

策略深度报告 20250112

被动化浪潮下的 A 股：从美/日市场看未来趋势——被动投资系列（二）

2025 年 01 月 12 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 蒋珺逸

执业证书：S0600123040067

jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究

《2025 年港股：何妨吟啸且徐行》

2025-01-07

《四季度融资资金成本结构分析——资金流向和中短线指标体系跟踪（四）》

2025-01-07

■ 美股/日股/A 股的被动化进程，分别行至何处？

美股市场：深入创新的被动化先驱。美国拥有全球发展时间最久、规模最大、机制最成熟的 ETF 市场。回顾美股市场近年来的发展历程，制度完善，低费率优势，智能投顾行业的兴起以及养老金等资金的入市等因素推动着美股被动化程度的不断深化。2023 年，美国国内股票市场的被动化比率约为 **18%**。

日股市场：央行力量主导下的被动化发展。日本作为亚洲最大的 ETF 市场，在过去十年内经历了资产规模和产品数量的快速增长。日本股市的被动化进程与日本央行的操作密切相关，2021 年前日本央行成为推动日股市场被动化和 ETF 机构化发展的核心力量，2021 年后尽管央行仍保持一定买入，但外资在内的市场力量开始占据主导，日股市场的被动化进程也进入了新的阶段。截至 2024 年 10 月，日股被动化率已达 **14%**。

A 股市场：被动化率整体处于美国 2012 年/日本 2017 年水平。过去二十年中，我国 ETF 市场经历了巨大发展与变革。2024 年，国内股票型 ETF 规模达 2.9 万亿，占自由流通市值比重是 **7.5%**，占流通市值比重约为 **3.8%**，占总市值的比重为 **3.4%**，当前或仍处于美国 2012 年/日本 2017 年水平。未来得益于政策支持下社保、保险资金以被动指数形式入市，叠加居民存款搬家、个人养老金加配等因素共振，被动投资时代有望开启。

■ 类比海外，A 股近年有哪些被动化的特征？

特征一：被动型基金持股规模超过主动型。2024Q3，我国被动基金持股规模首次超越主动基金，美日被动基金总规模超过主动基金均发生在 2020 年前后。

特征二：存量资金搬家：主动→被动。从资金流向来看，2023Q2-2024Q3 期间，我国公募基金内部被动型产品扩容并对主动产品形成替代，引发存量资金搬家，与 2014 年以来美股市场趋势类似。

特征三：部分个股被动化率已达到成熟市场水平。尤其是科创板上市个股，由于其较高的直接投资门槛，更多投资者选择通过 ETF 进行配置，被动化率位居前列。

■ 从美日经验看，被动投资趋势对于 A 股市场生态的影响？

被动资金推升估值溢价：从个股层面看，美股、日股纳入重要指数后估值整体有所提升，提示微观视角下，被动资金的持续流入对于成分股估值溢价的形成或有贡献。**指数层面，**被动资金的流入对“标杆”指数估值溢价的形成起到了重要推动作用，**标普 500** 由于市场代表性强、行业分布均衡、“指数交易系统”完备、选股机制独特等特质，估值中枢相对全市场逐渐提升；得益于日央行对日经 225 成分股的“双重配置”，日经 225 相较东证指数的估值中枢明显上行。当前沪深 300、中证 A500 等表征市场的核心指数估值尚未见提升趋势，随着被动化时代的开启，中国的“标杆”指数有望迎来估值的系统性抬升，未来 3-5 年维度沪深 300、中证 A500 等指数或存在 5%-15% 的估值溢价提升空间。

被动化进程助长大盘风格：区别于市场普遍认知的是，我们认为，单只 ETF 通常采用的市值加权机制本身不会“非对称地”将更多资金分配给其中的大市值公司，从而加强大盘成分股在指数中的权重，ETF 资金流入对于指数中大小盘股价的拉动是“一视同仁”的。美日市场大小盘的分化，更多源于：1) 大盘股受益于龙头竞争优势，相关 ETF 吸引力更强；2) 大盘股往往纳入多个指数被“多重叠加配置”；而小盘股由于被较少指数所涵盖，容易被被动资金忽略。A 股由于当前 ETF 整体渗透率仍偏低，依然是大票估值低、小票估值高的格局，后续随着被动化进程的推进，格局或将发生改变和逆转。

■ **风险提示：**数据统计存在偏差；海外历史经验或不完全适用于 A 股；经济复苏不及预期

内容目录

1. 美股/日股/A 股的被动化进程，分别行至何处？	4
1.1. 美股市场：深入创新的被动化先驱	4
1.2. 日股市场：央行力量主导下的被动化发展	8
1.3. A 股市场：被动化率整体处于美国 2012 年/日本 2017 年水平	12
2. 类比海外，A 股近年有哪些被动化的特征？	13
2.1. 被动型基金持股规模超过主动型	13
2.2. 存量资金搬家：主动—>被动	14
2.3. 部分个股被动化率已达到成熟市场水平	15
3. 从美日经验看，被动投资趋势对于 A 股市场生态的影响？	16
3.1. 被动资金推升估值溢价	16
3.2. 被动化进程助长大盘风格	22
4. 风险提示	25

图表目录

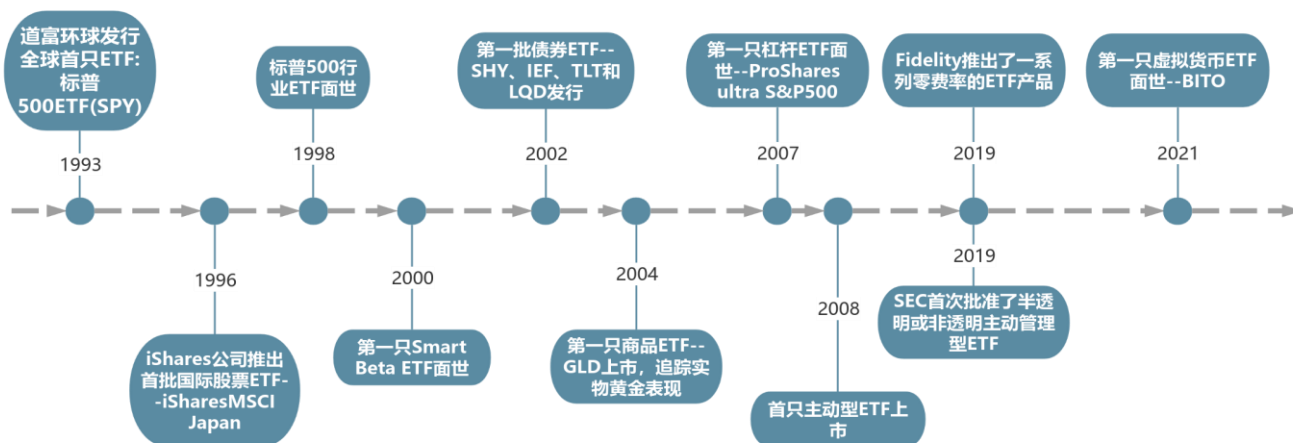
图 1: 美国 ETF 市场重要事件	4
图 2: 美国国内股票型 ETF 渗透率 (单位: 亿美元; %)	5
图 3: 美国主动和被动基金在美股投资者构成中占比情况 (单位: %)	5
图 4: 美国共同基金平均费率 (单位: %)	6
图 5: 美国 ETF 平均费率 (单位: %)	6
图 6: 美国养老金三大支柱	7
图 7: 美国 DC 计划共同基金持有量分布 (单位: %)	8
图 8: 美国 IRA 资产共同基金持有量分布 (单位: %)	8
图 9: 美国 DC 计划与 IRA 资产中国内股票共同基金规模 (单位: 十亿美元)	8
图 10: 美国指数基金持有者中, 养老金占据较大比重 (单位: %)	8
图 11: 日本国内股票型 ETF 渗透率 (单位: 亿美元; %)	9
图 12: 日央行 ETF 购买计划梳理	10
图 13: 日央行持有 ETF 规模及占比 (单位: 十亿美元; %)	10
图 14: 日股 ETF 资金净流量拆分 (单位: 亿日元)	11
图 15: 日股被动资金规模及被动化率 (单位: 万亿日元; %)	12
图 16: 国内股票型 ETF 规模及个数 (单位: 亿元; 个)	13
图 17: 国内 ETF 规模占全 A 市值比重变化	13
图 18: 主动偏股型及指数型基金持股市值变动 (单位: 亿元)	13
图 19: 美国被动基金整体规模超过主动基金发生在 2020 年 (单位: 亿美元)	14
图 20: 日本被动基金总规模超过主动发生在 2020 年 (单位: 万亿日元; %)	14
图 21: 美国国内股票型共同基金和 ETF 累计资金流 (月度) (单位: 十亿美元)	15
图 22: 2022 年以来, 主动产品份额净赎回多增, 而被动产品则以净申购为主 (单位: 亿份)	15
图 23: 标普 500 及全 A 中被动化率最高的 20 只个股	16
图 24: 个股纳入标普 500 前后估值中枢变化的中位数与平均数	17
图 25: 个股纳入东证指数前后估值中枢变化的中位数与平均数	17
图 26: 2012 至 2024Q3 标普 500 纳入前后 1 年: 个股估值中枢变化范围与数量分布 (单位: 个)	18
图 27: 2012 至 2024Q3 东证指数纳入前后 1 年: 个股估值中枢变化范围与数量分布 (单位: 个)	18
图 28: 标普 500 指数行业构成	19
图 29: 纳斯达克综合指数行业构成	19
图 30: ETF 资金大幅流入推升标普 500 估值相对抬升	20
图 31: ETF 资金大幅流入推升日经 225 估值相对抬升	21
图 32: 近年来, 沪深 300、中证 A500 等表征市场的核心指数估值尚未见提升趋势 (单位: 倍)	22
图 33: 2011 年以来, 标普 500 相对美国全市场指数点位和估值比双双提升 (单位: 倍)	22
图 34: 2013 年以来, 纳斯达克 100 相对纳指点位和估值比双双提升 (单位: 倍)	23
图 35: 2005 年以来, 日经 225 相对东证指数点位和估值比双双提升 (单位: 倍)	23
图 36: 美国国内股票 ETF 中, 大小盘 ETF 规模占比 (单位: %)	24
图 37: 日本国内股票 ETF 中, 跟踪各个指数的 ETF 规模占比分布 (单位: %)	24

1. 美股/日股/A 股的被动化进程，分别行至何处？

1.1. 美股市场：深入创新的被动化先驱

美国拥有全球发展时间最久、规模最大、机制最成熟的 ETF 市场。20 世纪 90 年代 ETF 首次在美国问世后，伴随制度完善、费率优势、养老金大幅入市以及投顾行业的兴起，美国 ETF 市场发展迅速。美股的指数投资可追溯至 1975 年先锋基金（Vanguard）发行全球首支指数投资信托。其后在 1993 年，美国证券交易所发行了全球首只 ETF——SPDR S&P 500 ETF（SPY），追踪标的为标普 500 指数。2001 年，先锋基金进军 ETF 市场，推出旗下首只 ETF 产品——Vanguard Total Stock Market ETF，该 ETF 极低的费率也引发了行业内的费率竞赛。在各家机构纷纷参与 ETF 市场的同时，ETF 产品也在不断创新，逐渐推出了跨境（1996）、Smart Beta（2000）、债券（2002）、商品（2004）、货币（2007）等投资方向的第一只 ETF。

