

全球 ETF 发展趋势和未来方向

邓兴成 李嫣 葛慧

(中银国际英国保诚资产管理有限公司, 北京 100032)

摘要：本文介绍了全球 ETF 市场最新的发展状况、不同国家地区的运作体系、套利条件、参与机构的角色、以及 ETF 的结构性问题。文中着重讨论了 ETF 在金融海啸中所凸现的安全性问题，以及相应的解决之道。文章最后探讨了主动型 ETF 的发展前景、ETF 市场的竞争与完善以及 ETF 跨市场交易状况，对未来全球特别是两岸三地 ETF 市场的巨大发展潜力做出了展望。

关键词：交易所交易基金；ETF 市场；共同基金；产品创新

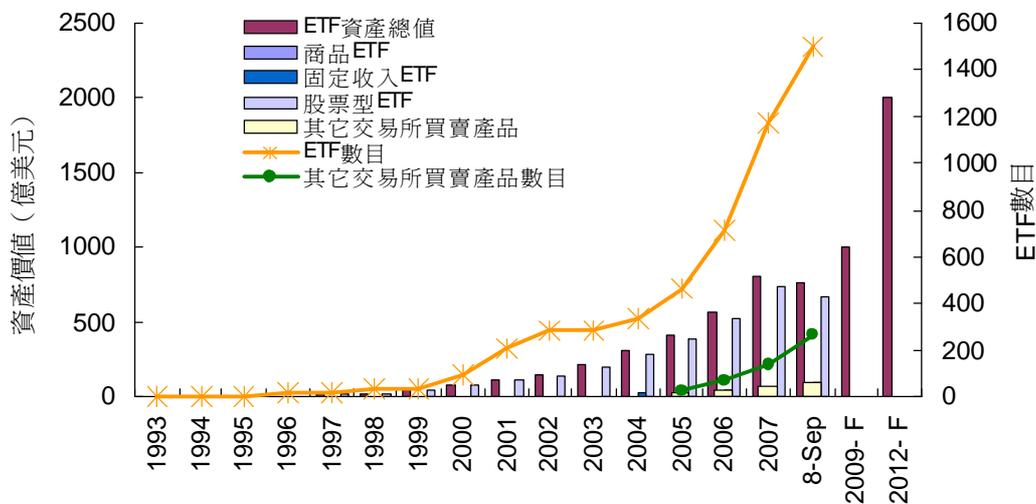
作者简介：邓兴成、李嫣、葛慧，任职于中银国际英国保诚资产管理有限公司投资部。

中图分类号：F830.39 文献标识码：A

环球 ETF 发展现状

一、环球 ETF 市场近年的发展现状

作为交易所买卖的开放式基金，ETF 综合了封闭式与开放式基金的双重优点，投资者既可向参与券商透过一篮子股票申购或赎回基金份额，同时又可像封闭式基金一样在证券市场上按市场价格买卖 ETF 份额。由于在有效市场中，投资组合的长期回报很难超越大盘指数，ETF 的出现满足了投资者希望能够以简单便利的方式获得与大盘相同收益的愿望。1993 年 1 月，美国证券交易所推出以 S&P 为追踪标的的第一支 ETF - SPDR，使投资者能以低成本分散风险并进行套利，产品广受青睐。自此，ETF 在全球金融市场上蓬勃发展，从美加市场逐步推广至欧亚，产品类型亦层出不穷，即便是在 2008 年恶劣的世界金融环境下，仍录得迅猛增长。截至今年第三季度，全球 43 个交易所共有 1,499 只 ETFs，管理资金超过 7641 亿美元，而巴克莱(Barclays)则预计到 2009 年末，该数字将突破一万亿美元。



(图 1: ETF 资产规模)

如今，ETF 可根据投资地区（单一国家、单一区域、全球）、投资风格（成长型、价值型），资产类别（股票、债券、复合型），股本市值（大型、中型、小型），特殊类别（高息、多空、杠杆）等等有不同区分，此外还有黄金，货币等新鲜类型纷纷问世，迎合世界各地投资者的多元化选择。巴克莱是全球最大的 ETF 资产管理公司，旗下截止 2008 年 9 月，有 339 支 ETF，管理资产超过 3503 亿美元，占全球市场份额约 45.8%；紧随其后的是道富（State Street），有 98 支 ETF 产品，管理资产约 1558.9 亿美元，市场份额 20.4%；排名第三的是拥有 38 支 ETF 的先锋（Vanguard），管理资产约 469.5 亿美元，占市场份额 6.1%。

亚洲的 ETF 市场虽起步较晚却发展迅猛。成立于 1999 年 11 月的香港盈富基金是美加市场外的第一支 ETF，它的开发背景是作为香港特区政府的释股工具，出售其在金融危机中买进的恒生成份股。盈富基金建立了申购赎回制度、讯息发布制度和独一无二的持续发售机制，并透过低廉成本吸引了香港市民和机构投资者踊跃认购，首次公开发售（IPO）金额就高达 333 亿港元（约 43 亿美元），截至 2008 年第三季度，盈富基金仍是亚洲除日本外，市值最大的 ETF。此外，巴克莱、中银保诚、领先（Lyxor）等也是香港重要的 ETF 资产管理者，他们与其它基金公司一起，共同管理着超过 132.4 亿美元的资产。

日本自 2001 年开始发行 ETF，截至今年第三季度，总资产规模达 275.6 亿美元，占全球 ETF 份额的 3.6%。日本最大的 ETF 资产管理公司为野村（Nomura），市场占有率将近一半，其次还有日光（Nikko）和大和（Daiwa）等。

