向，个性化定制指数或利用市场现有指数，打造独特性并大幅缩短产品创设时间。但同时也需要意识到，ETF等被动产品具有非常明显的“先发优势”和“规模效应”，海外及国内市场头部效应非常明显，市场更偏好规模大流动性好的品种，机构通常通过早期布局利用规模优势进一步降低成本，提高市场竞争力。在当前市场主流宽基及行业主题产品几乎已实现全覆盖的情况下，理财公司入局还需与基金公司等机构的产品相竞争，想要弯道超车并不容易。

理财公司服务覆盖的客户数量更加广泛，但渠道及客群掣肘明显。理财公司依托母行销售网络及商业银行代销体系下，可以触达更广大的个人投资者及非金融企业客户，目前银行端代销机构数已突破500余家，相较仅有150家银行具备公募销售资格，理财公司的覆盖面更深更广。但是从被动产品的持有者结构看，美国权益ETF的持有人以机构为主，占比约为六成；我国指数基金持有人中机构占比同样超过60%，机构对宽基及债券ETF的配置需求持续旺盛，个人投资者对多元资产配置意识明显增强。目前理财产品在负债端的制约较多，一是客群结构中机构投资者数量135万个，虽高于基金72万的机构账户数，但机构持有理财规模占比仅1%，主要原因在于行业持续压降同业理财以及理财产品投资模式限制了产品户投资需求；二是客户风险等级偏低直接限制中高风险产品购买，理财产品的客户风险等级为一、二级的占比超过50%，无法购买中高风险等级的指数产品；三是理财销售渠道仅为银行，基金业协会公布的股票型指数基金保有规模前十大机构中，商业银行仅一家招商银行，蚂蚁基金、天天基金等三方平台，华泰证券、中信证券等券商在目前制度框架内尚未允许代销理财产品。因此，理财产品负债端的渠道及客群极大限制了被动产品的发展空间。

理财公司产品孵化及运维成本更低，但投入产出比仍需慎重考量。被动产品虽然淡化了业绩要求，但对于机构的运营能力提出了更高要求，且产品同质化程度更高，对于营销方面的投入资源将更多。理财产品成立及持续运作均无门槛要求，目前现存的指数类理财产品多数规模在百万、千万元级别，相较于公募基金成立上市2亿元门槛，规模持续低于5 000万元的小微基金有各种要求，理财产品的孵化成本更低，更有利于在市场低位时逆势布局种子产品。此外理财产品在目前运作和销售等环节的各项支出成本也低于公募基金，有助于投入更多资源聚焦产品工具本身。但是，参考海外经验，被动产品费率持续降低是行业趋势，将导致更多中小机构无力承担成本而退出市场，头部机构的市场份额更加集中，公募基金在持续降费的大背景下，据行业预估，只有规模达到1 000亿元才有可能实现盈利，目前绝大多数公司在ETF产品线上的收入都难以覆盖其支出，因此理财公司开展被动投资更应慎重考虑业务的投入产出比。

（二）作为采购方全市场优选被动产品，将指数投资作为财富管理解决方案的底层工具

理财产品的投资范围非常广阔，既包括股票、债券等标准化资产，也包括非标债权、未上市股权等另类资产，并且可以投资于公募基金、信托计划、资管计划等资管产品，这是理财公司能够在全市场优选被动产品的基础。目前全市场指数公募基金有2 600多只，跟踪标的涵盖主流宽基、行业主题、Smart Beta、跨境、债券、商品等，三大指数公司中证、国证、华证合计开发指数近4 800余条，指数体系愈加完善，产品种类更加丰富，有利于大幅扩展理财产品的投资边界，为理财公司实现平台式配置创造了有利条件。

理财公司基于被动投资产品工具，可结合产品机制设计优化客户体验。随着越来越多的指数化工具面世，在便捷投资者实现对特定市场跟踪的同时，投资者面临的核心问题仍是择时与择基，指数产品本身并不具备赚钱效应，投资者需要选择契合自身投资目标的指数，并在合适的时间买入或卖出。理财公司可在指数投资的基础上应用产品机制创新，更好结合负债端客群追求低波动、低风险偏好的特征，优化客户持有体验。例如将“目标盈”的产品止盈机制与指数工具相结合，选择当下A系列宽基或科创指数等更加符合新质生产力趋势的ETF作为投资工具，在满足最低运作期后，如果产品年化收益达到特定目标后，触发产品层面止盈机制，产品提前到期终止，把握市场机会为客户落袋为安，可大幅改善对波动资产的投资体验。此外，理财公司可利用券商提供以挂钩ETF的场外衍生品或收益凭证等工具，发挥衍生品非对称特性实现策略层面的本金保障目标或搭建多元收益结构，也能一定程度上缓解投资者对于市场下行产品亏损的后顾之忧。

理财公司发挥主观投研能力，可将成熟的被动产品投资策略进行产品化。目前市场上针对ETF投资的主流策略包括交易策略、定投策略、哑铃策略、核心卫星策略和轮动策略，这些策略多为机构策略或投顾策略，理财公司可以发挥自身投研能力及主观判断，将成熟的投资策略产品化，一方面可降低普通投资者参与指数投资的门槛，作为发展普惠金融的落脚点，提升