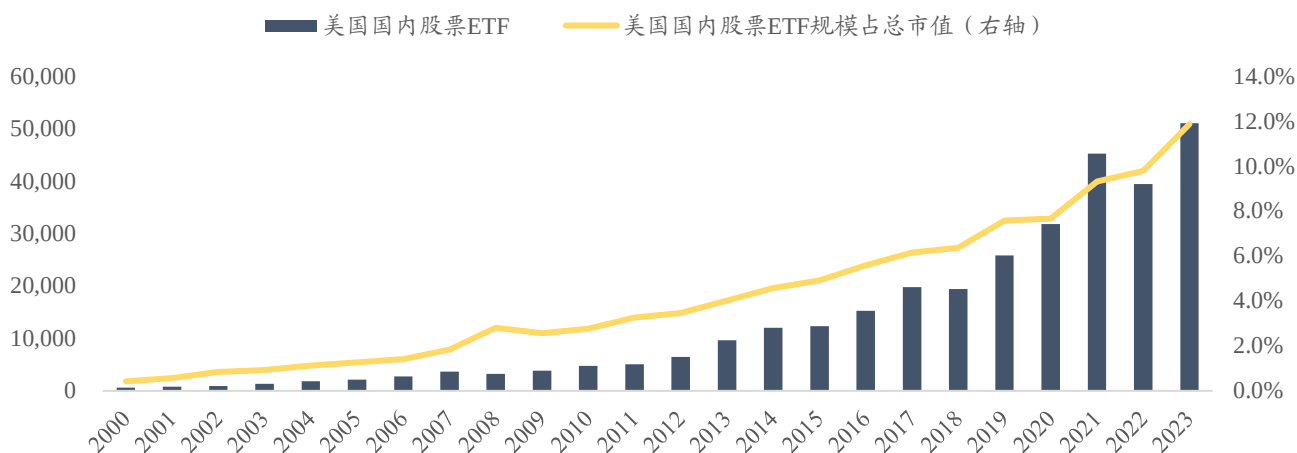
图1：美国 ETF 市场重要事件



数据来源：Bloomberg，ICI，东吴证券研究所

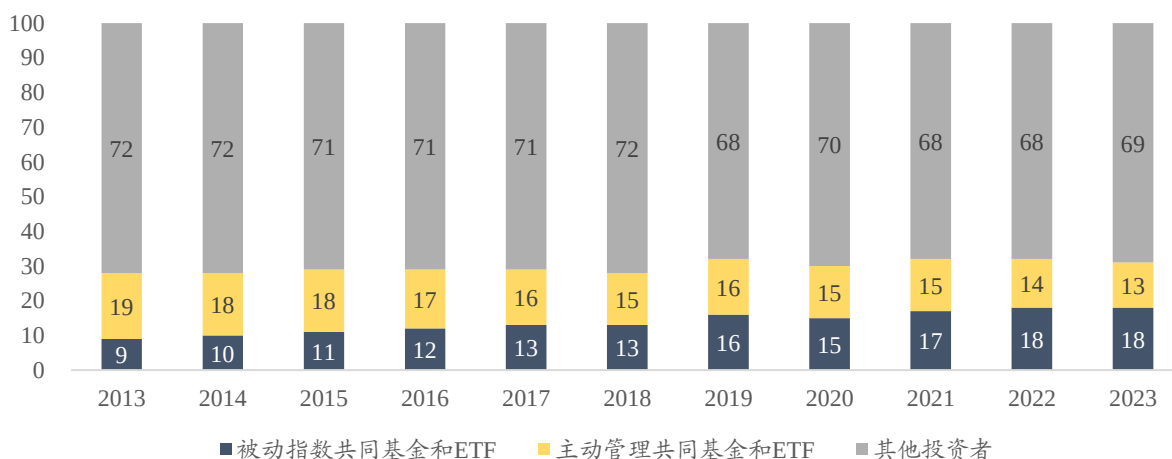
近年来，美股被动化程度不断提升。2003 年底美国 ETF 市场的总体净资产仅有 1510 亿美元，而 2023 年底净资产规模已达 8.11 万亿美元，20 年间增长 50 倍有余。其中股票型 ETF 是被动化的重要动力，截至 2023 年底，美国的国内股票 ETF 规模为 5 万亿美元，约占国内上市公司总市值的 12%，若将场外的被动共同基金（近 5 年市场偏好较弱，净流入规模仅为场内 ETF 的 9%）考虑在内，则美国国内股票市场的被动化比率约为 18%。

图2：美国国内股票型 ETF 渗透率（单位：亿美元；%）



数据来源：ICI, CEIC, 东吴证券研究所

图3：美国主动和被动基金在美股投资者构成中占比情况（单位：%）



数据来源：ICI, 东吴证券研究所

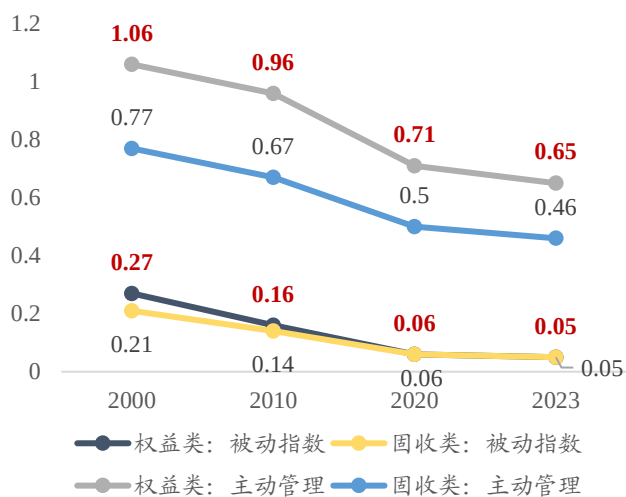
回顾美股市场近年来的发展历程，制度完善，低费率优势，智能投顾行业的兴起以及养老金等资金的入市等因素推动着美股被动化程度的不断深化。

首先是制度的不断完善。1993 年首只标普 500ETF 作为投资产品推出时，并不完全符合彼时证券法和投资公司法的规定，也不符合现有上市标准，因此上市交易前，基金发起方必须向 SEC 申请豁免，免除多个法定条款的要求。1998 年，SEC 修订规则，允许交易所根据一定的最低要求或“通用”标准上市新的指数型 ETF，无需通过单独的规则申请，显著减少了交易所为 ETF 提交单独规则申请的需求，但 ETF 发行仍为审批制。直至 2019 年，SEC 通过了《1940 年投资公司法》第 6c-11 条，也被称为“ETF 规则”，该规则简化并规范了大多数 ETF 的监管框架，消除了 ETF 运营之前需要单独提交豁免

申请的需要,大大减少推出新 ETF 所需的时间成本(通常是 6 个月),ETF 发行由审批制走向注册制,为 ETF 产品的快速创新和市场规模的持续扩展提供了有力支持。

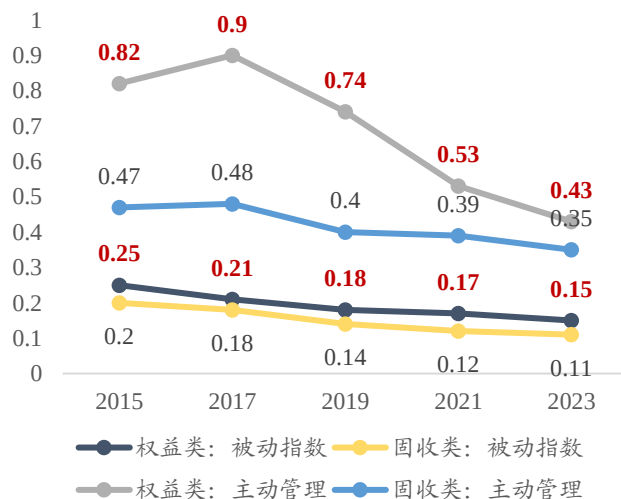
第二是低费率和规模效应形成正向循环,指数基金的低费率对投资者吸引力更胜。不论是共同基金还是 ETF,不论主动或被动,美国基金产品的平均费率均呈下降趋势。根据 ICI 数据,美国权益类指数共同基金的费率从 2000 年的 0.27% 降至 2023 年的 0.05%,权益类被动指数 ETF 费率也由 2015 年的 0.25% 降至 2023 年 0.15%。经历了 27 年的降费历程,美国指数基金的费率降幅达到 70% 以上,费率越来越成为投资者在挑选指数基金时的最重要考虑因素之一。2023 年,权益类指数共同基金和 ETF 净资产总额的 86% 都集中于费率最低的 25% 产品,费率最低的主动股票共同基金和 ETF 也吸纳了 72% 的资金,这一定程度上反映了投资者倾向于购买成本更低的基金。同时,由于指数型基金的平均规模要大于主动管理型基金,指数型基金又往往能通过规模优势进一步降低其费用比率,从而形成低费率与规模效应的正向循环。

图4: 美国共同基金平均费率(单位: %)



数据来源: ICI, 东吴证券研究所

图5: 美国 ETF 平均费率(单位: %)

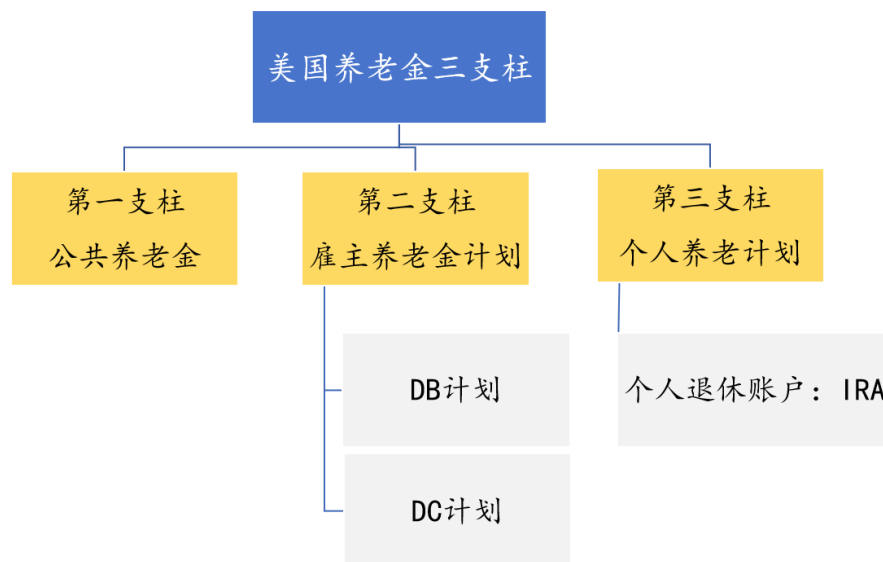


数据来源: ICI, 东吴证券研究所

第三, 投顾行业借机兴起。上世纪七十年代, 美国投顾行业开始由传统卖方模式向买方模式转变, ETF 是投顾资产配置的重要标的。2008 年, 智能投顾平台开始在美国兴起, 相比传统金融机构提供的服务, 更注重差异化竞争优势, 同时具备低门槛和低费率的优势。ETF 兼具品类丰富、成本低、流动性好、运作透明等优点, 且长期对比下, 相较主动基金更具赚钱效应, 这些优势促使投顾行业大量配置 ETF 资产。例如 Betterment 通过问卷调查为用户匹配资产配置方案, 提供核心组合、社会责任投资、Smart Beta、目标收入和现金账户五类策略, 投向 13 种股票和债券 ETF, 共有 101 种分配方案; Wealthfront 通过智能投顾服务帮助用户定制个人投资组合, 投资标的包括 11 种 ETF, 覆盖 17 个资产类别, 包含商品和加密货币等另类资产; 先锋领航的投顾业务分为

Vanguard Personal Advisor Services 和 Vanguard Digital Advisor Services 两类，前者为智能投顾和传统人工投顾相结合，仅投资于 Vanguard 基金，以 ETF 为主；后者为纯智能投顾业务，投向 4 只 Vanguard ETF，并根据用户需求调整配置比例。