台湾地区的首支 ETF，追踪台湾 50 指数的宝来台湾卓越 50 基金，于 2003 年 6 月发行，基金管理人为宝来投信（Polaris）。目前，台湾共有 11 支 ETF，资产规模约 18.3 亿美元，除宝来外，富邦（Fubon）也是台湾规模较大的 ETF 资产管理公司¹。

作为一种交易所交易工具，ETF 单位的流动性是投资者在买卖时最为关心的要素之一。然而，由于 ETF 可同时在一级市场进行申购和赎回，每日的成交量并

不能完全成为评估该 ETF 的唯一标准，投资组合所持有的一篮子证券的流动性亦扮演着非常重要的角色。无论如何，我们参考 ETF 的换手率，比较各地区市场上资产规模较大的 ETF 之流动性与交投意愿，如表 1。

表 1 ETF 流动性与交投意愿比较

基金名称	上市地	发行公司	发行日期	成交量*	总发行(百万股)	换手率
POWERSHARES QQQ	美国	Powershares	10/03/99	194,951,152	425.15	45.85%
SPDR 史坦普 500 指数基金	美国	道富	1/29/93	353,806,080	814.07	43.46%
ISHARES MSCI 新兴市场基金	美国	巴克莱	11/04/03	146,079,616	711.45	20.53%
华夏上证 50 基金	中国	华夏	2/23/05	446,626,528	2,837.57	15.74%
SAMSUNG KODEX 200	韩国	三星	10/14/02	3,610,457	63.70	5.67%
标智沪深 300 指数中国基金	香港	中银保诚	7/13/07	9,892,520	208.00	4.76%
ISHARES A50 中国基金	香港	巴克莱	11/18/04	94,189,960	2,808.00	3.35%
宝来台湾卓越五十基金	台湾	宝来	6/30/03	23,763,332	1,050.50	2.26%
ISHARE MSCI 印度基金	新加坡	巴克莱	6/15/06	1,257,280	80.00	1.57%
NOMURA TOPIX	日本	野村	11/07/01	5,470,132	660.39	0.83%

注：*：成交量取 08 年 11 月前 5 个交易日的平均值。数据来源：彭博财经。

二、ETF 的基本运作，套利条件和参与券商的重要性

ETF 产品的特殊性在于交易灵活，在成熟市场上，交易价格应与资产净值非常接近。这就要求有一整套缜密的套利操作以及参与券商的积极参与。然而在现实中，各市场的不同交易规则可能对以上两者进行约束，以下我们将分别阐述。

1. 套利条件²。

由于 ETF 的投资者既可在一级市场透过一篮子股票完成 ETF 的申购和赎回，也可在二级市场中进行交易，所以当 ETF 的市场价值相对其资产净值出现折价或溢价时，套利机会理论上便会产生。而在现实的市场操作中，则还需考虑交易制度、交易成本以及申购赎回的门槛等因素。为保证套利活动成功进行，投资者需在短时间内顺利完成各项交易指令，这就需要市场有及时的清算交收制度，良好的市场流动性，低廉的交易和申购赎回成本，以及参与券商的从中协助³。

(1) 清算交收的及时性。套利交易须货银对付 (DVP) 且交收及时，才能保证无风险。以香港市场为例，当 ETF 在市场中的报价高于基金资产净值，即溢价交易时，投资者可在二级市场以高于资产净值的价格卖出 ETF，同时在二级市场买入相应的一篮子股票，随后，投资者以此一篮子股票向参与与券商申请实物申购，并在第三个工作日 (T+2) 拿到 ETF，以此冲销 T 日卖出的 ETF 部位，继而赚取 ETF 市价高于资产净值的部分；类似的，当 ETF 折价交易时，投资者可在二级市场以低于资产净值的价格买入 ETF，同时申请实物赎回同样数量的 ETF 份额，再卖出一篮子股票，从而完成套利。这就要求 ETF 的申购赎回与股票的交收所需时间相符 (都是 T+2)。

(2) 市场流动性。ETF 及其一篮子股票的充足市场流动性是套利交易得以顺利进行的基础，同时也可以保证 ETF 的二级市场交易价格与其净值接近。

(3) 低廉的成本。套利收益大于套利成本是套利可以实施的先决条件。如果 ETF 二级市场的交易费和一级市场的申购赎回费过高，投资者只有在折溢价率较大，即套利收益非常大的情况下，才会进行套利交易，这就会使得两个市场间的非套利空间扩大，无法将 ETF 的二级市场交易价格与其净值的差额控制在很小的范围内。目前，美国 ETF 市场运行成熟，参与证券商为数众多，SPDR 和 DIAMOND 的收盘价与净值间的差额通常不超过千分之五，但对于亚欧地区的某些市场，该差额可能很大，甚至超过 10%。

(4) 如果市场存在与 ETF 标的指数相关的期货或其它衍生工具产品，投资者和参与证券商也可以通过这些产品与 ETF 互相套利，使得 ETF 的交易价格趋近资产净值。

