

专题研究

2014 年 11 月 4 日

行业 ETF 系列报告一

——美国行业 ETF 发展的启示

- **美国行业 ETF 概况:** 从 1998 年 SSgA 推出首个行业系列 ETF 产品至今, 美国行业 ETF 市场已经发展 16 年。到 9 月底, 美国行业 ETF 总规模接近 2500 亿美元, 占全部股票型 ETF 的 23%; 总数量 237 只, 占全部股票型 ETF 的 41%。从行业分布上来看, 能源行业 ETF 是第一大类, 规模 430 亿美元, 占行业 ETF 总规模的 17.4%。除此之外, 房地产、医疗保健、金融和信息技术 4 个行业的 ETF 占比也超过 10%。
- **行业 ETF 规模增速与市场环境:** 一般来说, 行业表现影响着 ETF 的规模, 行业整体上涨时将吸引资金流入, 反之则资金流出。除此之外, 还有一种说法是投资者青睐弹性大的行业, 如果历史上该行业的波动水平比较高, 投资者就会更加倾向于选择这个行业的产品。通过回归分析, 我们发现除金融地产、主要消费与医疗保健 3 个行业以外, 美国行业 ETF 规模与行业表现呈现高度的相关性, 但是过去指数弹性大波动性高不是规模增长的原因。
- **行业 ETF 的产品发展历程:** 在 SSgA 推出基于 S&P 500 行业 ETF 后, 其他基金公司最初使用的产品策略为追逐行业热点 (互联网泡沫) 和选择差异化的指数 (具有更高的市场覆盖度), 但前一策略随着互联网泡沫的破灭而彻底失败。为了竞争市场份额, 基金公司开始挖掘细分行业, 推出更多基于细分行业指数的产品。而一些基金公司为了增强产品的吸引力, 以低费率来吸引投资者, 抢夺市场份额。随后, 指数创新开始深度影响行业 ETF 市场。一类创新是针对税收制度, 降低基金的税收成本; 另一类创新是引用学术研究成果于指数编制, 推出一系列 Smart Beta (Strategic Beta) 指数。在杠杆 ETF 诞生之后, 杠杆设定也被很快带入了行业 ETF 市场。一些公司以杠杆为特色推出系列行业 ETF 产品, 杠杆设定也逐步从早期的正向 2 倍、反向 1 到 2 倍, 提升到正反向 3 倍。
- **行业 ETF 当前产品情况:** 从产品角度来看, 目前最大的行业 ETF 为 Vanguard 公司推出的 Vanguard REIT ETF, 规模前十产品中有 7 只来自于 SSgA, 即最早的行业 ETF 系列。从公司角度来看, 最早推出行业 ETF 的 SSgA 仍是行业龙头, 产品规模达到 1031 亿美元, 遥遥领先于其他竞争者。
- **美国行业 ETF 发展的经验:** 细分行业 ETF 平均规模偏小, 不适合作为基金公司主打产品, 并且存在热点过后被市场抛弃的风险; 在产品同质化的情况下, 低费率有一定吸引力, 但是也存在高费率但是被市场认可的案例; 结合目前 Smart Beta 行业 ETF 的发展情况, 创新指数能够带来一定的噱头, 但是市场主流仍然是传统市值加权指数; 杠杆产品的市场接受度不高, 这类行业 ETF 的规模都非常小, 从杠杆水平来比较, 高杠杆产品要好于低杠杆产品。

相关研究

金融工程首席分析师
高道德
SAC 执业证书编号:
S0850511010035
电话: 021-23219569
Email: gaodd@htsec.com

分析师
陈韵骋
SAC 执业证书编号:
S0850513090005
电话: 021-23219444
Email: cyc6613@htsec.com

在宽基指数 ETF 产品竞争日趋饱和之时，2013 年 3 月国内第一批行业 ETF 诞生，华夏基金推出华夏上证行业 ETF 系列，覆盖上证的 5 个行业。此后，汇添富、国投瑞银、易方达、广发、嘉实、景顺、南方也陆续推出了自己的行业 ETF 产品。总体来说，当前国内行业 ETF 产品规模不大，行业也相对集中，仍然是处于萌芽阶段。未来行业 ETF 市场需求如何，行业发展前景怎样，产品设计的趋势是什么，都是值得关注的话题。在本系列报告中，我们将以美国行业 ETF 发展过程作为模板，总结其发展经验和规律，为国内行业 ETF 的发展提供建议。

1. 美国行业ETF概况

1.1 美国行业ETF的绝对和相对发展趋势

1998 年 12 月，State Street Global Advisor（简称 SSgA）推出美国首个行业系列 ETF 产品。该系列共包括 9 只 ETF，9 只产品的标的指数为 S&P 500 行业指数，根据 GICS 标准将 S&P 500 的成分股分成 9 个行业（其中 Technology Selector Sector 为 GICS 中 Information Technology 和 Telecommunication Services Sector 合并而成）。

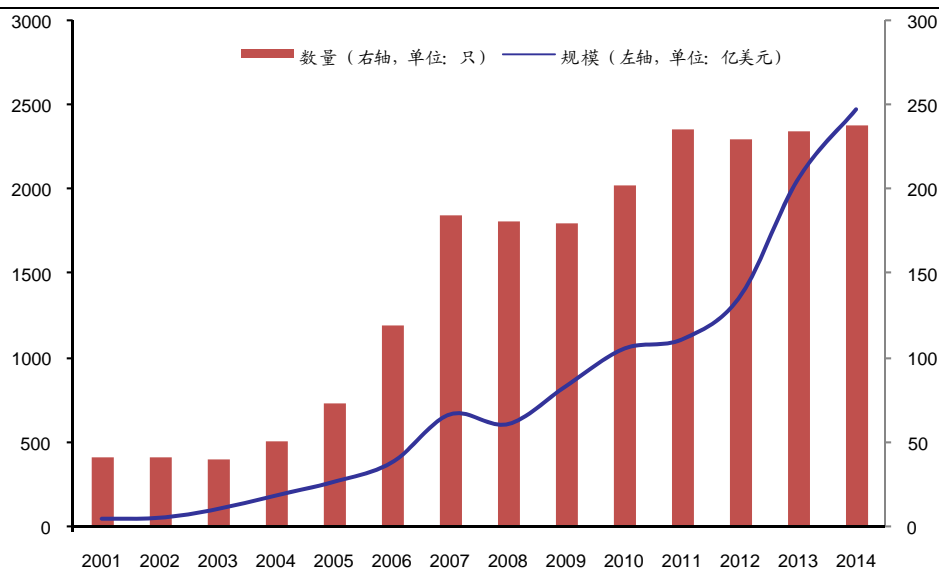
产品推出后市场并没有太大的回应，到 2002 年末行业 ETF 数量虽然已经达到 40 只，但是总规模仅为 50 亿美元。不过此后行业 ETF 进入迅速扩张期。2003 年虽然产品数量没有大的变化，但是规模已经较上一年翻了一倍，SSgA 行业 ETF 规模从 33 亿增加至 62 亿，除信息技术和主要消费两个行业之外，其它行业 ETF 规模都有显著增长。

规模显著增长之后，产品发行节奏也开始加速，Vanguard、Powershares、Securities Investor 等机构先后进入行业 ETF 市场。2007 年美国行业 ETF 爆发的一年，当年产品数量从前一年的 119 只增长至 184 只，规模从 383 亿增长至 668 亿。

2008 年金融危机后，行业 ETF 产品发行速度减缓，除 2010 和 2011 年产品数量增长在 10% 左右外，其它年份基本很少有新产品成立。虽然从产品发行角度来看，行业 ETF 似乎进入成熟期，但是实际上产品规模却保持了非常高的增长速度。截止至 2014 年 9 月，美国市场行业 ETF 共有 237 只，规模达到 2472 亿美元。