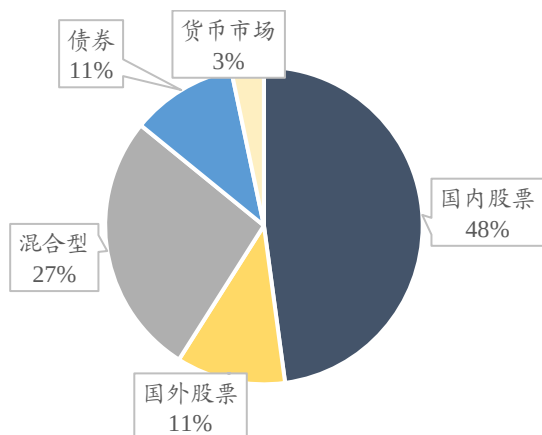
图6：美国养老金三大支柱



数据来源：东吴证券研究所绘制

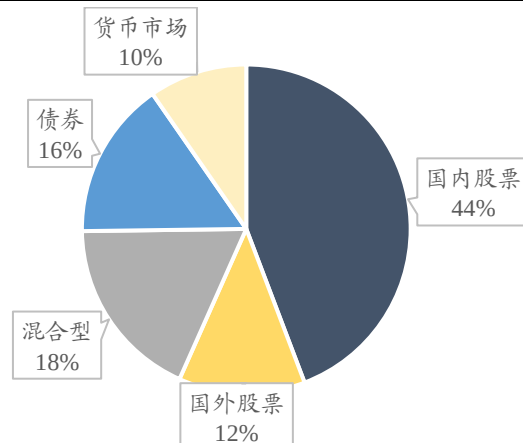
第四是养老金入市为 ETF 市场带来增量资金。从美股市场的发展经验来看，养老金持续入市是推动股票市场被动化的中坚力量。美国自 1974 年以来建立了完整的养老金三支柱体系，除被限定仅能投向社保基金专设特别债券的第一支柱联邦社保基金（OASDI）外，第二支柱雇主养老金计划（DB & DC 计划）和第三支柱个人退休账户（IRA）均有大量资金投向共同基金。2023 年，美国退休资产总规模为 38.4 万亿美元，第二支柱 DB 计划和 DC 计划总资产规模分别为 11.4 万亿美元和 10.6 万亿美元，第三支柱 IRA 总资产规模 13.6 万亿美元。其中，DC 计划配置共同基金规模达 6 万亿美元，投向国内股票基金的占比为 48%；IRA 中共同基金规模达 6.6 万亿美元，44% 的资金投向国内股票型共同基金，两者合计占据美国国内股票型共同基金市场的 53%。若仅从指数共同基金的持有者结构来看，个人养老金（IRA）和职业养老金 DC 计划的投资结构中共同基金占比始终维持在 16% 和 28.5% 的中枢水平，**养老金规模扩增推动资金以被动指数形式入市。**

图7: 美国 DC 计划共同基金持有量分布 (单位: %)



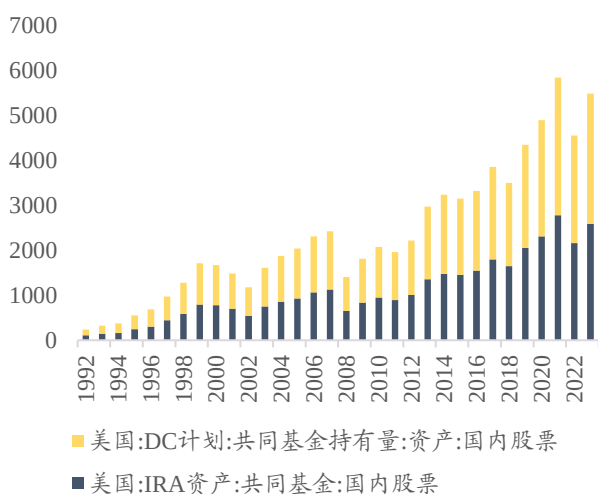
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所
注: 数据截至 2023 年末

图8: 美国 IRA 资产共同基金持有量分布 (单位: %)



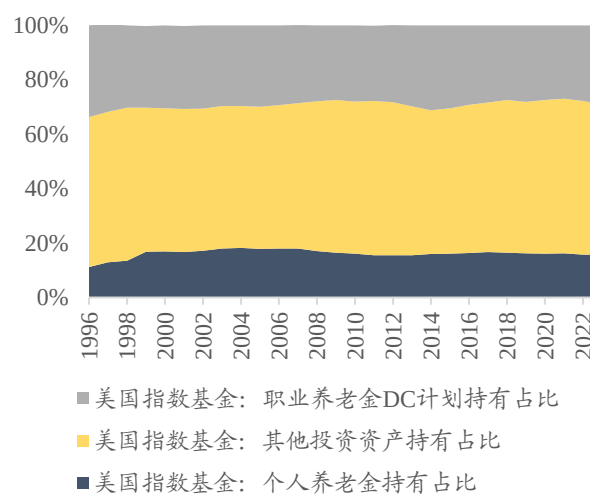
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所
注: 数据截至 2023 年末

图9: 美国 DC 计划与 IRA 资产中国内股票共同基金规模 (单位: 十亿美元)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图10: 美国指数基金持有者中, 养老金占据较大比重 (单位: %)



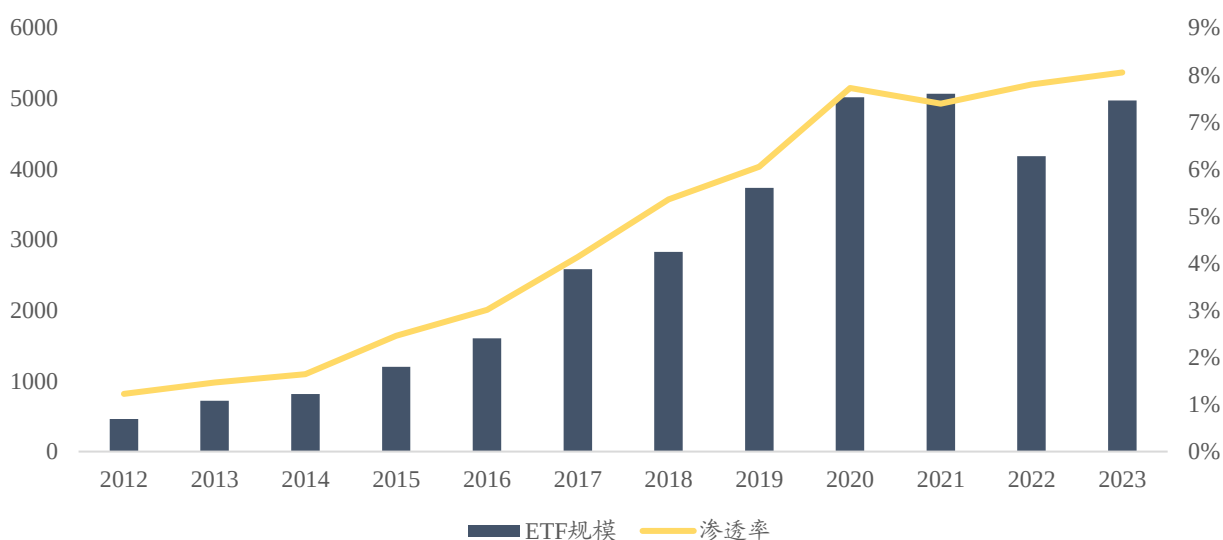
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

1.2. 日股市场: 央行力量主导下的被动化发展

日本作为亚洲最大的 ETF 市场, 在过去十年内经历了资产规模和产品数量的快速增长。虽然日本的 ETF 市场起步较早, 早在 1995 年, 野村资管便推出了首只 ETF 产品——日经 300 指数 ETF, 但市场的发展相对缓慢。直至 2010 年, 日本央行提出全面宽松货币政策 (Comprehensive Monetary Easing Policy, CME), 并开始大规模购买 ETF, 随着购买力度的不断加大, 市场迎来了快速增长。日本股市的被动化进程与日本央行的操作密切相关, 日本央行成为推动日股市场被动化和 ETF 机构化发展的核心力量。

日本ETF市场的发展经历了三个阶段：1995至2000年的摸索期，2001至2007年的稳步发展期，和2007年后的快速发展期。在前两个阶段，ETF市场主要集中在本土股票指数，产品种类较为单一。2007年后，随着日本完善相关制度，ETF市场开始快速扩张，年均发行量超过20只，跨境ETF和商品ETF陆续推出。2013年后，市场进入快速增长期，2012年日本国内股票型ETF规模为462亿美元，到2023年已增至4972亿美元，CAGR达24.1%。全部公募基金中，ETF和被动指数型基金的占比也从2014年的23%增长至2023年的58%。这一增长主要得益于日本央行的政策支持和长期资金的注入。

图11：日本国内股票型ETF渗透率（单位：亿美元；%）



数据来源：Bloomberg, CEIC, 东吴证券研究所

日本央行自2010年起通过一系列ETF购买计划，将其作为货币宽松政策的重要工具，以应对经济低迷和市场压力。2008年全球金融危机对全球经济造成了深远影响，日本出口需求受到拖累，内需增长缓慢，且通缩压力尤为严峻，经济复苏乏力。为应对这些经济困境，2010年日本央行推出了全面宽松货币政策（CME），其中，购买ETF成为了刺激经济的重要工具。2010年至2013年期间，日本央行每年购买规模为4500亿日元，总购买规模累计达1.5万亿日元，为后续的干预政策奠定了基础。进入2013年，央行的干预力度显著增强，购买规模逐步提高，2013年从每年4500亿日元提高到1万亿日元，2014年进一步增至每年3万亿日元，并扩展购买范围至跟踪JPX-Nikkei 400指数的ETF，推动市场流动性显著增强。2016年后，随着外部经济环境变化，日央行调整购买策略，将年度购买额度提升至6万亿日元，并设立补充项目维持流动性，侧重支持固定资本和研发投入增加的企业股票。2018年，日央行调整购买组合，减少与日经指数挂钩ETF的占比，增加对东证指数ETF的投入。疫情期间，购买力度再次加大，2020年

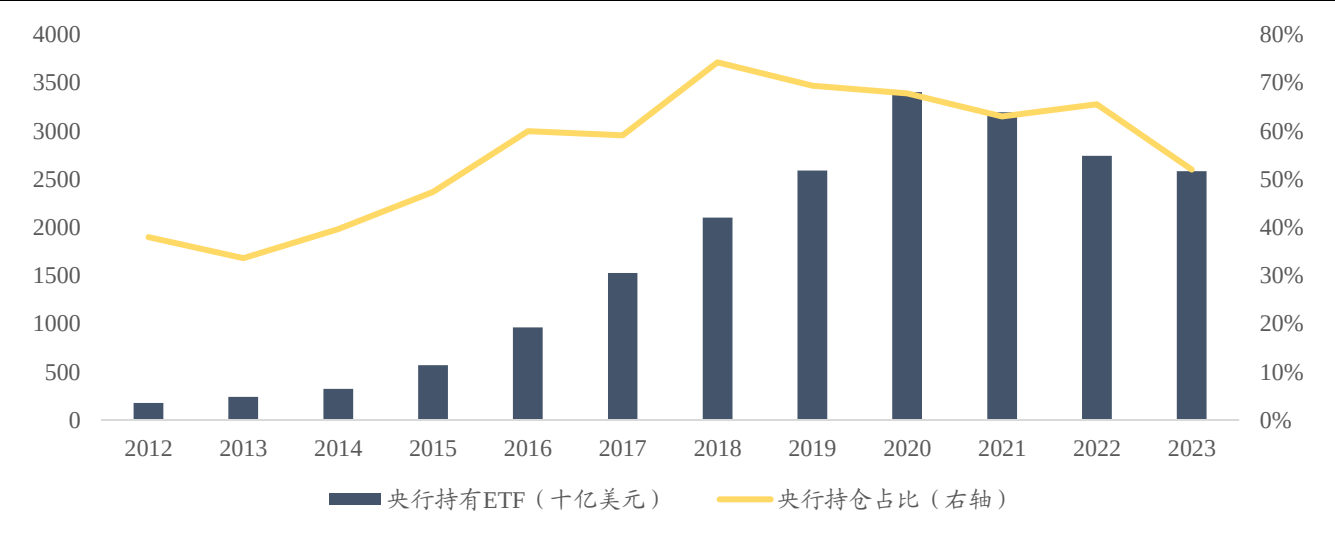
将年度购买上限提升至 12 万亿日元。**2021 年起**，日本央行逐步放缓购买节奏，仅在必要时干预，但仍保留 12 万亿日元的年度购买上限。**这些措施使得日本央行在应对经济危机和支持市场稳定方面发挥了重要作用，同时也标志着其逐渐减少干预、回归市场化调节的趋势。**