2. 参与证券商的重要性。

参与证券商在 ETF 的运作过程中发挥着重要作用。首先，他们在 ETF 首次发售时提供种子基金，购买指数成份股，并对此仓位进行对冲以避免因市况波动而遭受损失。而后在实物申购赎回机制中作为中介，提供流动性并活络市场。具体操作上，参与证券商须在 ETF 挂牌前以股票形式提供予发行人，换得 ETF，并在挂牌后通过自己的分销渠道将其供应给二级市场。特别是在 ETF 的发行初期，二级市场的持有人与流通量都还不足以顺畅运作时，参与证券商须发挥做市商的角色，以确保 ETF 的流动性。此外，除了协助投资者进行 ETF 的实物申购和赎回外，参与证券商也通过在一级市场与二级市场间的套利活动，维持 ETF 价格的平衡。他们的主要收益来源除套利交易的获利外，主要是二级市场的买卖差价，实物申购与赎回时的手续费，以及在发行 ETF 相关衍生产品时拥有优势。

另外，适当的参与证券商数量也是决定一支 ETF 能否成功的重要因素之一。如上所述，参与证券商在提供种子资金、维持 ETF 的流动性方面承担着重要责任。同时，由于 ETF 的申购赎回有别于一般股票的交割，在产品推出初期，参与证券商还需要投入更多的资源及时间来熟悉另一套操作守则，并进行市场营销与推广。因此，参与证券商需要足够的利益驱动才会积极参与 ETF 的运作。而当同一 ETF 存在多个参与证券商时，无疑会造成利益的分割，影响参与证券商参与市场的积极性，进而影响 ETF 的规模及流动性。因此，尚在成长期的亚洲市场市值有限，只有选择适当数量的证券商参与 ETF 的市场运作，才能保证 ETF 在市场上迅速交易及日益壮大。

三、ETF 的结构性问题

1. 不同国家的 ETF 运作体系

目前，全球 ETF 市场运作最为成熟的是美国，它在基金数量、类型以及资产规模等方面都首屈一指，交投也最为活跃。1993 年由道富发行的全球

第一支 ETF: SPDR 至今仍是市值最大的 ETF。其它市场虽在监管水平、交易模式和产品开发能力等方面稍显逊色, 却仍在蓬勃发展和不断完善中。欧洲地区于 2000 年 4 月发行第一批 ETF, 此后无论在资产规模还是基金数量方面, 每年都呈增长势头。2001 年 12 月, 可转让集体投资计划第三次修订 (UCITS III) 实行, 针对 UCITS 基金投资于其它子基金或 ETF 的额度大幅放宽, UCITS 基金可以投资于其它 UCITS 子基金 (包括 ETF), 或其它经 UCITS 主管机构认可的子基金, 投资上限分别为资产净值的 100% 和 30%。该协议的通过, 为欧洲地区 ETF 的跨市场交叉上市创造了条件。2006 年伦敦证交所首创以多元货币进行 ETF 交易之机制, 提供了税率优惠并使持不同货币的投资者都可以方便的交易。截至 2008 年 9 月, 欧洲共有 1,397 支 ETF 产品挂牌交易。

日本, 如前所述, 是除美欧外的世界第三大 ETF 市场。日本的 ETF 产品, 无论是上市交易规则、交易制度、时间、涨跌幅限制、以及结算交收 (T+3) 都与一般股票相同, 投资者可下限价委托单及市价委托单, 也可进行借贷交易。由于日本市场被少数证券商所垄断, ETF 参与证券商较少, 分销渠道相对集中, 故而大部分机构投资者只利用 ETF 作为持股工具, 而非买卖工具。韩国采用日本的发展模式, 在 2001 年邀请了具有 ETF 产品开发经验的道富与巴克莱等公司, 针对韩国市场设计 ETF 产品, 并于 2002 年 10 月推出 4 支分别追踪 KOSPI200 指数和 KOSPI50 指数的 ETF, 由以三星和 LG 为首的四家韩国本土资产管理公司管理, 发行初期规模即达 3.15 亿美金。韩国的股票、指数期货、指数期权等套利产品的发展相当健全, ETF 一经推出即获得市场热烈回响, 发展速度甚至超过较早发行的澳大利亚、新加坡等国, 市场潜力巨大。不过, 由于多支 ETF 追踪同一指数, 产品单一, 分销渠道集中。因此在 2004 年上半年, 韩国交易所将 4 支 ETF 整合为 2 支, 分属两个交易所 KSE 和 KOSDAQ, 以区分资金, 稳定交易。此外, 韩国的基金管理费率达到 0.68%, 高于世界平均的 0.6% 水平。依照过去 SPDR 降低管理费后, 成交量与资产规模随之大幅增长的经验来看, 韩国 ETF 市场后续的成长仍有相当大的空间。

台湾的 ETF 市场在 2006 年 6 月之前, 由于法令上的限制, 资产管理公司仅能发行以台湾证券交易所发行或其与国外指数编制机构合作编制的指数作为 ETF 之标的, 故一直没有新 ETF 问世。随着该法令的开放, 业者可以自由挑选标的指数, 为未来的台湾 ETF 市场注入活力。仅在今年前三个季度, 就已经有 4 支新的 ETF 在台湾上市。

新加坡于 2000 年开始发行 ETF。2001 年 5 月, 新加坡证券交易所 (SGX) 与美国证券交易所签约筹组联合公司⁴, 将在美国证券所上市的 ETF 在新加坡证券交易所跨市场交易, 结算交收则由美国证券集中保管公司 (DTC) 和新加坡中央托收公司 (CDP) 共同进行, 使得投资者可以在新加坡买入 ETF, 在美国售出, 反之亦然。于新加坡交易所上市的 ETF 是以美元进行买卖与清