需要说明的是，本篇报告中统计的美国市场行业 ETF 是指注册地在美国并且投资区域也以美国为主的所有行业 ETP 产品。

图 1 美国行业 ETF 发展情况



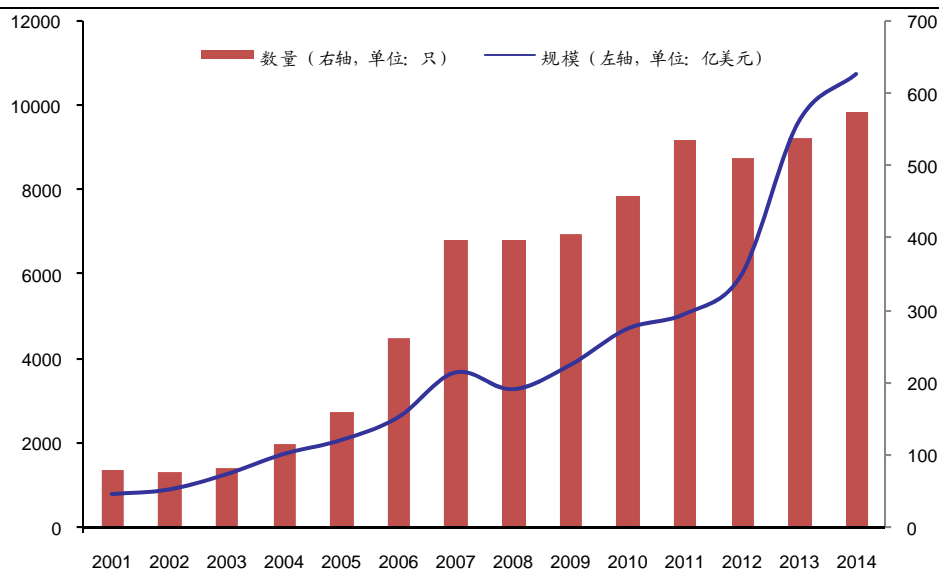
资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

注：样本 ETF 范围为在美国注册且投资范围也限于美国的行业 ETF

注：2014 年数据截止日期为 9-26

行业 ETF 风靡的大背景是美国证券市场 ETF 的爆发式发展。从 2001 年至 2014 年 9 月，美国股票型 ETF 总规模从 800 亿增长至超过 10000 亿美元，数量从约 80 只增长至接近 600 只。从上下两张行业 ETF 与股票 ETF 的发展情况图表可以看到，行业 ETF 的发展实际上是与整个股票 ETF 的发展步调保持一致的。

图 2 美国股票 ETF 发展情况



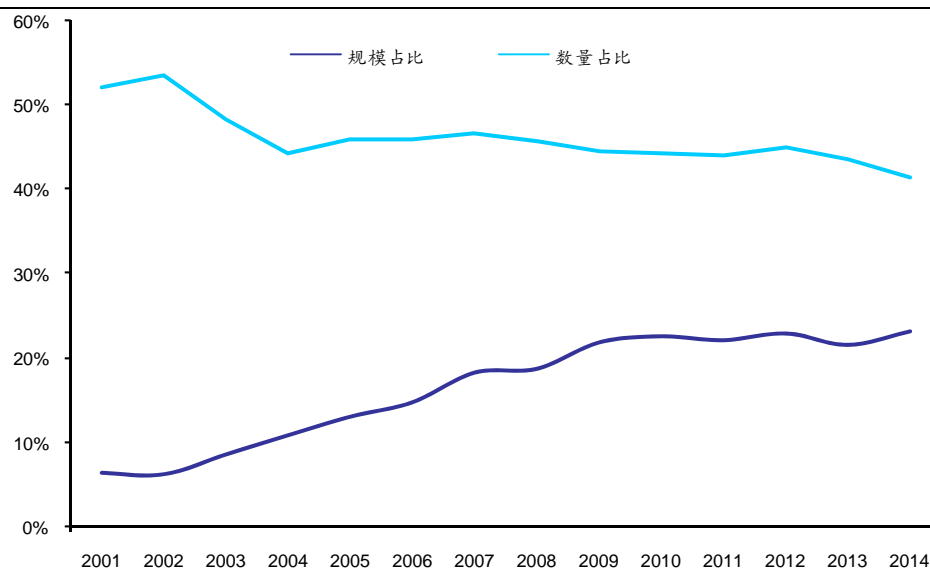
资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

注：样本 ETF 范围为在美国注册且投资范围也限于美国的股票 ETF

注：2014 年数据截止日期为 9-26

如果进行更详细的对比，比较 2001 年以来美国市场行业 ETF 与股票 ETF 数量规模，基本上行业 ETF 占股票 ETF 数量的比重大概在 40%到 50%之间，呈现略微缩减的趋势，截止至 2014 年 9 月行业 ETF 数量占比大约为 41%；行业 ETF 占股票 ETF 规模的比重在 2010 年以前有较为明显的上涨趋势，从最初的不到 10%增加至 2009 年末的 21.7%，此后进入稳定期，截止今年 9 月的规模占比为 23%。

图 3 行业 ETF 占股票 ETF 比重



资料来源: Bloomberg, 海通金融产品研究中心

可以看到,从相对发展角度来说,行业 ETF 作为一类 ETF 产品在美国市场已经比较成熟,相对于整个 ETF 行业,未来行业 ETF 不会再出现大的增长爆发;但是从绝对发展角度,由于美国整个 ETF 行业仍处于高速发展阶段,行业 ETF 规模仍将迅速增长。

1.2 什么行业的行业ETF更受欢迎

我们统计了目前美国市场上各个行业的行业 ETF 数量和规模。数据采集自 Bloomberg, Bloomberg 的基金分类标准为 MSCI 和 Standard & Poor's 的 Global Industry Classification Standard (GICS)一致,但是将 GICS 中的 Financial Sector 细分成 Financial Sector 和 Real Estate Sector。

不论是产品数量还是总规模,能源 ETF 都是第一大行业 ETF,当前总规模已经达到 430 亿美元,规模占比 17.4%。此外,房地产、医疗保健、金融和信息技术 4 个行业的 ETF 规模也超过 300 亿美元,占比超过 10%。电信服务行业相对产品最少,仅 7 只行业 ETF,总规模不到 20 亿美元。