图12：日央行 ETF 购买计划梳理

时间	ETF拟购买规模变化	ETF拟购买组成变化
2010年10月	最高未偿还金额为 4500 亿日元	跟踪 TOPIX 及日经 225 的 ETF，购入金额大致与所发行 ETF 的总市值成比例
2011年3月	最高未偿还金额提升至 9000 亿日元	
2011年8月	最高未偿还金额提升至 14000 亿日元	
2012年4月	最高未偿还金额提升至 16000 亿日元	
2012年10月	最高未偿还金额提升至 21000 亿日元	
2013年4月	每年新增 10000 亿日元	-
2014年10月	每年新增 30000 亿日元	
2014年11月	-	新增JPX400 ETFs
2016年3月	每年新增 33000 亿日元	每年33000 亿日元中，3000 亿日元用于购买积极投资实物和人力资本的企业相关的ETF
2016年7月	每年新增 60000 亿日元	-
2016年9月	-	每年60000 亿日元中，30000 亿日元购买 TOPIX、日经 225、JPX400 ETF（与市值成比例），27000 亿日元购买 TOPIX ETF，3000 亿日元用于购买积极投资实物和人力资本的企业相关的ETF
2018年7月	-	每年60000 亿日元中，15000 亿日元购买 TOPIX、日经 225、JPX400 ETF（与市值成比例），42000 亿日元购买 TOPIX ETF，3000 亿日元用于购买积极投资实物和人力资本的企业相关的ETF
2020年3月	每年新增 120000 亿日元	-
2021年3月	-	只购买跟踪TOPIX的ETF
2024年3月	取消ETF购买计划	

数据来源：BOJ，东吴证券研究所

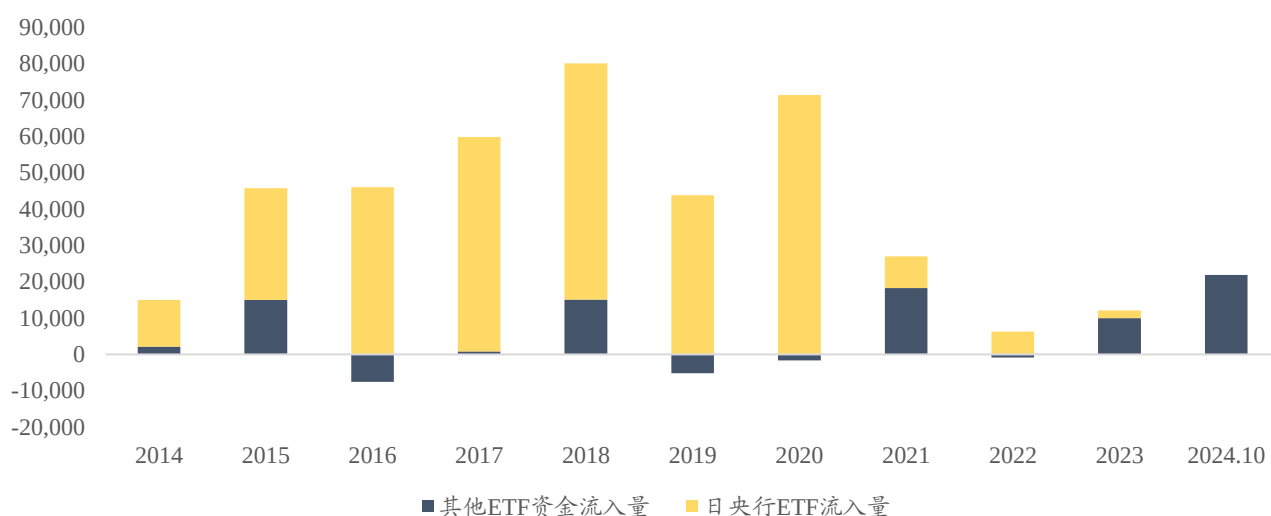
图13：日央行持有 ETF 规模及占比（单位：十亿美元；%）



数据来源：Bloomberg，CEIC，东吴证券研究所

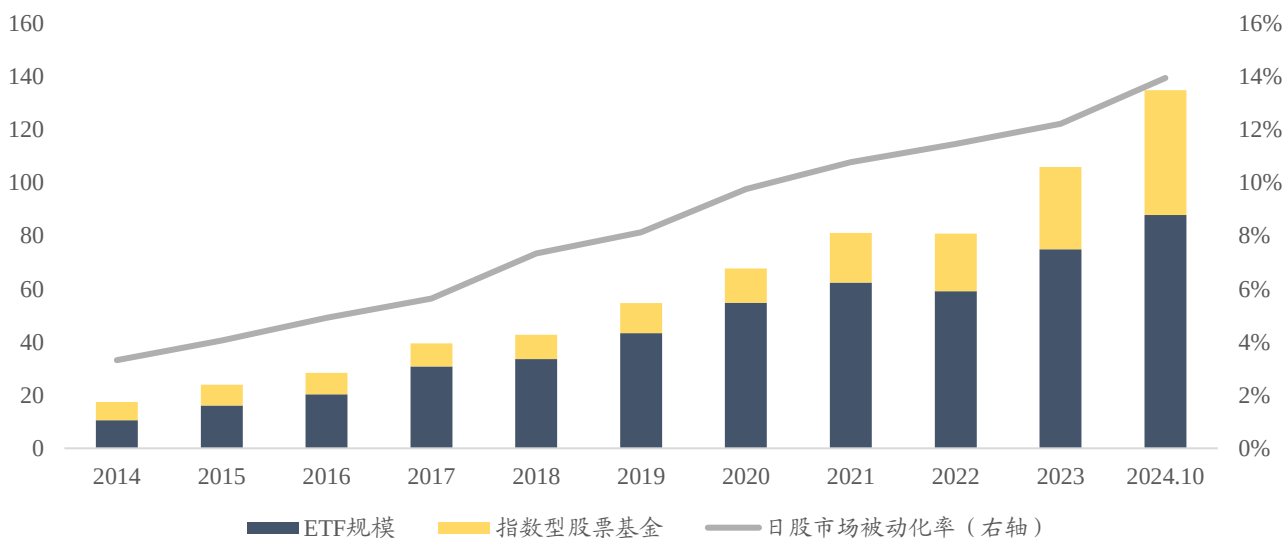
央行主导下，日股被动化进程加速发展。2011年至2014年，日本央行所持ETF在日本ETF市场中的占比不超过40%。但随着央行购买力度的加大，2015年后这一比例迅速攀升至70%。在资金流入方面，2014至2020年间，日本央行贡献了95%的ETF增量资金，成为股市的有力支撑。自2021年以来，市场力量逐渐占据主导地位，央行的操作仅占ETF净流入规模的26%。这一转变意味着，尽管央行仍然保持一定的市场影响力，但包括外资在内的市场力量开始占据主导，日股市场的被动化进程也进入了新的阶段。市场力量和投资者自主决策的力量逐渐显现。**得益于日本央行的持续操作和政策支持，日本ETF市场规模突飞猛进。截至2023年底，日本国内股票ETF市场规模已经跃升为亚洲第一，达到4972亿美元，ETF渗透率达8%。**与此同时，日本的被动共同基金也得到了快速发展。从2014年指数型股票基金规模的6.8万亿日元，到2024年10月达到47万亿日元，年均增长率（CAGR）为21.3%。因此整体而言，截至2024年10月，日股被动化率已达14%。

图14：日股ETF资金净流量拆分（单位：亿日元）



数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

图15：日股被动资金规模及被动化率（单位：万亿日元；%）



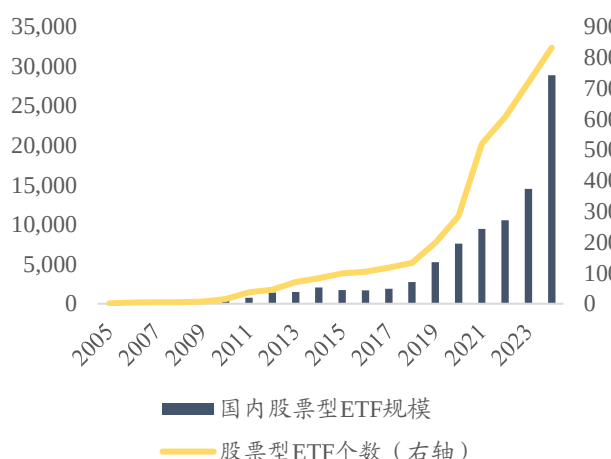
数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

1.3. A股市场：被动化率整体处于美国 2012 年/日本 2017 年水平

过去二十年中，我国 ETF 市场经历了巨大发展与变革。2004 年，国内首只 ETF 产品——上证 50ETF 获特批创设。同时交易所出台《上海证券交易所交易型开放式指数基金业务实施细则》，初步建立 ETF 基金市场规范。2005 至 2006 年，多只 ETF 陆续登场，ETF 成为一种崭新的投资工具。2011 年末，《融资融券交易实施细则》出台，将交易所 ETF 纳入融资融券标的证券的范围，流动性显著提升。2012 年，首个跨市场 ETF——沪深 300 ETF 上市，开启了跨市场 ETF 的新纪元。随后，国债 ETF、黄金 ETF、跨香港市场的 ETF 也相继登场。2018 年起，ETF 逆势爆发式增长。一方面，随着赛道投资风潮的到来，被动管理的赛道型 ETF 崛起，规模增长迅速；另一方面，近年 ETF 的投资者结构愈加多元化，私募基金入场，中央汇金配置 ETF 规模快速增长，2024 年 9 月以来随着市场风险偏好的提升，个人投资者也通过 ETF β 式一揽子的买入，提示被动投资正悄然崛起。

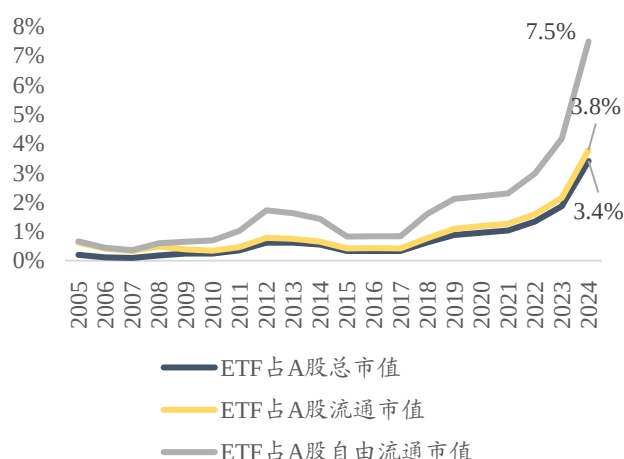
从国内整体的被动化进程来看，当前或仍处于美国 2012 年/日本 2017 年水平，未来得益于政策支持下社保、保险资金以被动指数形式入市，叠加居民存款搬家、个人养老金加配等因素共振，被动投资时代有望开启。与日美不同的是，A 股“纯粹”的场外被动基金（非 ETF 联接基金）较少，2024 年 Q3 规模约为 5000 多亿元，不超过总体被动基金的 15%，而日股/美股 23 年底场外指数型占比已达约 35%/45%。如果仅测算场内 ETF 的渗透率情况，则截至 2024 年末，国内股票型 ETF 规模为 2.9 万亿，占自由流通市值比重是 7.5%，占流通市值比重约为 3.8%，占总市值的比重为 3.4%，相较日美仍有较大提升空间，大致处于美国 2012 年/日本 2017 年的水平。

图16: 国内股票型 ETF 规模及个数 (单位: 亿元; 个)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 国内 ETF 规模占全 A 市值比重变化



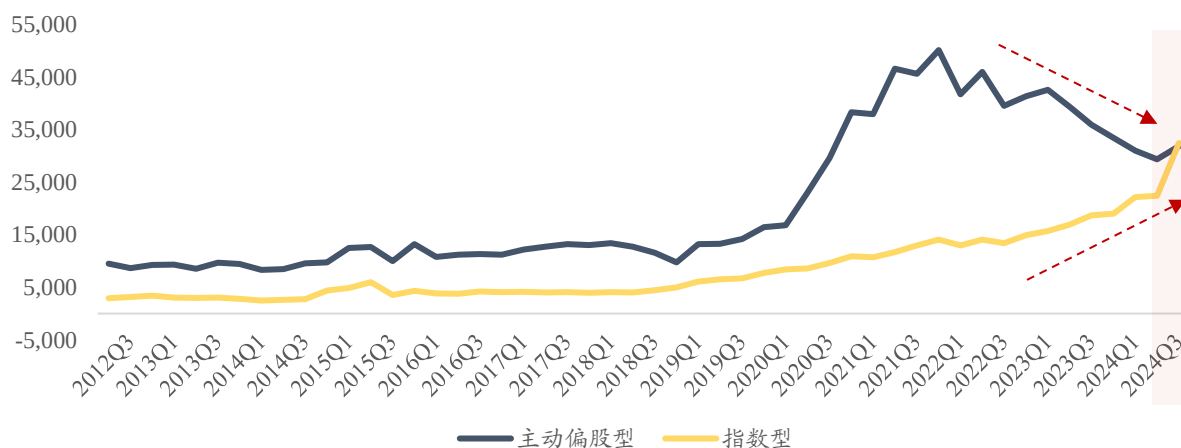
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 类比海外，A 股近年有哪些被动化的特征？