算，结算交收期与一般股票相同，都是 T+3，基金资产净值也会由彭博社每 15 秒计算一次及发布。⁵

2. 中国 ETF 市场发展现状

中国在 2004 年 11 月推出首支上证 50 指数 ETF，截至 2008 年第三季度，共有 5 只 ETF 在沪深两所挂牌，即易方达深证 100ETF、华夏中小板 ETF、华夏上证 50ETF、华安上证 180ETF，以及友邦华泰红利 ETF。中国 ETF 市场发展迅速，很快成为继日本和香港后的亚洲第三大 ETF 市场。然而我们观察到，自 05 年以来，这些 ETF 却遭遇到大量赎回，基金份额不断减少。以上证 50ETF 为例，上市时份额为 64.34 亿份，2005 年 8 月最高层达到 106 亿份，2007 年 9 月降至最低点 20 多亿份⁶，这种情况直到 2008 年才有所缓解并回升，但主要持股人却已非机构投资者，而集中以个人投资者为主，例如在华夏中小板 ETF 的基金半年报中可以发现，上半年个人投资者基金份额持有比例为 88.99%，机构投资者仅为 11.01%，比 2007 底下降了 17 个百分点。其余几支 ETF 亦面临类似情况，如友邦华泰红利 ETF 上半年机构投资者的持有基金份额占比 31.39%，而 07 年底这一数据为 40.75%；易方达深证 100ETF 机构投资者持有比例亦下降了 8 个百分点⁷。基金份额不断减少，即赎回份额超过申购份额，造成这种现象的原因原因可能有許多，比如投资者对 ETF 产品的特点不够熟悉，在未有仔细研究的情况下偏爱更加进取的 alpha 产品，以及 ETF 产品因流动性不足引发的折价交易：当 ETF 在二级市场的流动性低于其对应的股票时，投资者直接卖出 ETF 的市场冲击成本远远大于赎回股票后卖出的市场冲击成本，使得他们倾向于选择后一种方式来卖出 ETF。份额的不断减少加剧了流动性不足，从而导致更多基金被赎回，带来恶性循环。另外，中国证券市场目前只允许 T+1 交易，缺乏当日回转机制，投资者当日买入的证券不可当日抛出，但可用来申购 ETF；当日赎回的证券不可用于申购 ETF，但可当日抛出。无法卖空亦限制了套利成功的可能性，降低了市场效率。同时，我们注意到，进入 2008 年第三季度以来，ETF 的折价现象更加明显。

目前中国的 ETF 市场仍在发展阶段，产品细分尚不充足，设计较为单一，在开发更多类型的产品以满足不同投资喜好、风险承受能力的投资者方面，仍有非常大的发展空间和潜力。以上种种现象如可获得改善，将会使市场更加成熟有效，进一步活跃 ETF 交易，有助于市场的蓬勃发展。

金融海啸下 ETF 的安全性

一、新风险的凸现

进入 2008 年第三季度以来，次案问题和信贷危机逐步恶化，引发全球范围的金融海啸，市场形势反复无常，货币和股票市场都出现剧烈波动，公司和政府债券都需重新评级，在此情况下，ETF 也凸现一些风险需特别留心。

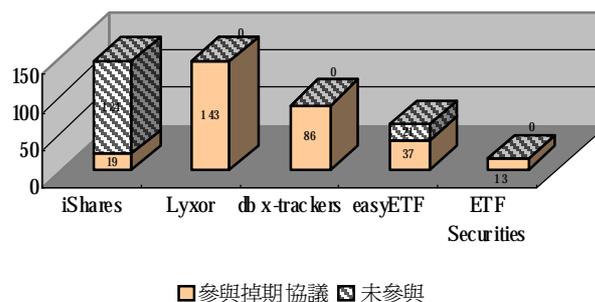
1. ETF 的对手方风险

随着信贷危机的不断恶化，AIG 被接管，美林与美国银行合并，雷曼兄弟轰然倒塌……一系列的行业震荡让以往普遍为投资者所忽视的对手方风险成了须顾及的首要因素。虽然比起 ETN 或其它交易所买卖产品，ETF 的托管机制使得即便在基金发行机构倒闭的极端情况下，投资人仍可获得 ETF 所持有的相应一篮子股票，但却并不代表与对手方风险绝缘，这是因为，ETF 主要分为实物 ETF (Specie ETF) 和基于衍生工具的 ETF (Derivatives-based ETF) 两种类型，前者直接持有复制指数的一篮子股票，后者则部分甚至全部持有例如期权、掉期等等的各类衍生工具，使得基金须要承担附加的对手方风险。

(1) 基于衍生工具的 ETF，例如领先 (Lyxor) 所发行的 ETF，采用所谓“合成复制”策略，持有与所追踪指数无关的投资，并签订股票挂钩掉期协议，这些掉期协议将 ETF 所追踪指数的表现与 ETF 所持投资的表现交换，从而令 ETF 投资者收取与指数相同的回报。这样做得好处是可以节约成本以及降低跟踪误差风险，但在极端情况下却有可能因为对手方违约而令投资人蒙受极大主动风险。在香港上市的两支追踪中国内地 A 股的 ETF，A50 中国基金 (2823) 和标智沪深 300 中国基金 (2827) 由于并非直接持有 A 股，而是持有与 A 股挂钩的权证，这些权证的价值与其发行人的信贷风险相关，可能因其清盘而承担很大的对手方风险。

事实上，由 IndexUniverse 于 2008 年 10 月在欧洲展开的一项市场调查⁸，包括 iShares, Lyxor, db x-trackers, easyETF, XACT, ETFLab, ETF Securities 以及 BBVA 在内的 8 个欧洲领先 ETF 管理公司中，有 5 家采用掉期协议，见图 2。