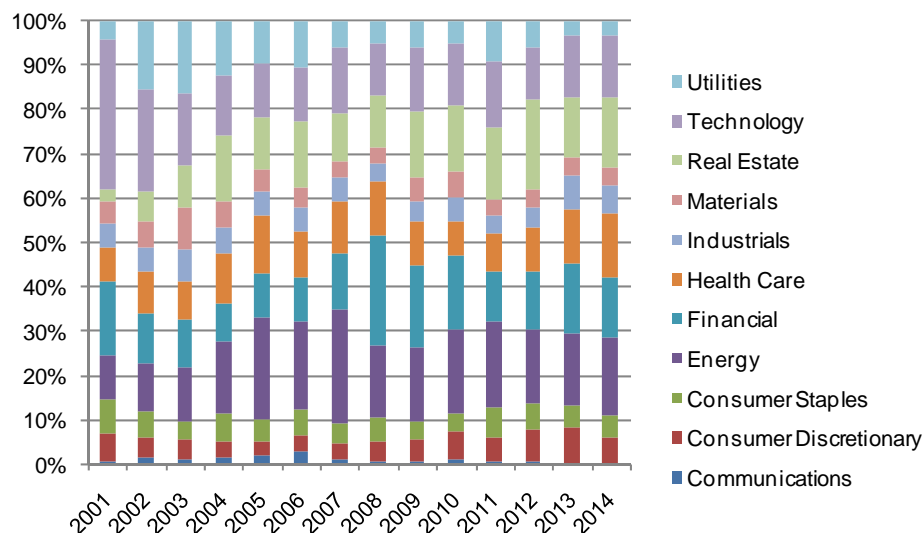
表 1 各个行业 ETF 规模占比

行业	产品数量	规模 (单位: 亿美元)	规模占比	杠杆产品数量	杠杆产品规模 (单位: 亿美元)
Energy	41	430.06	17.40%	6	4.32
Real Estate	22	388.06	15.70%	5	4.40
Health Care	25	351.54	14.22%	4	5.32
Financial	35	336.45	13.61%	9	25.09
Technology	32	336.36	13.61%	9	14.39
Industrials	16	162.16	6.56%	2	0.35
Consumer Discretionary	20	145.93	5.90%	3	0.47
Consumer Staples	11	119.47	4.83%	2	0.30
Materials	17	103.51	4.19%	8	13.11
Utilities	11	83.46	3.38%	2	0.31
Communications	7	14.55	0.59%	2	0.08

资料来源: Bloomberg, 海通金融产品研究中心

历史上来看，金融行业 ETF 在 2009 年以前最为热门，地产行业 ETF 则在 2012 年占比最高，能源行业 ETF 波动不大，一直都保持较高的占比。总体来看，从 2001 年至今，占比最高的行业分别是能源、信息技术、金融、地产、医疗保健。

图 4 不同行业 ETF 占比情况



资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

表 2 各个行业 ETF 规模占比

行业	2001-2014 平均占比	2008 占比	2009 占比	2010 占比	2011 占比	2012 占比	2013 占比	2014 占比
Energy	17.10%	16.15%	16.71%	19.00%	18.96%	16.88%	16.13%	17.40%
Technology	15.71%	11.60%	14.66%	13.99%	14.88%	12.09%	13.87%	13.61%
Financial	13.81%	25.02%	18.61%	16.61%	11.38%	13.03%	15.45%	13.61%
Real Estate	12.69%	11.94%	14.64%	14.74%	16.31%	20.07%	13.64%	15.70%
Health Care	10.45%	11.99%	9.60%	7.58%	8.74%	9.68%	12.47%	14.22%
Utilities	7.93%	4.95%	5.78%	4.85%	9.03%	5.70%	3.26%	3.38%
Industrials	5.46%	3.90%	4.55%	5.44%	3.84%	4.57%	7.48%	6.56%
Consumer Staples	5.34%	5.54%	4.00%	4.05%	6.82%	5.62%	5.01%	4.83%
Consumer Discretionary	5.12%	4.28%	4.82%	6.37%	5.52%	7.45%	8.17%	5.90%
Materials	5.07%	3.65%	5.56%	6.20%	3.62%	4.18%	3.99%	4.19%
Communications	1.33%	0.99%	1.07%	1.15%	0.90%	0.73%	0.53%	0.59%

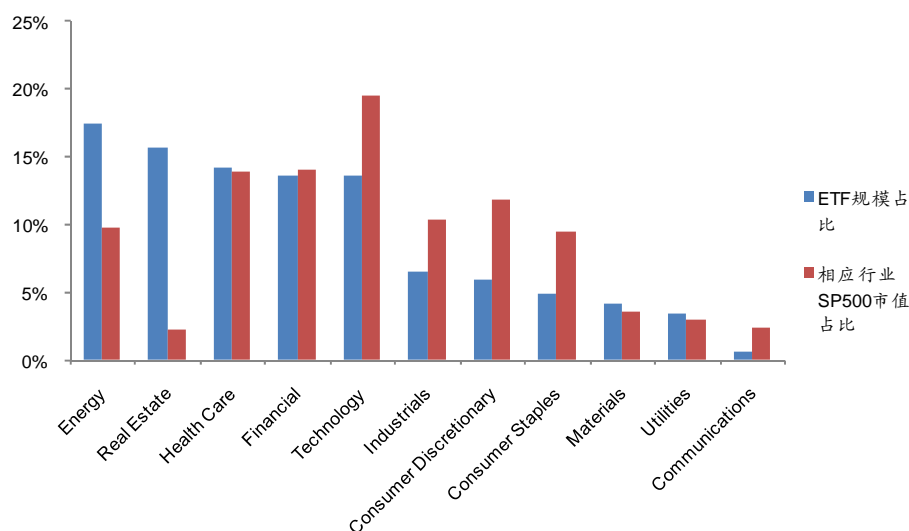
资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心
数据截止日期：2014-9-26

但是不同行业 ETF 的占比与对应行业的大小可能会存在一定关系，规模占比高的行业可能本身就是一个大的行业。我们以 S&P 500 指数各个行业占比作为参照系。由于 Bloomberg 基金分类中将房地产从 GICS 中的金融行业中特别的分出来，因此我们计算 S&P 500 行业股票市值占比时也将房地产行业分出，所以下面的统计中的金融行业包括 GICS 二级分类中的银行业、多元化金融、保险业，地产行业即对应 GICS 二级分类中的房地产业。

对照 S&P 500 指数的行业占比情况，可以发现地产行业 ETF、能源行业 ETF 在行业 ETF 中的占比远大于相应行业在 S&P 500 指数中的占比，而信息技术行业 ETF、工

业行业 ETF、可选消费行业 ETF、主要消费行业 ETF、信息服务行业 ETF 则是占比小于相应行业在 S&P 500 中的占比。结合前面的行业占比数据，我们可以得出这样的结论，市场真正青睐的产品是能源、地产行业 ETF，信息技术行业 ETF 虽然规模占比大，但是实际上与其股票行业占比水平并不匹配。工业、可选消费、主要消费、信息服务 4 个行业的产品则不仅规模占比低，而且与其行业的股票市值占比也不匹配。

图 5 ETF 规模占比与 SP500 行业占比对比



资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心
数据截止日期：2014-9-26

1.3 行业ETF规模增速与市场环境的关系

一般来说，市场表现影响着 ETF 的规模，例如当行业看涨时会有更多的资金被吸引至相应的行业 ETF，产品规模扩张就会非常迅速；而如果行业不景气，投资者也不会选择相应的产品。除此之外，还有一种说法是投资者比较青睐弹性大的行业，如果历史上该行业的波动水平比较高，投资者就会更加倾向于选择这个行业的产品。

我们以从 2003 年至今各个年份的市场表现与美国行业 ETF 规模进行回归分析，看看行业本身表现对 ETF 规模的影响程度。我们使用按照 GICS 标准编制的 MSCI USA IMI 行业指数作为每个行业表现基准。由于 MSCI USA IMI 行业指数按照 GICS 一级行业分类编制，所以这里我们把金融和地产行业 ETF 规模汇总，以对应 MSCI USA IMI Financial Index。回归的自变量设定为当年行业指数涨幅与波动率，应变量为行业 ETF 当年规模增速。另外由于指数涨幅和波动率存在一定的相关性，因此回归上先提取主成分再回归避免共线性的问题。

各个行业的回归都能通过显著水平 5% 的 F 检验，从回归结果来看

- 各个行业的截距项值都很大，说明排除市场表现因素，各个行业的行业 ETF 也在非常快速的发展；
- 多数行业的回归结果 R 方都比较大，说明两个自变量的解释度很高；主要消费、医疗保健和金融行业 R 方相对较小，说明这 3 个行业 ETF 规模发展不能完全由这个简单模型所说明；
- 行业 ETF 规模增长对于行业指数涨幅（即行业自身表现）的依赖十分明显，特别是能源行业、工业以及电信服务行业；