2.1. 被动型基金持股规模超过主动型

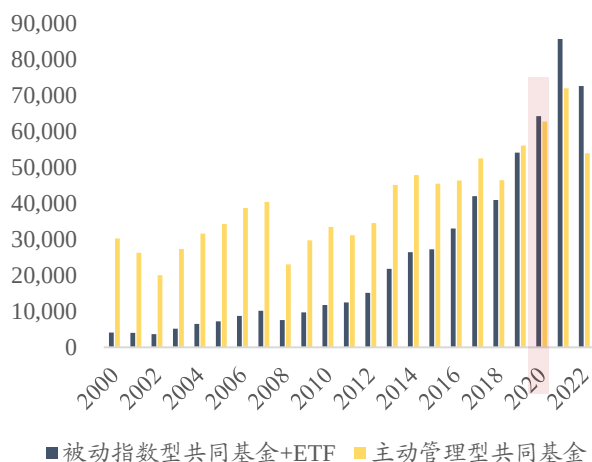
2024 年三季度，我国被动基金持股规模首次超越主动基金。2022 年以来，由于市场风格轮动加快，小市值风格凸显，与基金重仓股整体风格形成错位，主动权益基金获取超额收益的难度显著增加。2021 年起，在公募基金内部，指数型基金的持股规模逐渐接近主动管理型基金，占比呈现逐年上升态势，由 2021Q2 的 18.5% 提升至 2024Q3 46% 左右。2024Q3，指数型基金规模达到 3.24 万亿元，超越主动偏股基金的 3.18 万亿元，被动投资和 ETF 投资成为资管行业主流。美国、日本被动基金总规模超过主动基金均发生在 2020 年前后。

图18: 主动偏股型及指数型基金持股市值变动 (单位: 亿元)



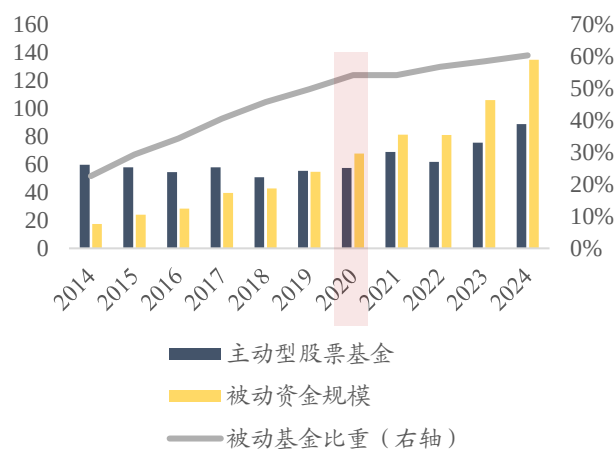
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19：美国被动基金整体规模超过主动基金发生在2020年（单位：亿美元）



数据来源：ICI，东吴证券研究所

图20：日本被动基金总规模超过主动发生在2020年（单位：万亿日元；%）

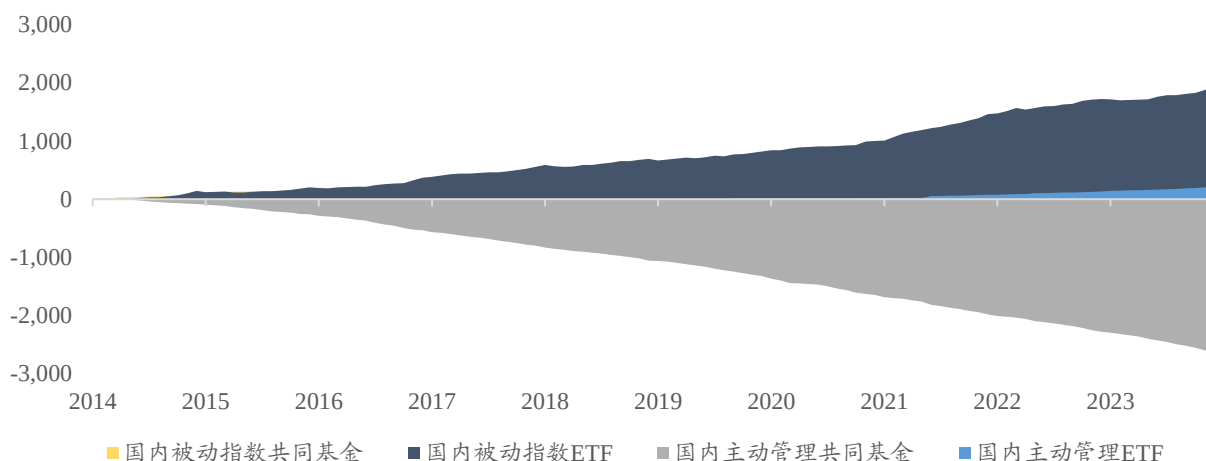


数据来源：日本投资信托协会，东吴证券研究所

2.2. 存量资金搬家：主动—>被动

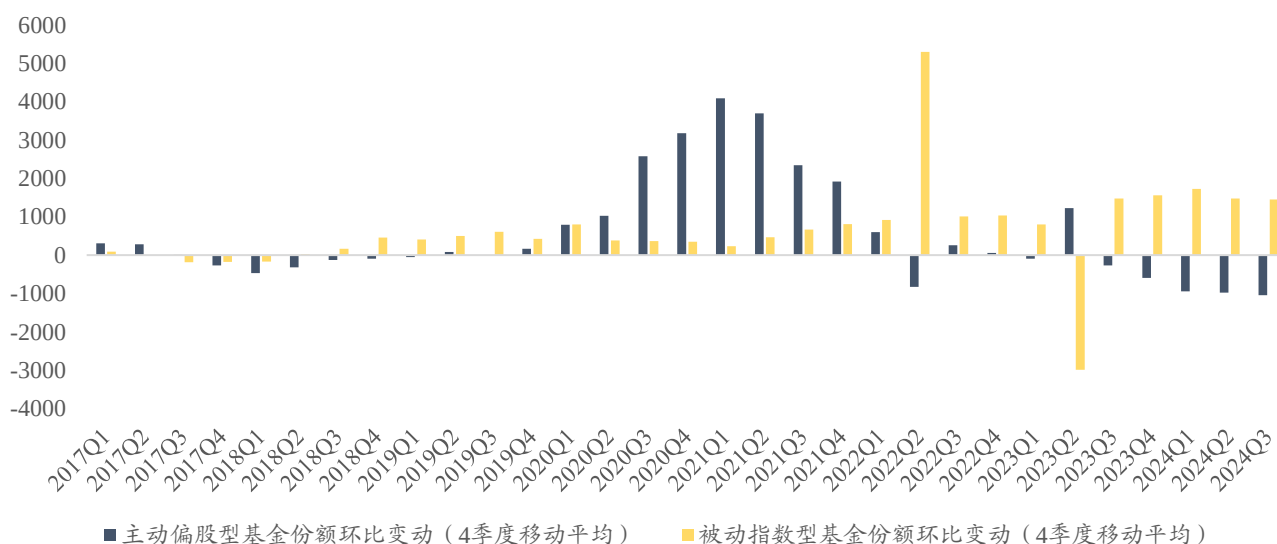
从资金流向来看，公募基金内部，被动型产品扩容并对主动产品形成替代，引发存量资金搬家。2014年以来美股市场经历了资金由国内股票型共同基金流向ETF的过程，2014-2023年间，被动基金共“吸金”2.5万亿美元，与此同时，主动基金经历了2.6万亿美元的净流出。近年我国市场也展现出类似特征，2022年后，主动产品份额净赎回大增，2023Q2至2024Q3期间主动偏股型基金共计净赎回5576亿份；而被动产品则以资金净流入为主，期间份额增加10349亿份，ETF兴起并快速发展，提示部分资金或从主动型基金向ETF迁移。

图21：美国国内股票型共同基金和 ETF 累计资金流（月度）（单位：十亿美元）



数据来源：ICI，东吴证券研究所

图22：2022 年以来，主动产品份额净赎回多增，而被动产品则以净申购为主（单位：亿份）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 部分个股被动化率已达到成熟市场水平

从个股的被动化程度看，截至 2024 年 6 月末，A 股部分上市公司的被动化率已超过成熟市场平均水平。尤其是科创板上市的个股，由于其较高的直接投资门槛，更多投资者选择通过 ETF 进行配置，因此众多科创 50 成分股的被动化率位居前列，例如中芯国际的被动化率已达 34.8%，接近标普 500 成分股中第八位的水平。

图23：标普 500 及全 A 中被动化率最高的 20 只个股

标普500中被动化率最高的20只个股			全部A股中被动化率最高的20只个股		
代码	个股名称	被动化率	个股代码	个股名称	被动化率
IPG UN Equity	埃培智	41.8%	688981.SH	中芯国际	34.8%
CNP UN Equity	中点能源	39.0%	688396.SH	华润微	30.2%
SWKS UW Equity	思佳讯	38.0%	688082.SH	盛美上海	28.8%
FRT UN Equity	FRT信托	37.0%	688041.SH	海光信息	28.4%
HII UN Equity	亨廷顿英戈尔斯工业	37.0%	688012.SH	中微公司	27.3%
HST UW Equity	Host酒店及度假股份有限公司	35.7%	688728.SH	格科微	26.9%
ESS UN Equity	埃塞克斯房地产信托公司	35.0%	688256.SH	寒武纪-U	26.7%
APA UW Equity	APA	34.7%	688111.SH	金山办公	26.4%
FOXA UW Equity	福克斯A	34.7%	688126.SH	沪硅产业	26.0%
AOS UN Equity	A.O. 史密斯	34.7%	600997.SH	开滦股份	25.9%
MCHP UW Equity	微芯科技	34.3%	688303.SH	大全能源	25.6%
CHRW UW Equity	罗宾逊全球物流	34.1%	688009.SH	中国通号	25.3%
RF UN Equity	地区金融	33.8%	688008.SH	澜起科技	25.0%
CPT UN Equity	卡姆登物业信托	33.4%	688223.SH	晶科能源	24.9%
AKAM UW Equity	阿克迈	33.2%	688114.SH	华大智造	24.3%
DOC UN Equity	Healthpeak	33.2%	688099.SH	晶晨股份	24.1%
KIM UN Equity	金克地产	33.0%	600295.SH	鄂尔多斯	23.6%
BXP UN Equity	波士顿地产公司	32.9%	688047.SH	龙芯中科	23.1%
SNA UN Equity	实耐宝	32.9%	688036.SH	传音控股	23.1%
FAST UW Equity	快扣	32.9%	688072.SH	拓荆科技	23.1%
标普500成分股平均被动化率		24.8%	标普500成分股被动化率中位数		25.0%

