

## 从ETF募集冷热分化看公募行业转型

■ 昌校宇

2026年以来,ETF(交易型开放式指数基金)发行市场呈现鲜明反差。前三季度,公募基金市场233份延长募集期公告中,116份来自ETF;同期,近百只ETF提前结束募集,部分产品“一日售罄”。

ETF募集冷热分化,本质是供需结构错配。供给端,公募机构在部分热门赛道密集布局,同质化产品集中发行,资金选择增多,单只产品认购自然被摊薄。需求端,社保、保险等中长期资金的配置需求上升,但更看重工具稳定性、容量和配置效率,而非短期主题热度。供给的“宽度”与需求的“深度”存在落差,分化自然出现。

更深层看,本轮分化反映出两个层面的变化。一是竞争的基础在变。过去比拼的是

产品数量和首发规模,如今部分ETF需延募才能达到成立门槛,说明单靠“多发多募”已难以奏效,产品能否真正对接投资者的配置需求正成为新的考验。二是资金的选择在变。投资者越来越关注持有体验是否良好等,这直接影响资金的去留。

面对上述变化,公募机构需主动应变,从规模扩张迈向质量提升。

从产品端看,以“减法”聚焦、以“加法”破局。“减法”是退出同质化竞争。当前规模前十的公募机构占据ETF市场近六成份额,中小机构在宽基赛道正面竞争的窗口已经收窄,与其在拥挤赛道消耗资源,不如主动收缩战线。“加法”则是在细分领域建立先发优势,从“有什么发什么”转向“缺什么补什

么”。需要注意的是,差异化布局不等于追逐冷门概念,而是在产业趋势和投资者需求之间找到交集。

更为重要的是,把握主动ETF等发展机遇。首批18只主动ETF已上报,标志着ETF市场从被动指数工具时代迈向“主动与被动协同发展”的新阶段。主动ETF不仅是产品线的补充,更是投研能力变现的新载体。参考海外市场,主动ETF更多承接传统场外主动基金的配置需求,而非挤占被动ETF存量。主动管理能力较强的公募机构,可借助主动ETF形成新的竞争支点,从“卷首发”转向“拼投研”。

从服务端看,由“卖产品”向“做服务”升级。公募机构需从产品线完善、品牌建设、服务

体系升级等维度发力。例如,易方达基金上线“指数直通车”,华夏基金打造“红色火箭”,头部机构纷纷构建指数投资服务平台,这并非简单的品牌包装,而是表明竞争已从产品本身延伸至服务能力。服务能力的差距,最终体现在投资者能否把ETF选得准、拿得住。当ETF产品数量接近1700只,选择本身已是难题,解决这个难题比再发一只新产品更有价值。

在高质量发展要求下,指数化投资正从量变走向质变,当前ETF募集的冷热分化,恰是行业务实内功、优化生态的过程。竞争重心也随之从产品发行的“上半场”转入资产配置与投顾服务的“下半场”。那些在布局上具备前瞻性、能通过服务创造价值的公募机构,将在下一阶段赢得主动。当行业从“有没有”

走向“好不好”,从“卖出去”走向“用得好”,我国ETF市场的长期价值将更加清晰。



## 县域文旅火热释放消费潜力

■ 李乔宇

从皖南古村的青石板路到滇西小城的烟火早市,从黔东南苗寨的非遗工坊到鲁中小城的夜游风光……这个国庆假期,大量游客奔赴一座座宝藏小城。“奔县游”“小城串游”从小众选择一跃成为主流出行方式,勾勒出一幅县域文旅蓬勃生长的生动图景。

去哪儿数据显示,假期期间,全国TOP10热门景区被小城包揽,县城酒店预订热度同比增长35%,县域旅游游客中,一半以上的游客打卡了两个以上的小城;同程旅行数据显示,除了传统热门目的地县城外,一些相对小众的县域凭借极具特色的自然景观和人文资源取得了不错的成绩,客流增幅位居全国同类目的地前列,成为县域目的地中的“黑马”。

政策支持为县域文旅消费崛起筑牢坚实基础。今年8月,商务部、文化和旅游部等9部门联合印发《关于进一步激发下沉市场活力 活跃县域消费的意见》,提出“促进商农文旅体融合发展”等18条具体举措。