- 指数的波动率对规模增长几乎没有贡献或者有小幅的负贡献，说明如果没有整体的上涨，光是高波动率并不能够留住投资者；

表 3 行业 ETF 规模与指数涨幅和波动率的回归关系

行业	截距项	指数涨幅回归系数	波动率回归系数	R 方
Energy	0.19	2.23	-0.14	0.75
Materials	0.16	1.27	-0.04	0.67
Industrials	0.22	2.05	-0.07	0.75
Consumer Staples	0.34	0.71	-0.02	0.03
Consumer Discretionary	0.33	0.77	-0.01	0.33
Healthcare	0.35	1.08	-0.03	0.14
Financials	0.40	0.10	-0.01	0.01
Information Technology	0.26	1.05	-0.03	0.45
Telecommunication	0.23	1.81	-0.11	0.35
Utilities	0.10	1.53	-0.09	0.31

资料来源: Bloomberg, 海通金融产品研究中心

计算时间: 2003.12.31-2014.9.26

注: 这里的 Financials 包括地产

从上面的计算结果中我们可以把所有行业分为三类。

第一类行业 ETF 是 ETF 发展可以多半由市场表现解释 (R 方较大)，并且对行业表现依赖度高的行业 (指数涨幅回归系数大)，如能源、材料、工业、可选消费、信息技术、通讯服务和公用事业。

以能源与工业为例。从能源行业 ETF 规模与 MSCI USA IMI Energy Index 走势，以及工业行业 ETF 规模与 MSCI USA IMI Industrials Index 走势对比可以看到，规模波动与指数波动保持了很大程度上的一致性，当指数当年收益出色，ETF 规模就出现增长；当指数下跌或持平，ETF 规模通常也没有扩大甚至出现缩减。

图 6 能源 ETF 规模与能源指数走势对比

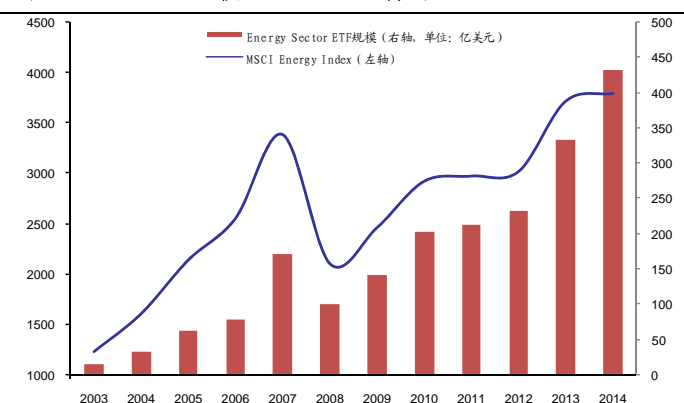
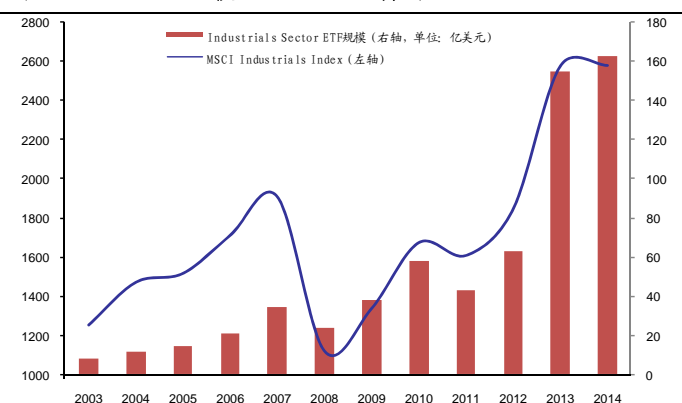


图 7 工业 ETF 规模与工业指数走势对比

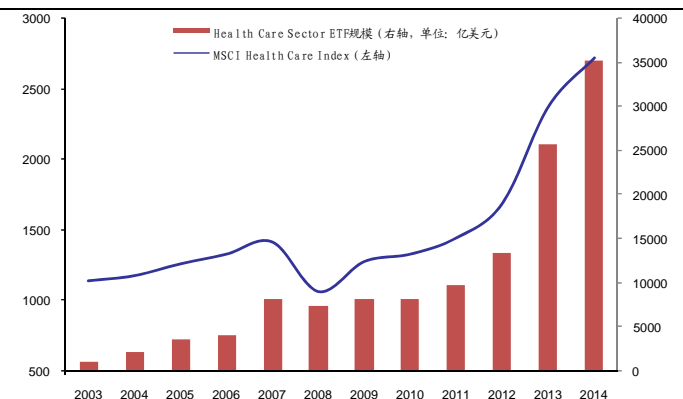
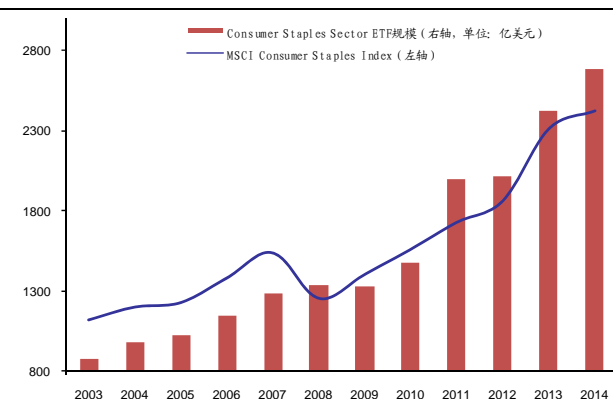


资料来源: Bloomberg, 海通金融产品研究中心
截止日期: 2014-9-26

第二类行业 ETF 是产品规模对行业表现依赖度高 (指数涨幅回归系数大)，但是其规模波动除了市场表现以外还有其他决定因素的行业 (R 方较小)，如主要消费和医疗保健。从下图可以看到，2008 年市场表现不佳，产品规模没有呈现明显的下降；2009 年市场强劲反弹时，产品规模也没有迅速增长。

图 8 主要消费 ETF 规模与主要消费指数走势对比

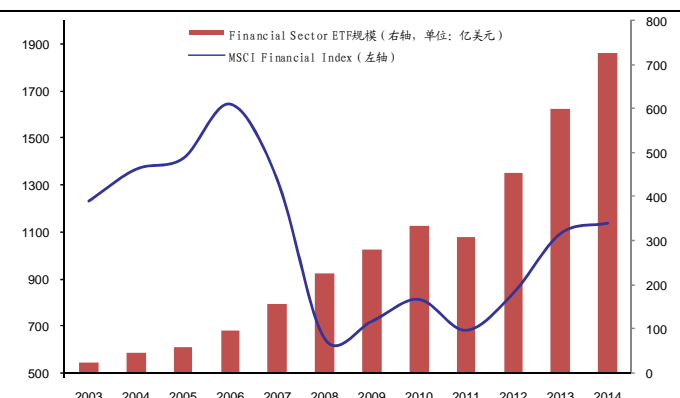
图 9 医疗保健 ETF 规模与医疗保健指数走势对比



资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心
截止日期：2014-9-26

第三类行业 ETF 则是金融地产行业 ETF。过去的十年中金融地产 ETF 规模一直保持扩张，即使在金融危机中指数暴跌行业 ETF 规模也有所增长，与行业指数表现几乎完全不同步。