数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

注：标普 500 数据截至 2025 年 1 月 8 日，全部 A 股被动化率数据截至 2024 年中

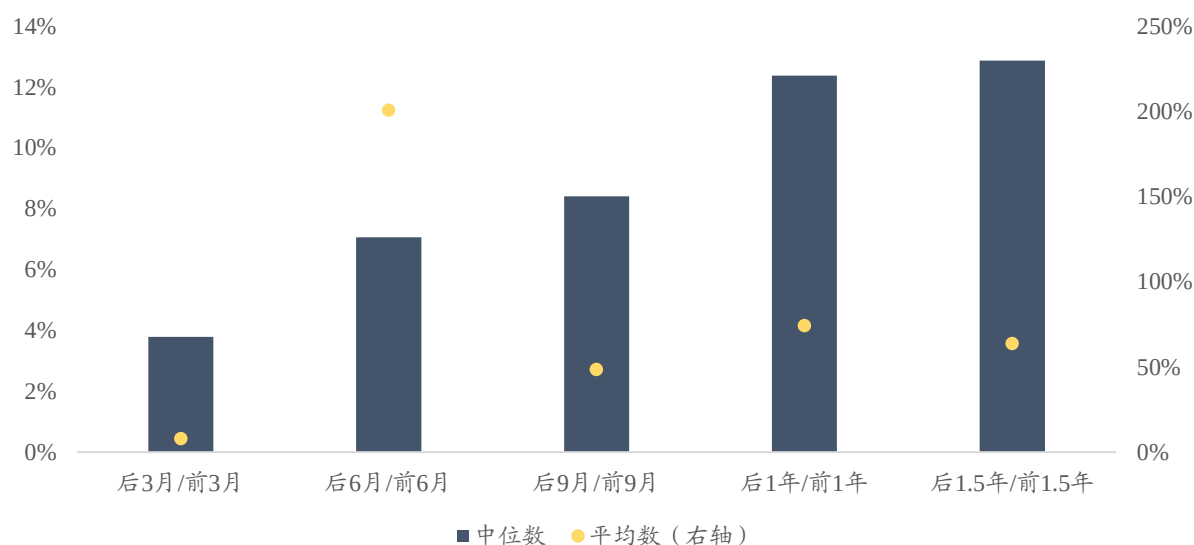
3. 从美日经验看，被动投资趋势对于 A 股市场生态的影响？

鉴于国内的被动投资与日美相比仍有较大差距，我们作 A 股被动化将逐步推进的假设。被动化浪潮中，A 股的市场生态将会发生怎样的改变？

3.1. 被动资金推升估值溢价

参考美日历史经验，随着被动指数基金渗透率提升，跟踪资金较大的核心指数成分股往往能够获得估值溢价。

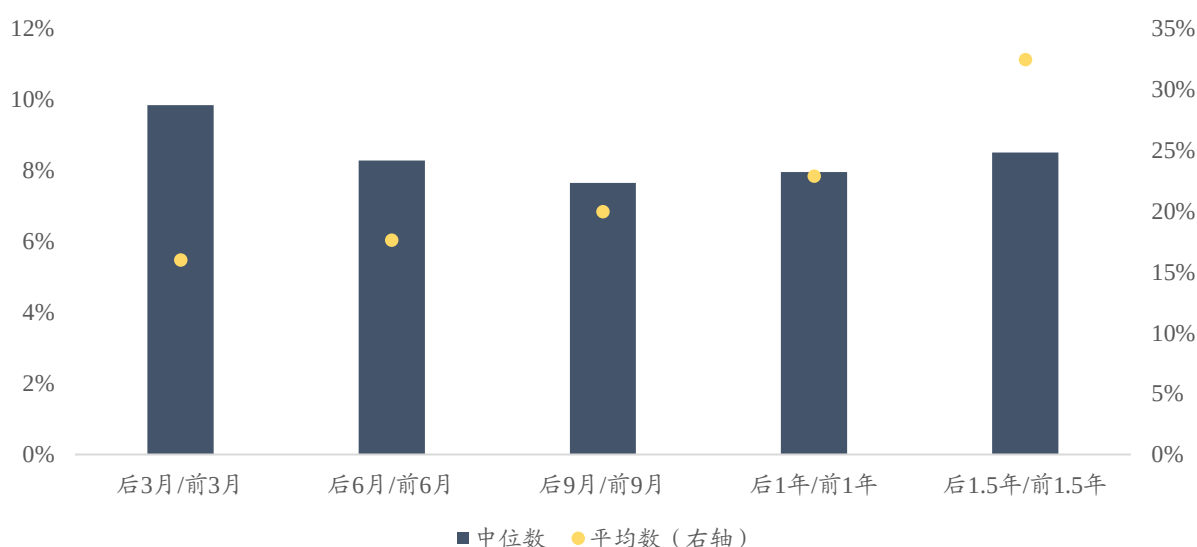
图24：个股纳入标普 500 前后估值中枢变化的中位数与平均数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计个股范围为 2012 至 2024Q3 期间纳入标普 500 且当前仍系标普 500 成分股，估值中枢基于每月末市盈率 TTM 均值计算，后同

图25：个股纳入东证指数前后估值中枢变化的中位数与平均数



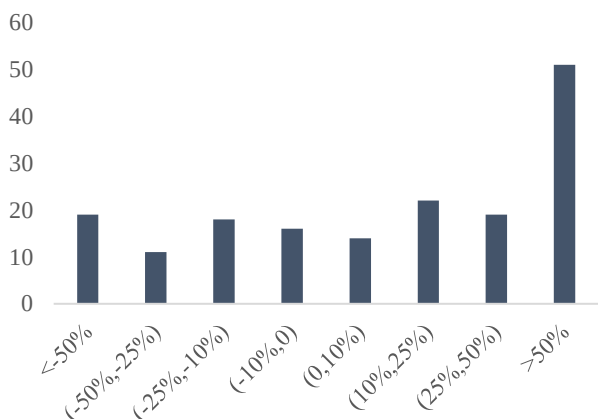
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：统计个股范围为 2012 至 2024Q3 期间纳入东证指数且当前仍系东证指数成分股，估值中枢基于每月末市盈率 TTM 均值计算，后同

从个股层面来看，美股、日股纳入重要指数后估值整体有所提升，提示微观视角下，被动资金的持续流入对于成分股估值溢价的形成或有贡献。我们筛选了 2012 年至 2024Q3 期间纳入标普 500 和东证指数的个股，比较其纳入前后的估值变化，发现不论

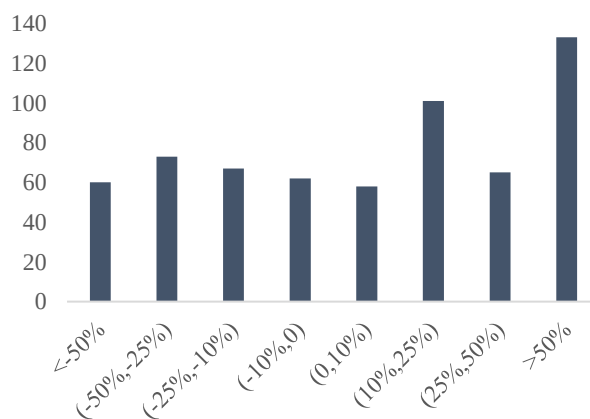
从均值还是从中位数角度来看，纳入后估值中枢普遍相比此前有所提升，且大部分个股1年后估值提升的幅度超过50%。

图26：2012至2024Q3 标普500纳入前后1年：个股估值中枢变化范围与数量分布（单位：个）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：2012至2024Q3 东证指数纳入前后1年：个股估值中枢变化范围与数量分布（单位：个）

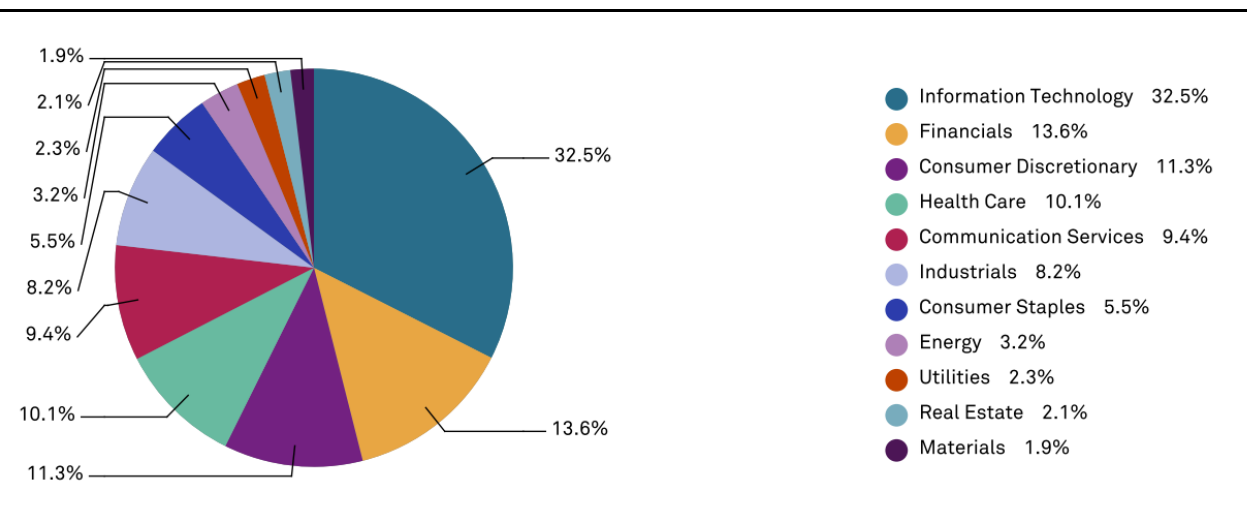


数据来源：Wind，东吴证券研究所

指数层面，被动资金的流入对“标杆”指数估值溢价的形成起到了重要推动作用。在美股市场，随着被动指数共同基金的发展以及ETF渗透率的不断提高，标普500的估值中枢呈现持续上行趋势，与美国全市场的估值相比明显上移。类似地，日股市场中，日经225相较东证指数的估值水平也出现显著抬升，这一现象与被动资金的持续流入密不可分。

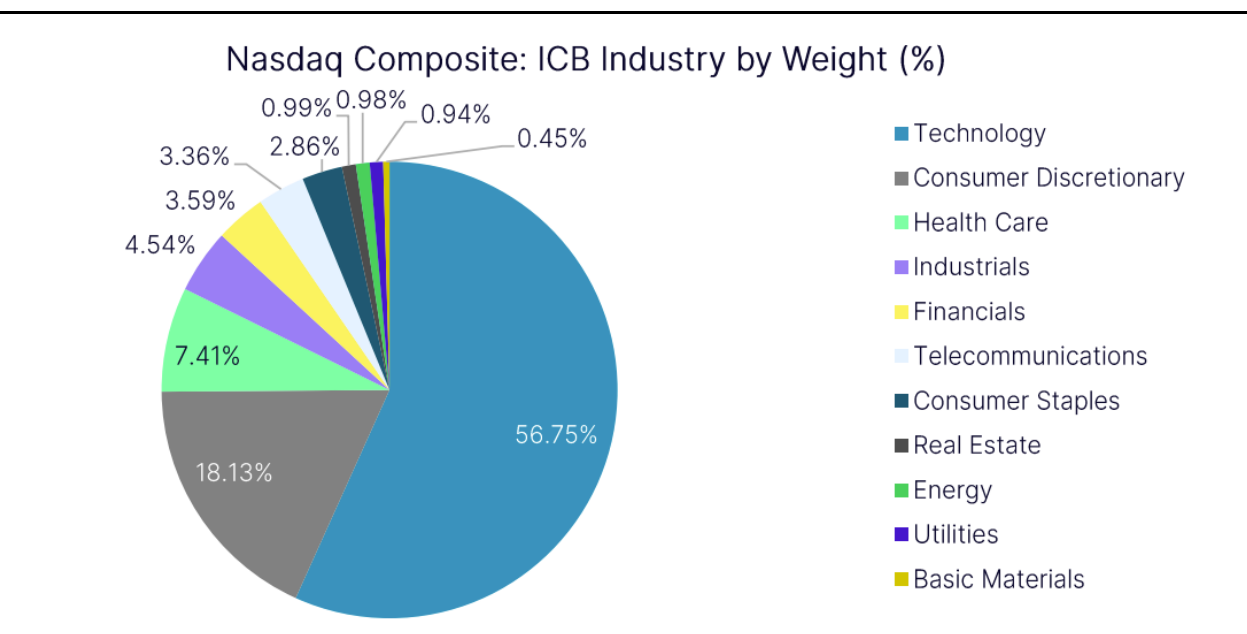
在美国国内股票指数中，标普500是最具代表性的“标杆”指数，四大特征促使其成为全球最多资产跟踪、最受益于资金“被动化”流入的指数：1) 市场代表性强：标普500指数在很大程度上能够反映美国股市的整体表现，投资标普500相当于间接享受美国经济发展的动能。2) 行业分布均衡：相比纳斯达克综指和纳斯达克100指数对于信息技术板块的“超配”，标普500成分股行业的市值占比更为均衡，适合作为长线资金配置的基准。3) “指数交易生态系统”完备：自标普500发布以来，迅速成为衡量美股大盘股表现的标杆和投资基准，相关股指衍生品也相继推出。截至2023年末，以标普500指数为比较基准的资产规模为6万亿美元，包含衍生品在内的标普500被动指数类产品总规模高达10万亿美元。4) 选股机制独特：区别于其他主要指数“大市值优先”的量化筛选原则，标普500的成分股由编制委员会根据多重标准遴选，综合考虑行业属性及其在美国经济中的代表性，以及企业的财务状况等维度。