地方层面亦主动抢抓消费风口,不少县域

立足自身资源禀赋,推出民俗展演、金秋市集、乡土研学、非遗体验等特色文旅活动,发放文旅消费补贴,优化自驾线路指引,改造提升民宿客栈、停车场、公共卫生间等硬件设施,补齐县域文旅服务短板。

高铁网络的持续织密为“说走就走的县城之旅”提供了支撑。9月28日,京港高铁雄安至商丘段、西渝高铁西安至安康段、宜昌至兴山高铁、哈尔滨至伊春高铁开通运营。政策红利与基建红利加持,让“奔赴小城”变成更多人的选择,让“小城串游”有热度更有保障。

更为重要的是,消费理念迭代升级,多元新业态加速涌现,是县城游成为主流的驱动力。

与过去扎堆知名景区、走马观花式打卡观光不同,越来越多的游客开始看重旅行的松弛感与独特体验,旅游消费加速由“追求流量打

卡”向“深耕品质体验”转型。假期期间,不少县域深挖本土文化内核,把老街古巷、传统手工艺、特色物产转化为可参与、可感受的消费场景。“非遗+小城”“山水+自驾”“美食+文旅”等全新消费场景不断涌现,相邻县域联动打造串游精品线路,形成“一县一特色、沿线成环线”的文旅新格局。

国庆假期县域文旅交出的亮眼成绩单,充分验证了广袤县域市场是我国扩大内需、培育消费新增长点的重要蓝海。“奔县游”“小城串游”走红的背后是我国超大规模市场优势和消费升级潜力的集中释放。县域文旅产业链条长、辐射带动广,不仅直接拉动当地交通、住宿、餐饮、文创零售等行业增收,更能够拓宽居民就业渠道,

激活地方实体经济,让县域资源转化为实实在在的发展动能。

县域文旅要实现从假日爆红走向常态长红,需要各方精耕细作、久久为功。这个假期中,我们仍然能够看到部分地区出现接待能力不足、景区伴手礼同质化等问题。如何培育出“康养+”“文旅+”“农业+”“民俗+”等特色消费场景,优化高峰服务能力,建立平急结合的资源调配机制是县域文旅亟待研究的重要课题。

随着政策引导持续落地,县域配套不断完善,供给持续创新升级,县域文旅的消费活力,必将跳出节假日的时间窗口,转化为常态化内需动能,为我国经济高质量发展源源不断注入新力量。



## 中小券商如何“离客户更近”

■ 周尚仵

当前,全国证券行业有150家券商,中小券商占据绝大多数。行业马太效应持续加剧,中小券商该走什么样的发展路径,成为行业关心的话题之一。

中国证券业协会一份关于中小券商发展的最新调研显示,81.7%的受访从业人员表示所在券商已明确特色赛道布局,10.3%认为已形成特色业务优势。

转型方向已经形成共识,难点在于落地路径。调研中,近六成从业者认可“头部引领、特色细分、区域深耕并存”的格局,46%的从业者认为中小券商应聚焦细分赛道。从业者最看好的四大潜力赛道是区域深耕与地方国资产业协同、普惠财富管理与社区投顾、专精特新业务、特色投行业务。

总体来看,这些赛道不拼重资本,拼的是贴

近市场、贴近客户的深度服务能力,共同特征是“离客户更近”。

“离客户更近”,正是中小券商的优势所在。头部券商强在资本、品牌和全国化网络,中小券商难以在这些领域正面抗衡,但区域市场、地方产业、中小企业,恰恰是中小券商可以做出特色、做出深度的领域。换言之,中小券商的出路不在于模仿头部券商的“大而全”,而在于发挥自身“近而深”的禀赋,把本地客户服务透、把区域产业研究透、把细分赛道做透彻。

如何“离客户更近”?调研中,超六成受访从业人员认为所在机构的资源配置与差异化战略还有进一步适配的空间。区域深耕不是简单地在本地设个网点,而是要把资源真正下沉到本地产业、本地客户、本地服务能力上,这需要组织架构的调整、考核机制的配套、人才梯队的