图 10 金融地产 ETF 规模与金融地产指数走势对比



资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心
截止日期：2014-9-26

总体来看，除金融地产、主要消费与医疗保健 3 个行业以外，美国行业 ETF 规模与行业表现呈现高度的相关性，另外过去指数弹性大波动性高不是规模增长的原因。因此对多数行业来说，行业出现机会是行业 ETF 产品规模扩张的契机。

2. 基金公司的行业 ETF 规划与创新

2.1 基金公司的产品发展史

● 1998-1999 年：独领风骚的 SSgA

作为 1993 年就推出市场第一只 ETF 产品——SPDR S&P 500 ETF TRUST 的 SSgA，同样是行业 ETF 领域的领军人物，1998 年 12 月推出 S&P 500 系列行业 ETF。该系列产品诞生后，其他基金公司并没有积极跟进。到 1999 年 9 月，才有第二个吃螃蟹的人，Merrill Lynch 踏着互联网泡沫的东风推出一只互联网行业 ETF——INTERNET HOLDRS TRUST。1999 年底，SSgA 系列行业 ETF 总规模达到 21.4 亿美元。

● 2000 年：互联网泡沫的教训

2000 年 2 月，互联网行业的持续火爆使得 Merrill Lynch 一口气发行了 TELECOM HOLDERS TRUST、B2B INTERNET HOLDERS TRUST、INTERNET ARCHITECT HOLDERS、INTERNET INFRASTRUCTURE HOLDERS 4 只互联网相关行业 ETF。而 BlackRock 也以互联网行业 ETF 为切入点，在当年 5 月推出了 ISHARES DJ US INTERNET SECT。不过 BlackRock 并未像 Merrill Lynch 一样猛下注互联网，除了 ISHARES DJ US INTERNET SECT 之外还推出了以 DowJones US 行业指数为跟踪标的的 12 只行业 ETF，其中有 9 只为 DowJones US 一级行业指数 ETF，3 只为二级行业指数 ETF（Dow Jones US 行业分类总共分为四级，从高到低为 Industry、SuperSector、Sector、SubSector）。相比 SSgA 选择的 S&P 500 行业指数，BlackRock 选择的 DowJones US 行业指数覆盖面更广，除一些流动性不佳的股票被剔除外，涵盖了几乎美国市场上交易的所有股票，市值覆盖达到 95%。

实际上，2000 年 3 月起美国互联网泡沫就开始破灭。此后几乎很少再有互联网主题 ETF，Merrill Lynch 和 BlackRock 发行的几只互联网行业 ETF 目前也多数退市。不过 BlackRock 基于 DowJones US 行业指数的行业 ETF 日后却发展壮大起来，成为其最主要的行业 ETF 产品。

● 2001-2003：两个人的舞蹈

2000 年末，SSgA 的 9 只行业 ETF 总规模为约 20 亿美元，而 BlackRock 的 12 只产品总规模仅为 5 亿美元。Merrill Lynch 的产品规模数据缺失，不过考虑到互联网行业的惨淡，其产品规模应该会很小说。可以说整个 2001 年到 2003 年，行业 ETF 市场上实际就只有 SSgA 和 BlackRock 两家公司提供行业 ETF 产品。

为了在规模上追击 SSgA，BlackRock 开始推出后续的行业 ETF 产品，努力方向为细分行业产品。从 2001 年到 2003 年，BlackRock 总共推出了 7 只细分行业 ETF，如 REITs ETF——ISHARES COHEN & STEERS REIT ETF（该产品跟踪市值大且流动性佳的 REITs 表现），生物技术 ETF——ISHARES NASDAQ BIOTECHNOLOGY ETF，信息技术 ETF——ISHARES NORTH AMERICAN TECH、ISHARES NORTH AMERICAN TECH-MULTIMEDIA NETWORKING 和 ISHARES NORTH AMERICAN TECH-SOFTWARE ETF，半导体行业 ETF——ISHARES PHLX SEMICONDUCTOR ETF，交运行业 ETF——ISHARES TRANSPORTATION AVERAGE ETF。

BlackRock 的追击之作基本集中在热门行业之中，但是从效果来看比较一般，到 2003 年末新成立的这些 ETF 中只有 ISHARES COHEN & STEERS REIT ETF 规模超过一亿美元，达到 6.1 亿，其它产品都只有千万级别的规模。

另一方面，SSgA 却不慌不忙，3 年中唯一的行业 ETF 产品为 2001 年 4 月成立的 SPDR DOW JONES REIT ETF。这也是因为 SSgA 的 S&P 500 系列行业 ETF 中没有地产行业 ETF（按照 GICS 分类，地产行业作为二级行业属于金融行业），特别是日渐成熟的 REITs 市场缺乏对应产品。

在拳头产品方面，到 2003 年末，SSgA 的 S&P 500 行业 ETF 规模达到 61.88 亿美元，BlackRock 的 DowJones US 行业 ETF 规模达到 36.84 亿美元。两者差距已经缩小。

● 2004-2005：行业新兵 Vanguard 与 PowerShares

2004 年开始市场有新的参与者出现，Vanguard 加入行业 ETF 市场，在 1 月和 9 月共计推出 11 只行业 ETF。理所当然 Vanguard 选择的行业指数与 SSgA 和 BlackRock 有所区别，其标的指数为 MSCI US IMI 25/50 系列行业指数。

要解释这个指数的特点我们必须先了解什么叫做 RIC（Regulated Investment Company）。在美国根据 1940 ACT 注册的共同基金或者 ETF 原则上是需要缴纳 35% 所得税的，纳税内容包括买卖证券的盈利、分红、付息等，但是如果被认定为 RIC，就

可以免税。被认定为 RIC 的条件包括两点，在财年的每个季度末：1、基金资产不能有超过 25% 投资于一家公司发行的证券；2、持仓超过 5% 的证券的总量不得超过基金资产的 50%。这就是所谓的 25/50 标准。

对于宽基指数或者大的行业指数，一般都能保证跟踪产品的 RIC，但是某些行业指数可能会不满足，例如垄断程度较高的能源行业和电信服务。MSCI US IMI 25/50 行业指数一方面在编制时就将 RIC 要求纳入作为一条编制规则，以保证跟踪其表现的基金能够避税；另一方面，MSCI US IMI 25/50 行业指数还要求与母指数（即相应的 MSCI US 行业指数）表现尽可能一致，因此 MSCI 使用 Barra Open Optimizer 对成分股就行优化，降低跟踪偏离度并最小化换手率。

Vanguard 产品的另一个优势在于低费率。此前 SSgA 行业 ETF 的费率水平在 0.16% 左右，BlackRock 行业 ETF 的费率水平在 0.45% 左右，Vanguard 则把费率降至 0.14%。

虽然产品有一些创新，但是总体来说市场反响并不热烈，到 2004 年底 Vanguard 行业 ETF 总规模仅为 4.5 亿美元。与此同时，BlackRock 行业 ETF 已经逐步逼近 SSgA，SSgA 的 S&P 500 行业 ETF 系列产品总规模当年底为 94.4 亿美元，BlackRock 的 DowJones US 行业 ETF 规模为 66.9 亿美元，但如果加上其它的细分行业 ETF，BlackRock 行业 ETF 总规模已经达到 88.7 亿美元。

2005 年又有新的市场参与者，PowerShares 当年一口气推出 19 只行业 ETF，其中的主要产品为跟踪 Intellidex 系列行业指数的行业 ETF。Intellidex 行业指数就是所谓的 Smart Beta 或者 Strategic Beta 指数，以季度为单位在每个行业中依据 Price Momentum、Earnings Momentum、Quality、Management Action、Value 5 大类指标，通过量化模型筛选 30 只股票作为成分股编制行业指数。