图2 參與掉期協議的基金比例

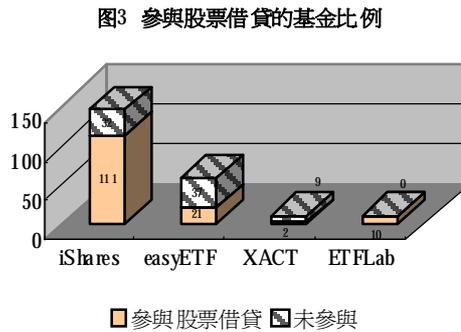


这其中，db x-tracker 和 Lyxor 的掉期对手方均是其母公司，即德意志银行和法国兴业银行，iShares 选择的是其基金所在地慕尼黑的本地银行 Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG，其余两家选择的也都是信贷评级几乎最高的大型跨国银行。在恶劣的信贷环境下，如果其中任何一支基金的对对手银行出现问题，都会直接影响基金的投资价值和安全性。

(2) 而对于实物 ETF，基金经理可能将持有的股票借贷，从而需承担额外的对手方风险。股票借贷一直是大型基金公司重要的业务和盈利来源，比如美国的加州养老基金 (CalPers) 在截止 2008 年 6 月的过去八年中，通过借出股票获利

超过 12 亿美元，换言之，将每年的基金回报提升了 30 个基点。对于指数基金和 ETF 的管理公司，如巴克莱、道富等，股票借出的收入也是盈利的重要来源。然而，步入 2008 年，股票借贷的负面影响开始逐渐显现：首先是股票借出的违约风险不断攀升，同时借出股票所获得的现金用来再投资也往往录得亏损，此外部分国家近期颁布的禁止卖空令也使股票借贷大幅减少。

在上述 8 家 ETF 管理公司中，有四家参与了股票借贷，见图 3。



上述公司在借出股票时都收取了超过借贷额 2.5 - 10% 的现金或高评级的公司债券和政府债券等资产，做为抵押担保：一旦对手方违约，这笔资产可用来直接回购或变卖后回购借出股票并支付其它开支，但在近期波动剧烈的全球金融市场，这一缓冲比例是否足够已引起业内疑虑。此外，调查显示，以上参与股票借贷的基金都会每日根据市价为抵押品重新估值，不过尚没有一支基金的借贷中介方提供借贷人违约赔偿 (borrower default indemnity)，以确保借贷人违约并且变卖抵押品不足以回购股票时提供补偿，也就是说，一旦借贷人发生违约，ETF 可能遭受超过担保缓冲的那一部分损失，这一点亦值得留心。

2. 放空型 ETF

自今年 9 月陆续有多个市场禁止卖空股票以来，放空型 ETF 已很难在市场维持，这是因为此类基金通过做空市场而获利，需要有掉期的对手方为其锁仓，如果不能沽空股票，掉期协议自然无法签订。故此，2008 年 9 月美国证监会下令禁止沽空金融股后不久，Rydex 和 ProShares 随即停止了旗下金融类放空型 ETFs 的申购，这可能会引致这些 ETF 在二级市场上的交易价格与资产净值有较大偏离。

3. 债券 ETF 的流动性与违约风险

债券 ETF 是追踪一支债券或某债券指数表现的债券投资组合，它可以像股票一样买卖、沽空、发行权证，以及通过分红获得利息和其它资本收益。债券 ETF 近年来发展迅速，特别是在美国，2007 年债券 ETF 的数目从 6 支上升至 30 支，升幅五倍之多，以至标普将 2007 年称为“美国的债券 ETF 之年”⁹。截止 2008 年上半年，欧洲 ETF 市场大约 16% 是债券 ETF，美国市场则是大约 6%。

但债券 ETF 需承担固定收益市场的常见风险，例如流动性不足所导致的价格大幅偏离资产净值，买卖价差过大，以及不同债券发行商可能的违约风险等。具体来看，由 iShares 发行的 iBoxx 美元高收益公司债券指数基金 (AMEX: HYG)

在今年六月份时的平均买卖价差是 18 个基点，十月份时则扩大到了 35 个基点；iShare 雷曼 20 年以上年期国债指数基金（NYSEArca: TLT）六月份时的平均买卖价差是 1.2 个基点，十月份时升至 5 个基点；iShares 摩根大通美元新兴市场债券指数基金（NYSEArca: EMB）六月份时的平均买卖价差为 20 个基点，十月份时则升至 50 个基点¹⁰。

二、解决之道探讨

如何在产品创新与风险控制之间取得平衡，是解决 ETF 市场乃至整个金融行业当前问题的关键。创新无疑能刺激行业发展，ETF 产品的创新为风险喜好者开拓了新的投资市场和机会，能够做多与做空，提供不同地区、市场和产品，不同程度的杠杆以放大回报与损失……但创新所带来的风险却需要合理的规管和监控，才能保持在安全边际。我们分以下几方面探讨。

首先，是政策规管的程度：欧美市场过去二十年来的宽松信贷最终酿成深不可测的金融海啸，而中国内地某些交易机制的过于严格又限制了金融市场的成熟完善。如何在市场经济下发挥政府的宏观作用，是中国市场亟待解决的问题。回顾过去几年，无论在人民币汇率升值、融资融券业务的逐渐放开，抑或利息和存款准备金的收放等方面，监管机构在市场繁荣稳定发展中扮演重要角色。我们认为，政府应继续鼓励 ETF 产品的创新，同时如能参考其它国家的经验，加强政策上的安全监管，将会取得更好的效果。