建设,缺一不可。

战略、资源、机制三者对齐,“离客户更近”才能从理念转化为实实在在的业务能力。而在区域深耕上,中小券商有独特的基础。调研显示,中小券商的核心优势集中在“地缘与机制”层面,本地客群黏性强、团队稳定性高、决策机制灵活。这些优势不需要重新建设,只需要被真正激活。激活的关键,在于把资源从“面面俱到”转向“重点突破”,在最具禀赋的领域加码投入,而不是在全部赛道上平均用力。

需求端的变化,也在为这场突围加码。调研显示,超八成投资者对券商差异化服务有强烈需求,且相较于服务形式上的差异化,投资者更看重服务专业度,最期待的特色服务依次为个性化投顾服务、轻量化投研服务、精细化

费率优惠。这意味着,中小券商靠“低费率+高响应”建立的优势,还需要在专业能力上再上一层楼。而区域深耕的价值,恰恰在于能在特定领域形成难以复制的专业深度:对本地产业的深刻理解、对区域客户需求的精准把握、对地方政策与资源的长期积累,是头部券商短期内较难快速复刻的差异化壁垒。中小券商若能把这种“近”转化为“专”,把“地缘优势”升级为“专业优势”,则有望在细分赛道构建起差异化护城河。

归根结底,中小券商的突围之路,不是和头部券商比拼体量、比拼网点覆盖,而是比拼谁离客户更近。谁在特定领域扎根更深。“离客户更近”是差异化竞争的起点,也是长期发展方向。只有把专业做扎实,中小券商才能走出一条属于自己的特色发展道路。

### 南来北往

## 四大因素影响港股公司「回A」路径与成败

■ 田鹏

三季度最后一个交易日,A股市场迎来又一标志性事件:全面注册制下,深圳证券交易所主板首单“H回A”(H股公司回A股上市)IPO(首次公开募股)项目正式落地——宁波力勤资源科技股份有限公司在深交所主板挂牌上市。

近年来,港股公司“回A”持续升温。据笔者不完全统计,截至目前,年内已有至少15家港股公司披露了“回A”的最新动态,涵盖AI(人工智能)大模型、创新药、机器人、新能源、半导体等多个新质生产力赛道。

然而,随着港股公司“回A”热度攀升,一种认知误区也随之出现:似乎只要是港股优质企业,都能顺利“回A”。事实并非如此,企业能否成功,取决于四大因素。

第一,企业架构。H股公司以境内法人主体直接赴港上市,股权清晰、架构合规,更适配A股审核逻辑。“回A”时往往无需调整上市主体架构,可直接提交IPO申请,是确定性高、成本低、周期短的路径。红筹企业则不同,其境外控股架构与A股IPO规则天然冲突,不能简单复制H股直接IPO模式。大型红筹龙头可享受政策红利,通过直接上市或CDR(中国存托凭证)回归;中小红筹企业往往只能拆架构、重做境内主体等。

第二,市值规模。A股对红筹企业回归设有明确市值要求,要么满足2000亿元超大大市值,要么200亿元市值叠加硬核科创资质。市值门槛直接带来分化:头部企业凭体量优势快速实现“A+H”;腰部、尾部企业只能选择高成本、长周期的传统回归路径。

第三,VIE(协议控制)架构。大量港股科创、互联网、创新药企业采用VIE协议控制架构,而这仍是当前不少港股企业“回A”的主要结构性障碍。相关企业目前只有两条合规出路:一是保留VIE、发行CDR,好处是无需拆架构、主体稳定,难处是市值与科创门槛极高;二是拆除VIE、重搭境内股权结构再申报IPO,好处是适配常规审核,无特殊市值门槛,难处是整改复杂、周期拉长、成本激增、合规风险更高。

第四,盈利状态。A股多层次资本市场体系,已能覆盖不同发展阶段的回归企业,盈利基本面是板块选择的核心标尺。主板对持续盈利、经营稳定性有硬性要求,适配盈利落地、模式成熟的传统港股企业。科创板、创业板、北交所则精准承接创新药、人工智能、高端装备等领域仍处投入期的港股公司。简而言之,盈利与否不决定企业能不能“回A”,但决定能回哪、适配哪、落地效率高低。

总之,对企业来说,“回A”是一次基于自身架构、市值、VIE和盈利状况的理性选择。未来,随着政策红利持续释放,港股公司“回A”的空间将进一步拓宽。