与此同时，SSgA 继续进攻细分市场，推出 SPDR S&P BANK ETF、SPDR S&P INSURANCE ETF、SPDR S&P CAPITAL MARKETS ETF 三只产品。

● 2006：行业深耕细作与指数创新

行业前两强 SSgA 与 BlackRock 的策略都是继续发行产品深耕细分市场，SSgA 专注于 S&P 行业指数的三四级行业，BlackRock 专注于 DowJones US 的三四级行业。PowerShares 产品线相对较为杂乱，原有的 Intellidex 指数系列产品只继续发行了两只产品，同时又基于 FTSE RAFI 行业指数和 Dorsey Wright 行业指数分别发行了 5 只和 8 只行业 ETF。不过从产品策略上来说 PowerShares 仍坚持了 Smart Beta 路线，FTSE RAFI 行业指数是一个基于现金红利、现金流、销售额、股东权益等财务指标的基本面加权指数，Dorsey Wright 行业指数则是一个股票动量指数，即通过相对强弱分析股票动量，从中挑选出不少于 30 只股票作为指数的成分股。可能是指数创新带来的成本增加，PowerShares 行业 ETF 的费率水平在 0.6% 到 0.7% 之间，显著高于竞争对手。

Security Investors 以 S&P 500 等权行业指数系列产品进入行业 ETF 市场。

● 2007：杠杆行业 ETF 诞生

2007 年是行业 ETF 产品爆发的大年，产品数量和产品规模都有显著增长。DBX Strategies Advisors、ProShare、First Trust 等公司开始推出自己的行业 ETF 产品。

DBX Strategies Advisors 推出的 HealthShares 系列行业 ETF 非常有趣，从名字上就可以看出，这个系列的 ETF 全部都是医疗保健行业。DBX 对医疗保健行业进行了非常仔细的划分，比如心脏病行业 ETF——HEALTHSHARES CARDIOLOGY ETF，新兴癌症治疗行业 ETF——HEALTHSHARES EMERGING CANCER ETF，病患照料行业 ETF——HEALTHSHARES PATIENT CARE SERVICES ETF。虽然产品很有趣，但是结果很悲剧，所有的这些产品都在 2008 年四季度终止了。

First Trust 选择了与 PowerShares 类似的策略，在指数上进行创新。其行业 ETF 标的指数为 StrataQuant 指数，该指数从 Russell 1000 指数成分股中，根据上市公司成长性、股价表现、销售情况、估值等诸多因子进行样本股优选编制指数。

ProShare 则以杠杆型产品切入市场，基于 DowJones US 行业指数，推出了 22 只正反两倍杠杆 ETF。

到 2007 年末，行业前 4 强分别是 SSgA（规模 291 亿美元）、BlackRock（186 亿美元）、Vanguard（规模 56 亿美元）、PowerShares（规模 40 亿美元）。

● 2008-2009: 成为唯一亮点的杠杆产品

由于金融危机，前几年一直高速发展的行业 ETF 市场在 2008-2009 年猛踩了一脚刹车，总体规模连续两年有所下降。不景气中，杠杆产品成为唯一亮点，这两年中大部分的新发行业 ETF 都是杠杆型产品。除 ProShare 继续发行杠杆行业 ETF 外，Rydex 也推出了正反 2 倍杠杆的 S&P 行业 ETF，Rafferty Asset Management 更是推出了 Direxion 系列正反 3 倍杠杆行业 ETF。

● 2010: MLP ETF

两年的低迷期过去以后，2010 年行业 ETF 产品又迎来了大的爆发。这一年中除了 ProShare、Rafferty 继续发行 2-3 倍杠杆产品外，PowerShares 的小市值系列行业 ETF 和多家基金公司推出的 MLP 产品是主要的亮点。

PowerShares S&P Small Capital 行业 ETF 在 NASDAQ 上市交易，标的指数为 S&P SmallCap 600 Capped 行业指数系列。指数样本股来自于 S&P SmallCap 600 Index，按照 GICS 行业分类标准划分成 9 个行业。每个行业样本股的最大权重被限制在 22.5%，同时超过权重超过 4.5% 的样本股的总权重不得超过 45%。

MLP 产品方面，实际上第一只 MLP 产品是 JPMorgan 2009 年 4 月推出的 JPMORGAN ALERIAN MLP INDEX，该产品在 2009 年底规模就已经达到 7.13 亿美元。进入 2010 年后，UBS Securities 推出了 ETRACS ALERIAN INFRASTRUCTUR、ETRACS ALERIAN NAT GAS MLP、ETRACS 1XM SH ALERIAN MLP IN（反向 1 倍杠杆）、ETRACS WELLS FARGO MLP INDEX，Credit Suisse 推出了 CREDIT SUISSE MLP EQUAL WEIG，ALPS Advisor 推出了 ALERIAN MLP ETF。

MLP 是 Master Limited Partnership 的简写，MLP 是一种可以在交易所上市交易的有限合伙企业，特点在于其有限合伙企业身份可以豁免公司所得税。要获得 MLP 资格，企业至少 90% 的收入要来自于 Internal Revenue Service 规定的来源，通常被限定于能源的生产、加工、运输、储藏等行业。此外，MLP 每季度都要求分红，也就客观上要求 MLP 必须有稳定的现金流收入。

美国的第一只 MLP 是 1981 年成立的 Apache Oil，通过 MLP 结构，Apache Oil 从投资者中募集资金，投资者则获得企业的有限合伙份额。可以看到，除了行业不一样以外，MLP 与 REIT 具有很高的相似度。虽然 MLP 很早就诞生，但是 MLP ETF 产品却直到 2009 年才姗姗来迟。不过在 2009 年到 2010 年发行的这些 MLP 产品之中，只有最晚成立的 ALERIAN MLP ETF 是 ETF，其它几只均为 ETN。

作为一只投资于 MLP 的 ETF，ALERIAN MLP ETF 的实际杠杆比例仅为 0.625，也就是其日波动仅为标的指数的 62.5%。之所以出现这种情况是因为，MLP 型 ETF 不符合 1940 ACT 中 RIC 要求（RICs 投资于 MLP 的比例不得超过 25%），无法享受 RIC 的税收豁免，即在基金层面必须缴纳 35% 的所得税。

ALPS Advisors 推出基于 ETF 架构而非 ETN 架构产品的主要原因在于信用风险。

2008 年的金融危机中 Lehman Brothers 和 Bear Stearns 破产，许多金融机构也陷入困境之中，因此 ETN 实际上是承担信用风险的。

该产品推出后，市场有一些批评的声音，认为其在收益表现上远不如相应的 ETN 产品。但是 ALPS 认为，MLP ETF 虽然需要缴纳公司所得税，但是同样的 ETN 也需要纳税。ETN 是一种债券，ETN 的分红被视作债券付息必须缴纳所得税，考虑到 MLP 投资一般的年分红率达到 7%，这也是不可忽视的税收负担。同时，严格来说要比较 ETF 和 ETN 收益时，必须把 ETN 收益扣除购买掉信用违约互换（credit default swaps）的成本。

从市场反映来看，两类 MLP 产品都受到欢迎。到 2010 年末，JPMORGAN ALERIAN MLP INDEX 的规模为 22.7 亿美元，ALERIAN MLP ETF 的规模为 6.1 亿美元。

● 2011 至今：产品成熟期——成功更加艰难

2010 年以后，虽然发行新产品的公司越来越多，市场规模越来越大，但是行业创新已经相对很少，大的基金公司都在已有产品基础上进行产品线的补充，小的公司则捕捉市场热点针对性的发行产品。相对来说几个较大规模产品发行事件有：