其次，要注意的是投资者保护。在推出新产品时，应进行适当的风险评级和投资者定位，同时要加强投资者教育，使其了解自身的风险承受能力，以及不同金融产品的各类投资风险，如市场风险、流动性风险、对手方及结算风险等。同时对金融行业的从业人员进行统一规管，避免在对投资人的风险承受能力缺乏了解的情况下误导性的推广或销售产品。

第三，是金融行业的信息披露，以及对信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等中介机构的管理。要求资产管理公司，在 ETF 产品发售前和上市后定期披露基金详情，包括持仓情况、对手方情况、衍生产品市值等，使 ETF 的运作更为透明。这一点上欧洲许多 ETF 已经采用更完善的定期披露制度，美国和亚洲等地仍有待进一步完善。

同时，ETF 产品的自身风险监控能力也可进一步提高，例如当 ETF 是基于衍生产品时，可要求协议对手方提供抵押品，且该抵押品应与 ETF 所追踪之指数相关，这样便可在一定程度上减小掉期协议签订时没有本金交换所隐藏的风险。

第四，债券市场的指数编制应更加清晰。恰当的债券指数直接决定着投资者的风险收益，故而需要准确地提供多方面的信息，包括准确的度量市场业绩和投资者情绪，建立其它投资工具，有效执行特定的投资策略以及进行风险管理。为达致以上目标，就要求在构建指数时，应遵循一些必要的基本原则，例如指数成份债券要有广泛的市场代表性，可投资可复制，计算方法透明一致，以及维护规则持续合理等¹¹。

此外，对 ETF 而言，也要考虑披露纳入指数的债券成分之更多细节，如市值、

流动性、评级临界点等，并根据信息的变动而合理的更改，以便于该指数获得广泛的认可和使用，满足不同投资者的需求。

ETF 的发展趋势展望

一、市场调整期内仍将快速发展的 ETF 市场

ETF 拥有透明度高，投资分散，成本低廉，交易方便等特点，使它可以帮助投资者策略性的配置资产，建立核心持股。作为交易所买卖的金融产品，较之共同基金相对单一的分销渠道，ETF 又可以非常灵活迅速的交易。同时，通过购买 ETF 产品，投资者可无须购买期货便追踪指数，免于签订掉期及第三方协议等法律程序，并获得高于期货及掉期产品的流动性。近年来，随着更多机构与个人投资者对 ETF 产品的了解，以及监管机构推出更可行有效的规管条例，ETF 市场得以蓬勃迅猛发展，带动了更多产品的开发以及更多发行机构的加入。步入市况波动的 08 年，许多投资人舍弃高成本的 alpha 产品，使得 beta 产品如 ETF 成为他们的避险首选投资工具。截至前三个季度，共有 356 支新发 ETF，使得全球市场上的 ETF 产品数量达到 1,767 个，挂牌交易 3,015 支，它们广泛分布在以下各领域，满足不同投资者的风险偏好与投资需求：

股票类：包括追踪环球市场、各国、各行业、新兴市场、各类市值的公司、各种投资风格，以及放空型、杠杆型等

固定收益类：如追踪政府债券、公司债券、新兴市场债券、对抗通胀、高回报、按揭贷款等

现金类：如追踪 EONIA, SONIA, 联邦基金利率等

货币类：发达国家和新兴市场货币，放空型，杠杆型，以及套息交易和动量、反转等策略

商品类：追踪商品，或行业指数如能源、贵金属，单个商品，基于实物资产、期货、远期，亦可放空或杠杆交易。

另类：如对冲基金，碳基金

二、主动型管理打开 ETF 新局面

2008 年 3 月，贝尔斯登发行了全球第一支主动管理的 ETF: Bear Stearns Current Yield，虽然这支基金在同年 9 月就因贝尔斯登被摩根大通收购后的策略调整而清盘，但市面上仍陆续有包括 PowerShares, WisdomTree 在内的多家基金公司紧随其后发行了主动型 ETF。与传统 ETF 一样，主动型 ETF 可在二级市场交易，并在市场价格与基金净值发生偏离时利用套利机制保持价格的一致。但最大的区别则是，主动型 ETF 并非追踪特定指数，而是通过运用量化模型，以超越基准指数为目标。截至今年 5 月底，全球共有 12 支主动管理的 ETF。但自从几年前主动型 ETF 酝酿上市以来，市场就一直对其运作的可行性存在质疑，这除了因为主动管理投资组合可能缺乏透明度与无法正常的披露外，也因为主动管理会增加基金的管理费用和成本。在美国，共同基金披露持仓情况的频率是每季度一

次，且披露时的仓位很可能已与当时的持仓情况有所变动。然而主动管理的 ETF 则需要每天披露仓位，美国证监会担心这可能会造成交易员的扒头交易。

不过，主动管理的 ETF 已经找到一些途径避免这类状况的发生，例如，对于今年 4 月发行的两支主动型 ETF: PowerShares Active Alpha Multi-Cap (NYSE PQZ) 和 ProShares UltraQ Portfolio (NYSE: PQY)，PowerShares 的解决办法是采取“三次交易法则(three-trade rule)¹²”，即基金经理利用数量模型选择 50 支股票，但只能每周交易其中的三支，即进行三次投资组合变动，并且交易必须在该周的最后一个交易日进行，交易明细则在公布了投资组合后才会披露。通过这种方法，可以有效地限制基金投资组合变动的的时间和次数，增加透明度。