图28: 标普 500 指数行业构成



数据来源: 标普官网, 东吴证券研究所
注: 数据截至 2024 年末

图29: 纳斯达克综合指数行业构成

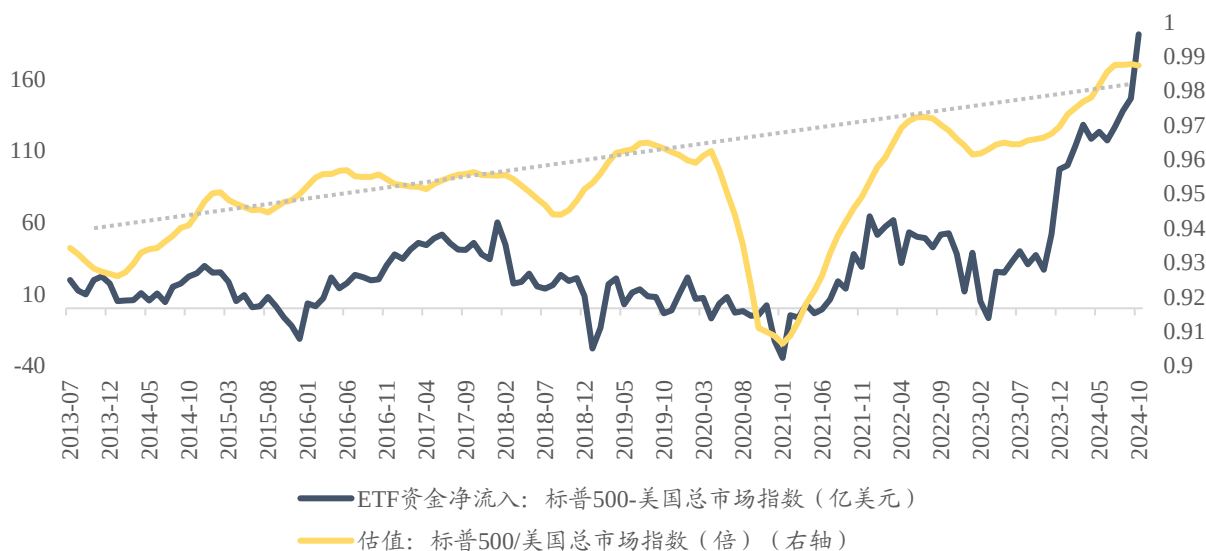


数据来源: 纳斯达克官网, 东吴证券研究所
注: 数据截至 2023 年 10 月

近年来, 标普 500 展现出估值中枢相对全市场逐渐提升的特征, 离不开被动资金的大幅流入。若仅统计跟踪标普 500 总收益、总回报指数的美国国内 ETF, 2012 年至 2024 年 10 月期间 ETF 资金累计净流入约 6923 亿美元, 占整体美股 ETF 净流入额的 32%; 与此同时, 期间标普 500 市盈率 TTM 由 13.6 倍升至 24.4 倍, 相对美国全市场而言估值溢价提升显著。

被动资金是推动标普 500 指数估值溢价的一大重要力量。一方面，从跟踪标普 500 的资产规模来看，基于标普国际数据，截至 2023 年末标普 500 相关 ETP 产品规模达 1.57 万亿美元，包含共同基金、机构基金、保险产品在内的非 ETP 资产规模达 5.3 万亿美元，该口径下标普 500 指数整体被动化率约为 16.4%，而“非旗舰指数”标普 400、标普 600 指数仅为 12%；且标普 500 指数成分股的平均被动化率高达 24.8%，明显高于美股市场的整体水平 18%。由此可见，相比其他指数，被动资金或更偏爱具备代表性的“标杆”指数，也在其需求侧占据更大份额。另一方面，2000 至 2023 年间，标普 500 被动基金规模扩张增速巨大，达 550%，远高于指数涨幅的 261%，均能体现被动资金对指数上涨的贡献巨大，是推升估值溢价的重要力量。

图30: ETF 资金大幅流入推升标普 500 估值相对抬升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：ETF 资金净流入及估值比均为 6 个月移动平均值，估值采用 PE-TTM

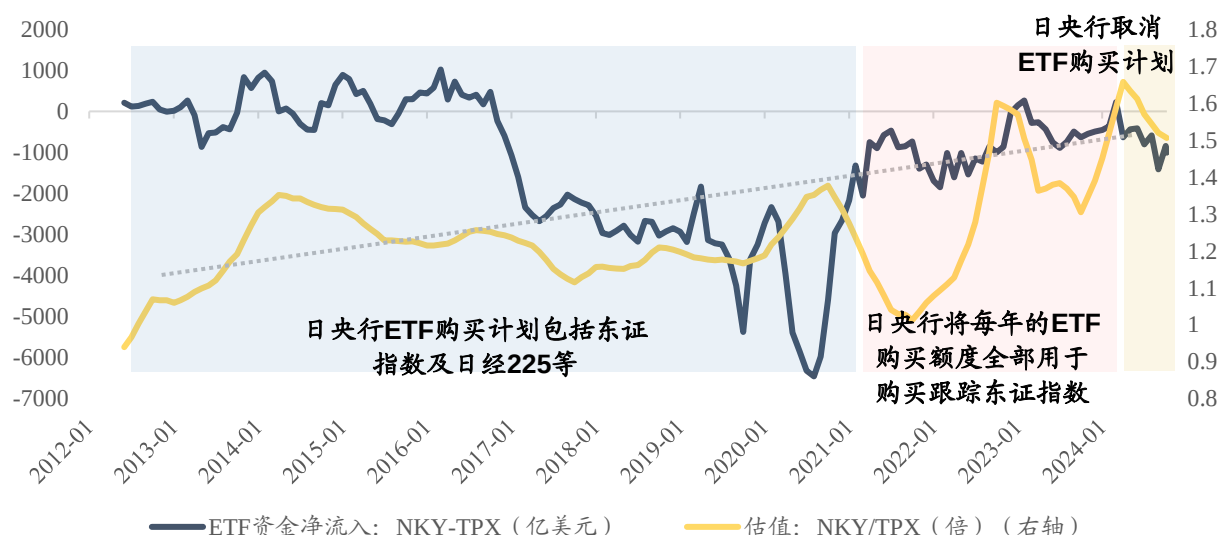
从日股市场来看，东证指数与日经 225 是日央行与市场投资者均格外偏好的品种，由于日经 225 指数成分股包含在东证指数中，日股被动化进程下，日经 225 指数获得了更高的估值溢价。

东证指数与日经 225 均为日股的“标志性”指数，日经 225 由于代表性强、流动性高、龙头企业集中，在国际资本中享有更高的认知度和关注度。东证指数作为日股市场的基准指标，涵盖广泛的日本股票市场，截至 2024 年成分股达 2126 只，占日交所全部股票个数的 55%。规模上，2023 年末东证指数市值达 851 万亿日元，占全部日股的 98%。日经 225 指数则由日交所最具代表性的 225 只龙头企业组成，成分股均包含于东证指数之中。日经 225 系历史最长且在全球范围内最受欢迎的日本股指，其较高的知名度和更好的流动性吸引了众多海外投资者，受到美欧养老金等长期投资者的偏爱，国内外相关金

融产品丰富，2023 年末市值规模占全部日股的 70%。

得益于日央行对日经 225 成分股的“双重配置”，日经 225 相对东证指数的估值中枢明显抬升。2012 年至 2024 年 10 月，东证指数、日经 225 ETF 资金累计净流入额为 26.7 万亿美元、8.13 万亿美元，分别占全部日股 ETF 净流入额的 71%、22%；期间，日经 225 相对东证指数的估值比由 0.9 提升至 1.5 倍。尽管 2021 年 3 月日央行改变 ETF 的购买组成，将每年的 ETF 购买额度由“东证指数+日经 225+JPX400 等 ETF 组合”调整为全部用于购买跟踪东证指数，日经 225 相对东证指数估值溢价也于 2021 年 3 至 10 月间有所回落，但后续中枢上移趋势并未改变，表明市场力量占据上风后同样对于日经 225 这一代表性更强的旗舰指数“青睐有加”。

图31: ETF 资金大幅流入推升日经 225 估值相对抬升

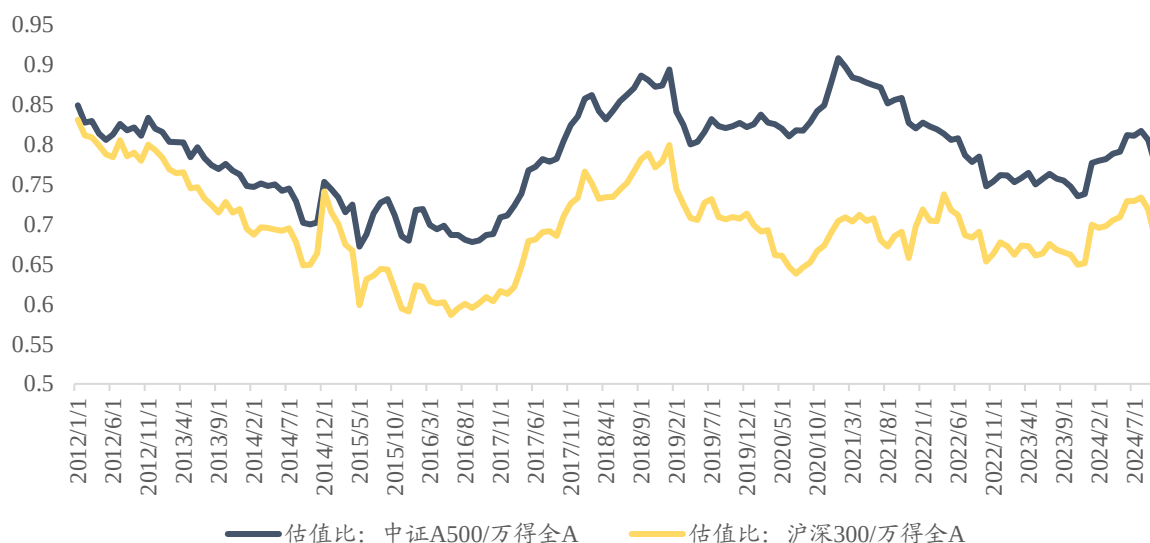


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：NKY 为日经 225 指数，TPX 为东证指数；ETF 资金净流入及估值比均为 6 个月移动平均值，估值采用 PE-TTM

综上，美日市场中，随着被动化进程的推进，一些具有代表性的“标杆”指数往往具备更强的“吸金”能力，并因此获得估值溢价。对应国内，当前 A 股市场的被动化率相比成熟市场仍偏低，沪深 300、中证 A500 等表征市场的核心指数估值尚未见提升趋势。随着被动化时代的开启，沪深 300、中证 A500 为代表的中国“标杆”指数有望迎来估值的系统性抬升。参考日美经验，未来 3-5 年维度，沪深 300、中证 A500 等指数或存在 5%-15% 的估值溢价提升空间。