2011 年，FocusShares 基于 MorningStar 行业指数推出系列行业 ETF；PowerShares 推出 KBW 系列金融细分行业 ETF，包括银行、券商资管信托等；Van Eck Associates Corp 推出 MARKET VECTORS 系列行业 ETF，标的指数为 MARKET VECTORS US 行业指数。

2013 年 Fidelity 推出 FIDELITY 系列行业 ETF，标的指数为 MSCI US IMI 行业指数。产品主打低费率，费率仅为 0.12%，基本为行业最低水平。

另一个显著特点是 2010 年以后推出的行业 ETF 规模做大变得比较艰难。2011 年至今美国市场共推出了 71 只行业 ETF，但是规模超过 5 亿美元的仅有 4 只。

表 4 2011 年以后成立的当前规模超过 5 亿美元的行业 ETF

产品	成立日期	管理公司	标的指数	上市交易所	行业	费率 (%)	规模 (亿美元)
SCHWAB US REIT ETF	20110113	Charles Schwab	Dow Jones US Select REIT Index	NYSE Arca	Real Estate	0.07	9.73
MARKET VECTORS BIOTECH ETF	20111221	Van Eck Associates	Market Vectors US Listed Biotech 25 Index	NYSE Arca	Health Care	0.35	5.46
First Trust North American Energy Infrastructure Fund	20120621	First Trust		NYSE Arca	Energy	0.95	8.63
First Trust NASDAQ Technology Dividend Index Fund	20120814	First Trust	NASDAQ Technology Dividend Index	NYSE Arca	Technology	0.5	6.75

资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

SCHWAB US REIT ETF 的标的指数与 SSgA 在 2001 年推出的 SPDR Dow Jones REIT ETF 一样，均为 Dow Jones US Select REIT Index。SPDR Dow Jones REIT ETF 实际上已经是当时比较成功的产品，2010 年末规模 13.67 亿美元。作为后来者要打开市场，SCHWAB US REIT ETF 主打低费率，费率仅为 0.07%，而 SPDR Dow Jones REIT ETF 费率为 0.25%。这样的竞争策略产生了一定的效果，虽然仍未赶上 SPDR Dow Jones REIT ETF 的 26.34 亿美元，SCHWAB US REIT ETF 规模也接近了 10 亿美元，成为 2010 年之后成立的行业 ETF 中规模最大的一只。

MARKET VECTORS BIOTECH ETF 的标的指数为 Market Vectors US Listed Biotech 25 Index。该指数成分股为在美国证券交易所上市的 25 家以基因分析和诊断器械相关药品的生产、销售为主营业务的企业。该产品最新规模为 5.46 亿美元。

First Trust North American Energy Infrastructure Fund 是一只主动管理型 ETF。该产品至少 80% 的资产投资于美国和加拿大的能源基础设施行业，主要以 MLP、加拿大 Income Trust 为主的有出色分红能力的上市企业。由于要进行主动管理，该产品的管理费率达到 0.95%，最新规模 8.63 亿美元。

First Trust NASDAQ Technology Dividend Index Fund 以 NASDAQ Technology Dividend Index 为跟踪标的。该指数为红利加权指数，挑选 NASDAQ、NYSE Arca 和 NYSE Amex 上市的未来 12 个月红利持续增长且分红收益至少不少于 0.5% 的信息技术和通讯服务行业股票。信息技术和通讯服务两个行业股票权重分别为 80% 和 20%。

2.2 当前行业ETF版图

● 产品规模情况

目前最大的行业 ETF 为 Vanguard 公司推出的 Vanguard REIT ETF，规模约 250 亿美元。该 ETF 成立于 2004 年 9 月，投资于上市 REITs，跟踪代表美国 REITs 行业整体表现的 MSCI US REIT Index。

前十名中有 7 只来自于 SSgA Funds Management Inc，即最早的行业 ETF 系列。除前十中的 7 只 SSgA 行业 ETF 以外，UTILITIES SELECT SECTOR SPDR 和 MATERIALS SELECT SECTOR SPDR 分别排在所有行业 ETF 规模的第 13 位和第 14 位。

前 10 之中有两只 MLP 产品。ALERIAN MLP ETF 与 JPMORGAN ALERIAN MLP INDEX 跟踪的标的指数都是 ALERIAN MLP INFRASTRUCTURE INDEX，该指数是由 25 家能源基础设施 MLPs 组成的市值加权价格指数。

表 5 规模前十的行业 ETF

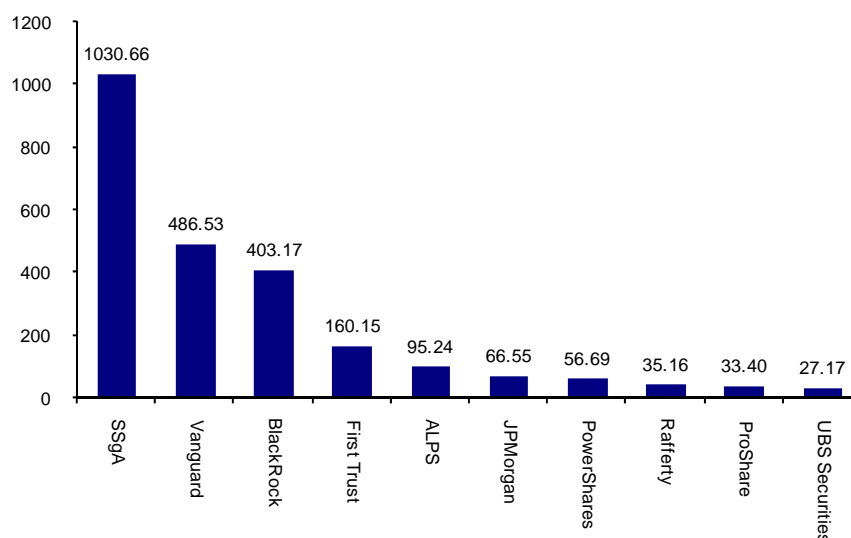
产品	成立日期	管理公司	标的指数	上市交易所	行业	规模(亿美元)
VANGUARD REIT ETF	20040929	Vanguard Group Inc/The	MSCI US REIT INDEX	NYSE Arca	Real Estate	249.07
FINANCIAL SELECT SECTOR SPDR	19981222	SSgA Funds Management Inc	Financial SelectSectorTR	NYSE Arca	Financial	189.10
TECHNOLOGY SELECT SECT SPDR	19981222	SSgA Funds Management Inc	TechnologySelectSectorTR	NYSE Arca	Technology	138.48
HEALTH CARE SELECT SECTOR	19981222	SSgA Funds Management Inc	HealthCareSelectSectorTR	NYSE Arca	Health Care	112.45
ENERGY SELECT SECTOR SPDR	19981222	SSgA Funds Management Inc	Energy SelectSectorTR	NYSE Arca	Energy	104.31
ALERIAN MLP ETF	20100825	ALPS Advisors Inc	ALERIAN MLP INFRAST	NYSE Arca	Energy	95.08
INDUSTRIAL SELECT SECT SPDR	19981222	SSgA Funds Management Inc	IndustrialSelectSectorTR	NYSE Arca	Industrials	85.71
CONSUMER STAPLES SPDR	19981222	SSgA Funds Management Inc	Cons Stap SelectSectorTR	NYSE Arca	Consumer Staples	75.29
CONSUMER DISCRETIONARY SELT	19981222	SSgA Funds Management Inc	Cons Disc SelectSectorTR	NYSE Arca	Consumer Discretionary	67.78
JPMORGAN ALERIAN MLP INDEX	20090401	JPMorgan Chase & Co	ALERIAN MLP INDEX	NYSE Arca	Energy	66.55