而对于主动管理的债券型 ETF 如 PowerShares Active Low Duration (NYSE: PLK)，则采取另一种交易模式：只将流动性最好、市场交易量最大的政府债券和公司债券纳入投资组合，使得扒头交易的获利可能被减至最低，从而杜绝它的发生机会。当然，如果未来证监会修改了对 ETF 须每天披露持仓情况的规定，则无疑会为主动型 ETF 的发展创造更大的空间。

此外，2008 年 10 月，PowerShares 申请发行专门针对房地产市场的全球第一支主动管理 REIT ETF，如果申请获得成功，将很快为投资人提供新的投资渠道与选择。

三、市场竞争与完善

截至今年前三季度，全球 ETF 基金公司新增 11 间至 86 间，ETF 数目增加 28% 至 1,499 只。相对集中的 ETF 资产管理市场，随着更多发行人的加入而竞争趋于激烈，也开发出更多新产品供投资者选择。同时，随着各监管机构在加强规管的同时不断开放市场，长远必将使行业更完善发展。

例如，2006 年 9 月，台湾 ETF 主管机关“金管会”鉴于国际市场发展趋于多元，放宽了发行 ETF 的相关规定：ETF 的标的指数可不限定于交易所指数或交易所与指数编制公司合编的指数，只要该指数具有代表性且其成分股流动性良好，在经过交易所审核通过后即可成为新发行 ETF 的标的指数。从而，发行机构可以针对市场需求，自行与指数公司合作，更灵活的推出各种标的指数以活络 ETF 市场，挂牌新 ETF 供台湾法人及一般投资人选择。随后，在 2008 年 6 月，又开放了担任 ETF 参与证券商的放空限制，以吸引更多投资人积极投资，并使参与证券商可以更灵活的操作。台湾市场自 2007 年至今新发 ETF 6 支，ETF 数目总计 11 支，截至今年第三季度，管理资金 18.3 亿美元，比去年底增加 22.6%，台湾正迎来 ETF 市场的快速发展与不断成熟。

又如，韩国政府在 2007 年 6 月宣布，将在 2009 年起全面开放证券市场，即除当局明令禁止外，金融机构可从事任何投资活动。这无疑将为 ETF 市场的研发与创新开拓空间，也使资产管理公司和证券商有条件提供更多类型、更全面的服 务。辅以高新技术的应用，这一解禁令未来将为韩国金融市场带来深远影响。韩国目前有 ETF 35 支，截止今年第三季度管理资金超过 31.4 亿美元，比去年底增加 53.8%，是亚太区增幅最迅猛的市场。

四、跨市场交叉上市

由于各地区各市场在规管、税收、政策上的不同，使得资产管理公司时常无法或没有意愿在两个不同市场发行同一支 ETF。为满足投资者跨市场投资的需要，交叉上市的 ETF 应运而生。跨市场交叉上市主要是通过同一支基金在不同市场以当地货币发行新股并挂牌交易，使本地投资者有机会投资于其它市场。欧洲是最先开发跨市场交易的地区，2001 年 2 月，泛欧证券交易所（Euronext）与美国证券交易所签订谅解备忘录，成立合资公司，挂牌交易双方的 ETF。同年底 UCITS III 协议的签署，使跨市场交易更加方便。通过跨市场交叉上市，ETF 发行商可以良好的解决市场、法规和操作成本问题，为各地投资者提供更多的投资渠道，提高市场效率。可以预见，跨市场交叉上市是未来 ETF 发展的趋势之一。如今，亚太地区已有多支跨市场上市的 ETF，例如领先（Lyxor）自 2006 年开始率先在新加坡发行跨市场上市的 ETF，截止 08 年 11 月已有 11 支 ETF 在新加坡挂牌交易；自 2007 年在香港开始发行跨市场 ETF，至今已有 7 支挂牌交易。2008 年 7 月，世界最大的黄金 ETF：SPDR 黄金 ETF（2840）也在香港成功上市；同时，香港证监会正在与台湾研究互相认可 ETF，台湾宝来则在 2008 年 6 月与新加坡星展资产管理公司签署合作备忘录，使其管理的台湾卓越 50 基金跨市场挂牌成为可能。目前，中国内地市场尚未完全开放，境内外投资者只可以通过 QFII 和 QDII 等为数不多的渠道交互投资。我们乐见不久的将来，可以有跨市场的 ETF 在 A 股挂牌，必能推进市场进一步融合发展。

五、两岸三地 ETF 的发展潜力

香港市场按市值计算是除日本外的亚洲第二大 ETF 市场，目前共有 23 支 ETF 挂牌交易，并在今年 8 月推出第一支黄金 ETF：SPDR 黄金 ETF。追踪金价的黄金 ETF 可使投资者在购买实物黄金或金矿股之外有了新的黄金投资渠道，不但克服了投资黄金的一些技术困难，也可以更好的配置投资组合。我们预计，未来必将有更多追踪不同资产的 ETF 产品不断推出，使香港 ETF 市场更多元、完善。同时，随着香港与内地金融市场的不断融合，与内地 A 股相关的 ETF 产品也将不断推出。与第一部分类似的，我们根据换手率列出并比较两岸三地 ETF 的交投活跃情况，见表 2。