图32：近年来，沪深300、中证A500等表征市场的核心指数估值尚未见提升趋势（单位：倍）

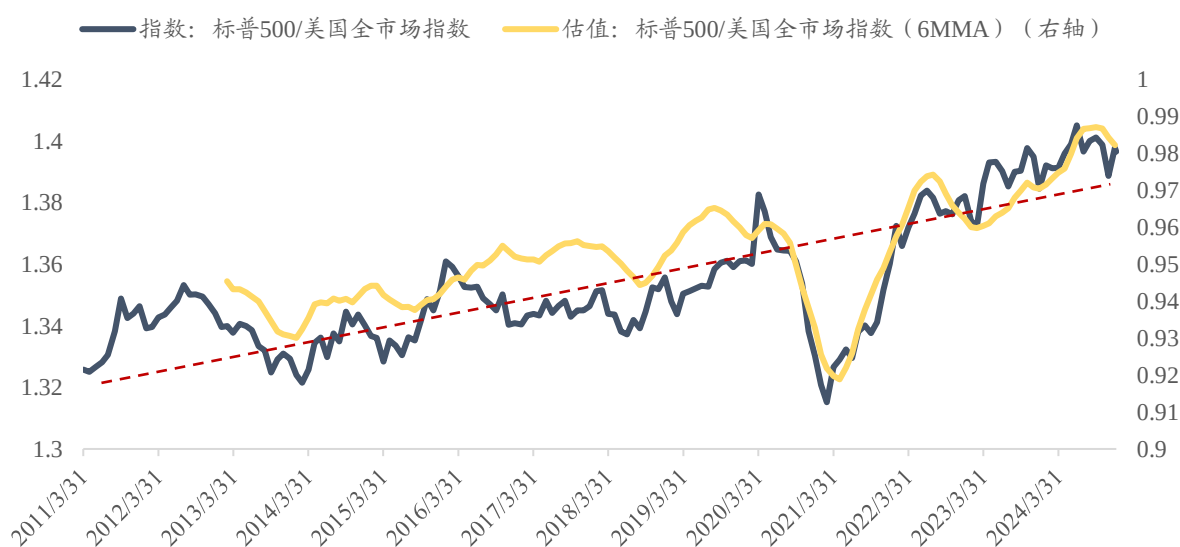


数据来源：Wind，东吴证券研究所，估值采用 PE-TTM

3.2. 被动化进程助长大盘风格

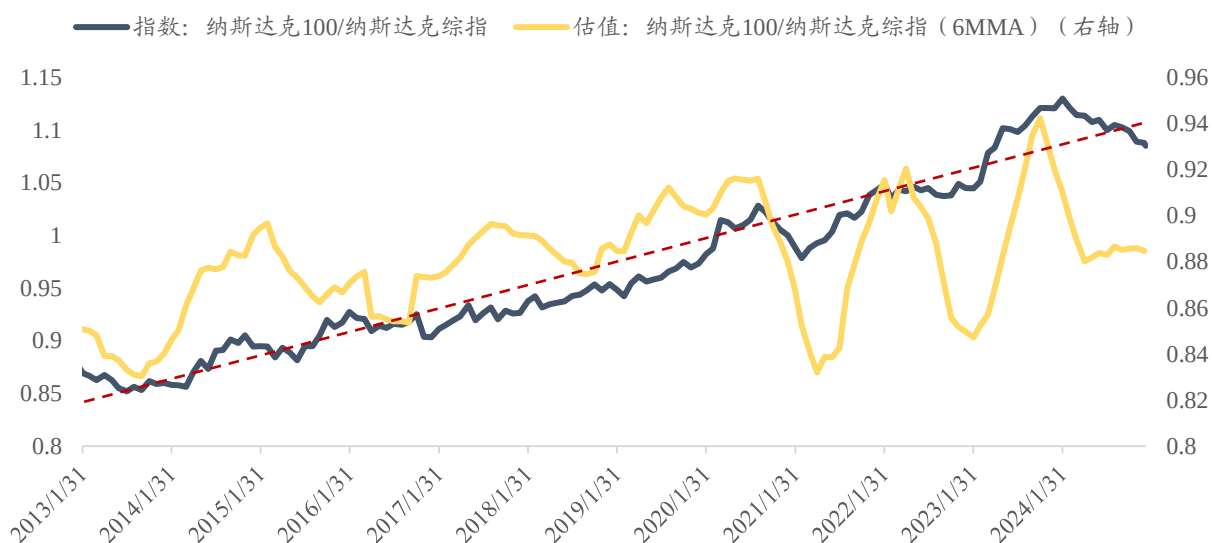
从长期趋势来看，被动化进程助推了市场大小盘分化格局的形成。我们认为，被动化率提升助长大盘风格背后的影响机制与市场普遍认知不同，本质在于：大盘股一方面受益于龙头竞争优势，相关ETF吸引力更强；另一方面也更容易纳入多个指数中被“多重叠加配置”；而小盘股由于被较少指数所涵盖，容易被被动资金忽略。

图33：2011年以来，标普500相对美国全市场指数点位和估值比双双提升（单位：倍）



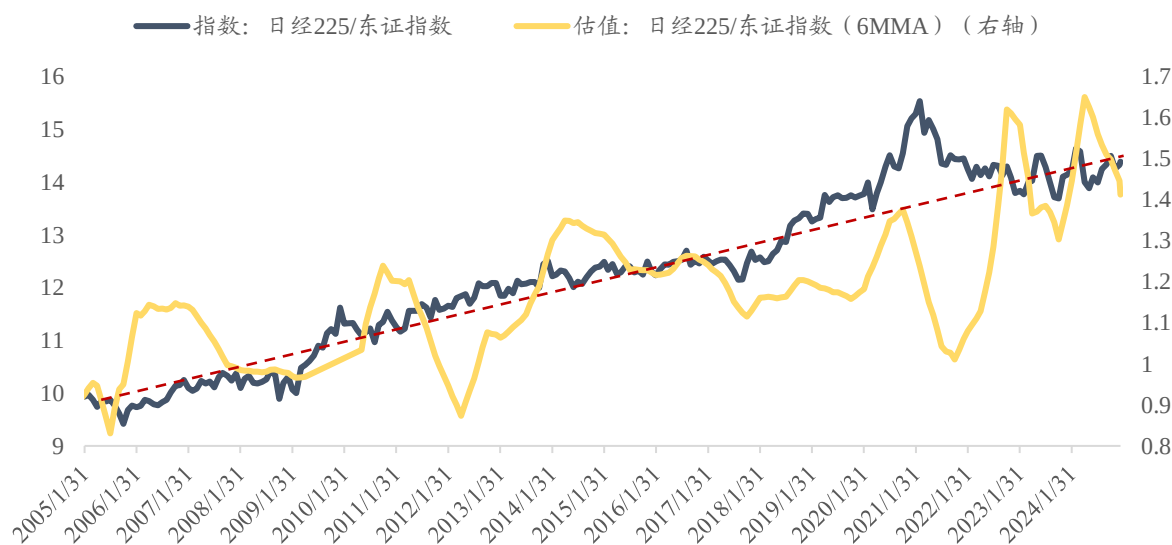
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；注：估值采用 PE-TTM

图34：2013年以来，纳斯达克100相对纳指点位和估值比双双提升（单位：倍）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；注：估值采用 PE-TTM

图35：2005年以来，日经225相对东证指数点位和估值比双双提升（单位：倍）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所；注：估值采用 PE-TTM

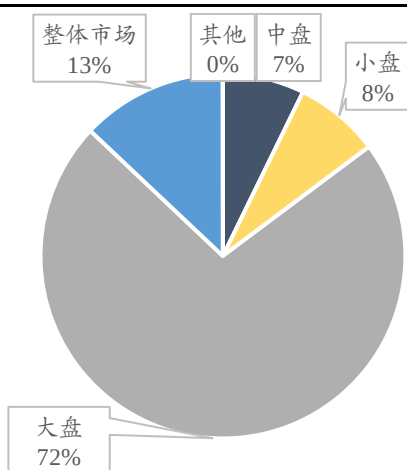
美日市场中，普遍呈现大小盘分化的特征，指数化投资盛行或助长大盘风格。不论从指数的相对点位还是从相对估值角度看，美日市场均呈现大盘相对小盘超涨的趋势。美股中，标普500相对美国全市场指数、纳斯达克100相对纳斯达克综指，日股中日经225相对东证指数，其相对点位及估值中枢都于2013年以来稳步上移。

区别于市场普遍认知的是，我们认为，单只ETF通常采用的市值加权机制本身不会“非对称地”将更多资金分配给其中的大市值公司，从而加强大盘成分股在指数中的

权重。本质上，指数基金是“搭便车”的，资金通过指数基金流入后，通常根据各成分股的自由流通市值或调整后的市值进行分配，若忽略指数对权重的细微调整，则每只成分股对于资金流入的弹性在静态视角下基本一致。即，ETF 资金流入对于指数中大小盘股价的拉动是“一视同仁”的，虽然大盘股由于市值较大会吸纳更多资金，而流入小盘股的资金规模则较小，但并不会导致大盘股在指数中权重越来越大、小盘股权重越来越小。甚至在成分股调整时，为防止单只股票过度主导指数表现，部分个股权重可能由于前期股价上涨过快而得以下调。

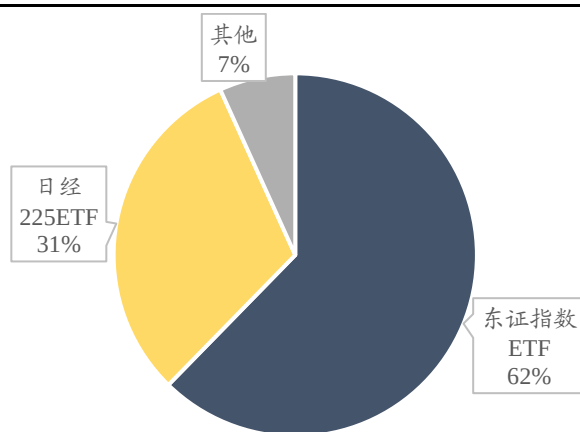
美日市场大小盘的分化，更多源于代表性指数在配置上具备更大吸引力，作为整体容易获得估值溢价。大小盘风格的分化本质上是由基本面或基本面预期差异所导致的，即大盘股往往相对小盘股具备更稳定的盈利能力和市场竞争力，而指数型基金作为投资者表达观点的工具，会在资金层面会放大这个过程，形成赚钱效应的正向循环，助推分化程度的加大。指数投资发展过程中，美日均展现出大盘 ETF 规模占比更大的特征。截至 2024 年 10 月，美股大盘 ETF 资产规模占比达 72%，中盘和小盘分别为 7%和 8%，整体市场指数的占比为 13%；日本国内股票 ETF 中，两大指数 ETF 占全部日股 ETF 规模的 93%，其中东证指数和日经 225 ETF 占比分别为 62%、31%，可见大盘 ETF 更易受到资金的关注。

图36：美国国内股票 ETF 中，大小盘 ETF 规模占比（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所
注：数据截至 2024 年 10 月

图37：日本国内股票 ETF 中，跟踪各个指数的 ETF 规模占比分布（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所
注：数据截至 2024 年 10 月

此外，相对于更少被纳入指数的小盘股，大盘股往往归属于更多指数，被配置的机会更大。如前文所述，基于标普国际口径，标普 500 指数整体的被动化率为 16.4%，但若从其成分股的个股层面考虑，叠加纳斯达克 100 等其他大盘指数及美国全市场指数基金的配置，标普 500 成分股的被动化率更高；而小盘股由于被纳入的指数较少，且资金

支持有限，缺乏与大盘股相对的被动买入需求，估值增长滞后。截至 2025 年 1 月 8 日，标普 500 成分股的被动化率均值为 24.8%，中位数为 25.0%；而罗素 2000 成分股的被动化率均值、中位数分别为 18.2%、15.3%，明显低于标普 500。由此可见，由于大盘股相对小盘股被纳入更多指数，容易被“多重配置”，吸引更多被动资金，因此指数投资发展过程中日股、美股往往迎来集中度的提升。

从 A 股来看，由于当前 ETF 整体渗透率仍偏低，我国依然是大票估值低、小票估值高的格局，近年沪深 300 相对全 A 的估值并未见明显的抬升趋势，后续随着被动化进程的推进，小盘高估值+大盘低估值的格局或将发生改变和逆转。

4. 风险提示

数据统计存在偏差：美股、日股、A 股市场由于各统计样本及口径存在差异，数据统计结果可能存在偏差；

海外历史经验或不完全适用于 A 股：不同国家和地区的经济环境、市场结构等方面存在显著差异，海外经验或不能完全适用于中国市场；

经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>