普通投资者对金融服务的可获得性；另一方面也可填补目前理财市场上尚未正式开展投顾业务的空白，将投顾业务产品化输出。例如通过将ETF和哑铃策略进行结合，可以在分散风险的同时，及时把握住市场的结构性机会，在以红利高股息为代表的“守”与以科技成长为代表的“攻”之间，进行均衡配置。

理财公司结合长期固收领域深耕优势，可利用被动工具搭建多元产品线。经过多年发展，理财公司已深深扎根于固收领域，并树立了一定的口碑及形象，截至2024年末，固定收益类理财产品规模占比97%，上半年累计为投资者创造收益7 099亿元。但是对于权益投资的发展相对不足，混合及权益类产品规模占比仅3%，投资资产中权益类仅0.83万亿元，扣除永续债、优先股等资产后，真正能够实现股票投资的机构屈指可数。在未来持续低利率环境下，指数投资可以弥补理财公司在探索多资产体系建设上的短板，利用全市场被动工具，结合其固收领域的投资优势，一是可形成覆盖股债商汇的大类资产配置产品体系，提供更为全面的解决方案；二是可以通过固收与被动指数的配置比例，搭建具备不同风险收益特征的产品线，满足客户多元诉求；三是借助主题类被动工具，提升对主题类产品的覆盖力度，重点挖掘围绕科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章的产品机会。

五、结论与建议

随着指数供给日益丰富及功能演变，在宏观环境与产品创新双重驱动下，全球指数型产品资产规模与资金流入再创新高，市场竞争格局较为稳定，逐步进入存量博弈及差异化竞争阶段，新发产品更具多样性和创新特色。我国指数化投资规模持续扩容，资金净流入再创新高，市场交投活跃，覆盖资产类别日益丰富，在《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》指引下，指数投资生态将不断优化，市场活力持续增强。在此背景下，理财公司进入被动投资领域有两条发展路径，一是作为供应商自主发行被动产品，直接提供指数化投资工具；二是作为采购方全市场优选被动产品，将指数投资作为财富管理解决方案的底层工具。

参考海外经验及我国公募基金发展情况，理财公司作为供应商的优势在于产品创设便利性、客户覆盖广泛性、产品运作集约性，但是在目前市场相对成熟且集中化趋势明显的背景下，理财公司已无先发优势且运作经验几乎为零，从零起步实现弯道超车难度极大。对于实力雄厚的头部理财公司而言，一方面可借助数字化与金融科技手段，迅速缩小技术差距，弥补运营经验的短板；另一方面亦可参考贝莱德收购iShares经验，在获得品牌优势的同时快速占据市场重要地位，从而打造综合型的大型财富管理机构。另外，国内债券市场的被动投资尚未饱和，债券ETF及银行间市场可转让产品还有极大的发展空间，头部理财公司可以凭借常年深耕固收领域的优势，更多发展债券被动投资占领市场。

作为采购方切入被动投资赛道对于多数理财公司而言是更为普适的方式。目前全市场仅32家理财公司，与近30万亿元体量的管理规模相比，未来理财公司数量将进一步扩容，机构背景也将更加多元化。对于多数理财公司，发行被动产品成

本与收益考量不容忽视，通常头部机构依靠其规模优势可以广泛采用低费率策略提高产品吸引力，导致一些小规模机构因难以覆盖成本被迫“挤出”市场，例如以低费率著称的美国先锋集团以及国内易方达公募基金。相比之下，将被动产品作为投资工具的应用场景和适合客群可以非常广泛和多元化，更契合理财公司作为财富管理机构的职能定位，能够精准把握客户需求提供更加优质的产品和服务，践行普惠性和人民性，为实现共同富裕贡献金融力量。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 刘青松.大力推进ETF市场发展[J].金融研究,2020(2):33-35.

[2] 王培斌,李雪文,李连山.中国ETF市场：产品创新与策略增强[J].金融市场研究,2024(12):76-82.

[3] 阎维博.美国ETF监管制度演进：产品创新与制度因应[J].证券市场导报,2024(3):51-63.

[4] 展一帆,周依仿.迈向指数化投资时代[J].现代商业银行,2024(22):71-73.

Potential Strategies for Wealth Management Companies in the Development of Passive Investing

JIN Yue[1] FAN Rui[2]

(1.Yinhua Fund Management Co.,Ltd; 2. Beijing Branch of Huaxia Bank Co.,Ltd)

Abstract The concept of passive investment has become increasingly accepted by the market, and overseas and domestic ETF products have thrived as a result. Wealth management companies, with some 30 trillion yuan under management, are now the second largest type of institution in the domestic asset management industry, but have almost no presence in the passive investment sphere. Drawing from the experience of overseas markets and the development of China's public fund industry, there are two paths forward for wealth management companies in the passive investment area. The first is to act as suppliers directly providing passive product tools, though this faces challenges such as potentially fierce competition, constraints on the liability side, and the need to carefully weigh the costs and benefits. The second is to act as purchasers using index products as the underlying tools for wealth management solutions. This will require attention to product mechanism design, the need for mature index investment and advisory strategies, as well as the construction of a diversified asset allocation product line in an era of low interest rates.

Keywords Passive Investing, Wealth Management Companies, ETF, Provider, Solutions

JEL Classification G11 D41 L11