表 2 两岸三地 ETF 交投情况

基金名称	上市地	发行公司	发行日期	成交量*	总发行(百万股)	换手率
华夏上证 50 基金	中国	华夏	2/23/05	446,626,528	2,837.57	15.74%
标智沪深 300 指数中国基金	香港	中银保诚	7/13/07	9,892,520	208.00	4.76%
ISHARES A50 中国基金	香港	巴克莱	11/18/04	94,189,960	2,808.00	3.35%
华安上证 180	中国	华安	4/13/06	3,049,711	100.42	3.04%
宝金融	台湾	宝来	7/16/07	7,442,006	257.65	2.89%
恒生 H 股指数上市基金	香港	恒生	11/19/03	2,362,492	93.09	2.54%
宝来台湾卓越五十基金	台湾	宝来	6/30/03	23,763,332	1,050.50	2.26%
友邦华泰红利	中国	友邦华泰	1/18/07	24,346,084	1,696.68	1.43%

盈富基金	香港	道富	12/11/99	31,084,052	2,213.99	1.40%
易方达深证 100	中国	易方达	3/17/06	21,185,220	1,879.17	1.13%
宝来台湾高息股	台湾	宝来	12/13/07	635,367	114.43	0.56%
华夏中小板	中国	华夏	05/09/06	4,776,748	3,502.17	0.14%

注：*成交量取 08 年 11 月前 5 个交易日的平均值。数据来源：彭博财经。

目前，香港市面有两支追踪 A 股市场的 ETF，分别是由巴克莱于 2004 年发行，追踪新华富时中国 A50 指数的 A50 中国基金（股票代码：2823）和由中银保诚于 2007 年发行，追踪沪深 300 指数的标智沪深 300 中国指数基金（股票代码：2827）。后者所追踪的沪深 300 指数涵盖了在深圳及上海证券交易所买卖的 300 只成份股，这些成份股占沪深市场六成市值，包含银行及金融业、制造业、能源及天然资源、零售及房地产等多个行业，并将成为未来首项中国金融期货的基础参考指数。标智沪深 300 中国指数基金自去年 7 月推出以来，在一年多的时间内逐步获得了香港广大投资者的了解与认可，拥有了良好的换手率和流通性，交投意愿活跃。

中国内地市场目前共有包括华夏上证 50、易方达深证 100、华夏中小板、华安上证 180，以及友邦华泰红利在内的五支 ETF。由于仍未有同时追踪沪深两地指数，追踪大盘股，以及以不同风格，例如价值型，成长型为诉求的 ETF 产品问世，我们预期随着市场发展和投资者对 ETF 产品的熟悉，不久的将来定会有更多更有代表性的新产品开发，以弥补市场空白。

台湾市场规模最大的 ETF 为宝来台湾卓越五十基金，追踪富时与证交所合编的台湾五十股价指数，以五十支大型股为成份股。另外尚有中型 100 指数，高科技指数 ETF，伞型架构下的 3 档 ETF，以及全球半导体 50ETF 等。目前正在与香港交易所洽谈 ETF 互相挂牌的事宜。

步入 2008 年，海峡两岸的政治与经济交往取得了实质性进展，我们期待着两岸三地经济交流与合作的加速发展。如果能有跨两岸三地市场的 ETF 金融产品得以适时地开发上市，将无疑极大地满足内地、台湾和香港投资者的需求，促进地缘经济的进一步融合

结语

当前严峻的金融环境，是挑战，也是机遇。经历过海啸的投资者在看重投资回报之余，更加关心产品的透明度与可持续性。ETF 在过去一年仍然获得了快速成长，这主要是因为其结构简单，易于理解，交易灵活以及 beta 产品的吸引力，以上特点在未来将会越来越受到各机构和个人投资者的关注，对冲基金亦开始逐渐舍弃传统的掉期、远期等协议，转而采用 ETF 作为其资产配置工具。可以确信，这为 ETF 更好的推广和成长创造了巨大机会。当然，在恶劣的投资环境下，ETF 也会凸现一些风险需留意，这使得坚持在金融创新与风险管理中获得平衡就显得

尤其重要。我们看好主动型 ETF 的蓬勃发展，期待 ETF 市场的推陈出新，也期待亚洲，特别是两岸三地的 ETF 市场有所突破。我们相信，随着未来内地融资融券、股指期货等配套机制的逐渐展开，ETF 市场一定会有更加广阔的未来。

注释

¹ Deborah Fuhr, Barclays Global Investors, October 2008, “ETF Landscape”

² 宝来投信，2007 年 7 月，《ETFs 资产投资新趋势》

³ 袁日，2005 年 11 月，浙江大学经济学院《套利研究》

⁴ 资料来源：[新加坡交易所网站](http://info.sgx.com/SGXWeb_CORPCOM.nsf/NEWDOCNAME/Alliances%20and%20Links)

http://info.sgx.com/SGXWeb_CORPCOM.nsf/NEWDOCNAME/Alliances and Links

⁵ 道富环球投资管理亚洲有限公司和台湾大学李存修教授联合课题组，2003 年 12 月，《ETFs 之国际成功经验分析》

⁶ 修巍，厦门大学金融系，2008 年 6 月，《我国 ETF 基金发展现状及相关问题分析》，

⁷ 安仲文，上海证券报，2008 年 9 月 4 日，《上半年机构逃离指数基金 散户入市迹象明显》

⁸ Paul Amery, Index Universe, October 2008, “More on Counterparty Risk”

⁹ S&P, Nov 26, 2007, Why 2007 Is ‘The Year Of The Fixed-Income ETF’ In The US

¹⁰ 刘天业，曾羚，徐晓薇，台湾证券交易所企划研究部专员，2008 年 2 月

¹¹ 上海证券报，2002 年 12 月 25 日，《债券指数编制研究》

¹² Chance Carson, May 14, 2008, Actively-Managed ETFs: What’s the Big Deal?