资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

● 公司规模情况

其次从公司角度来看。最早推出行业 ETF 的 SSgA 仍是行业龙头，产品规模达到 1031 亿美元，遥遥领先于其他竞争者。Vanguard 和 BlackRock 分列 2-3 位，规模在 400 亿到 500 亿之间。

图 21 行业 ETF 发行规模最大的十家公司



资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

不过考虑产品数量的话，Vanguard 效率就显得较为突出，11 只产品平均规模达到 44.23 亿美元。SSgA 属于产品多单只产品规模也较大的，29 只产品的平均规模 35.54 亿美元。产品平均规模最出色的是 ALPS 和 JPMorgan，而这两家公司的产品都是 MLP 型产品。

表 6 规模前十的公司产品数量情况

公司	产品数量 (只)	总规模 (亿美元)	单只产品规模 (亿美元)
SSgA	29	1030.66	35.54
Vanguard	11	486.53	44.23
BlackRock	35	403.17	11.52
First Trust	20	160.15	8.01
ALPS	2	95.24	47.62
JPMorgan	1	66.55	66.55
PowerShares	41	56.69	1.38
Rafferty	17	35.16	2.07
ProShare	35	33.40	0.95
UBS Securities	5	27.17	5.43

资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

● 主要行业 ETF 产品

我们挑选出当前美国市场的主要行业 ETF 系列产品，选择的标准为每个基金公司在同一时间推出的行业覆盖全面的系列 ETF，例如 SSgA 的 S&P500 行业 ETF 系列产品，覆盖了 S&P500 的所有一级行业分类。如果没有按照某一个指数行业分类体系覆盖其一级行业分类，即使产品数量多也不计入该名单，如 Rafferty 的 Direxion 3 倍杠杆行业 ETF 系列产品。

符合我们要求的共有 8 家基金公司推出的 8 个行业 ETF 系列共计 94 只产品。虽然产品数量仅占全部行业 ETF 数量的 40%，但是总规模达到 1503 亿美元，占行业 ETF 总规模的 61%。

目前最大的行业 ETF 系列仍是最早发行的 SSgA S&P500 行业 ETF 系列, Vanguard 的 MSCI IMI 行业 ETF 系列虽然晚于 BlackRock 的 iShare DowJones US 行业行业 ETF 系列, 但是规模已经达到后者的两倍多。而此后出现的新产品中, 只有 First Trust 的 StrataQuant 行业 ETF 系列单只产品平均规模超过 10 亿美元。

表 7 美国市场上主要行业 ETF 系列产品

产品系列	推出时间	产品数量 (只)	总规模(亿美元)	单只产品平均规模 (亿美元)
SSgA 的 S&P500 行业 ETF 系列	1998	9	880.50	97.83
BlackRock 的 iShare DowJones US 行业行业 ETF 系列	2000	12	201.30	16.78
Vanguard 的 MSCI IMI 行业 ETF 系列	2004	10	237.46	23.75
Powershare 的 Intellidex 系列行业 ETF	2005	12	26.96	2.25
Security Investors 的 GUGGENHEIM S&P 500 等权行业 ETF 系列	2006	9	18.30	2.03
ProShares 的杠杆系列行业 ETF	2007	22	28.39	1.29
First Trust 的 StrataQuant 行业 ETF 系列	2007	9	95.70	10.63
Fidelity 的 MSCI IMI 行业 ETF 系列	2013	10	14.32	1.43

资料来源: Bloomberg, 海通金融产品研究中心

3. 美国行业ETF发展的经验

我们先来简要回顾美国行业 ETF 的发展过程。

1999 年 SSgA 推出基于 S&P 500 行业指数的行业 ETF 系列产品, 开拓了一个新的细分 ETF 领域。此后开始有其它竞争者加入行业 ETF 市场, 竞争者最初使用的产品策略为追逐行业热点 (互联网泡沫) 和选择差异化的指数 (具有更高的市场覆盖度)。前一策略随着互联网泡沫的破灭而彻底失败。

为了竞争市场份额, 基金公司开始挖掘细分行业, 推出更多基于细分行业指数的产品。而一些基金公司为了增强产品的吸引力, 以低费率来吸引投资者, 抢夺市场份额。

随后, 指数创新开始深度影响行业 ETF 市场。一类创新是针对税收制度, 降低基金的税收成本; 另一类创新是引用学术研究成果于指数编制, 推出一系列 Smart Beta (Strategic Beta) 指数。指数创新的本质都是提升产品业绩, 为投资者带来更多收益。

在杠杆 ETF 诞生之后, 杠杆设定也被很快带入了行业 ETF 市场。杠杆产品实际上也是一类 Beta 创新, 为投资者提供更高风险水平的产品。一些公司以杠杆为特色推出系列行业 ETF 产品, 杠杆设定也逐步从早期的正向 2 倍、反向 1 到 2 倍, 提升到正反向 3 倍。

在行业 ETF 发展过程中, 高分红产品占据了非常重要的地位, 典型产品就是 REITs ETF 和 MLP ETF。由于 REITs 和 MLP 本身的高分红特征, 使得以其为投资标的的 ETF 产品能获得季度性的高分红。

3.1 挖掘细分行业是否可行

首先, 盲目的追逐市场热点发细分行业产品是风险很大的。我们前面介绍过 Merrill Lynch 的案例, 在互联网泡沫时推出的几只互联网 ETF 后来逐渐退市; DBX Strategies Advisors 推出的 HealthShares 系列行业 ETF 后来在金融危机中也终止。行业划分过细可能可以迎合某阶段市场热点, 但是当热点过后, 市场可能将在很长一段时间彻底遗忘这个行业。

其次, 细分行业 ETF 的效率相对较低。这里的效率是对基金公司而言, 如果发了很

多产品，但是产品平均规模都很小，基金公司推出这种产品的效率就会较低。我们选择 SSgA 和 BlackRock 作为案例。这两家公司是少有的在一级行业和细分行业都有相对完整产品线的基金公司，同时进入行业 ETF 市场非常早。SSgA 推出了 18 只细分行业 ETF（不包括 REITs ETF），平均规模 6.75 亿，而其全部产品的平均规模接近 36 亿；BlackRock 推出细分行业 ETF 17 只，平均规模为 9.25 亿美元，而其全部产品的平均规模为 11.52 亿美元。另外从 2.2 章中主要行业 ETF（均为一级行业 ETF）的规模占比数据也可以看到，细分行业 ETF 在规模上要低于主要行业 ETF。

总的来说，细分行业 ETF 可以用来丰富产品线，扩大 ETF 总体规模，但是并不适合作为基金公司的主打产品。

表 8 SSgA 与 BlackRock 的细分行业 ETF

产品系列	细分行业 ETF 数量 (只)	总规模 (亿美元)	单只产品平均规模 (亿美元)	所有产品平均规模 (亿美元)
SSgA 的 S&P 细分行业 ETF 系列	18	121.56	6.75	35.54
BlackRock 的 DowJones US 细分行业 ETF 系列	17	157.29	9.25	11.52

资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

3.2 低费率能够吸引投资者吗

美国市场行业 ETF 的平均费率水平为 0.57%，显著低于该水平的产品包括 Fidelity 的 MSCI US IMI 系列行业 ETF（费率 0.12%）、Vanguard 的 MSCI US IMI 系列行业 ETF（费率 0.14%）、SSgA 的 S&P 500 系列行业 ETF（费率 0.16%）。这三个系列产品中，Fidelity 产品 2013 年 10 月才成立，时间过短，SSgA 产品成立最早，先发优势过于明显，唯一可以参考的就是 Vanguard。我们可以对比 Vanguard 与 BlackRock 两家公司，BlackRock 的 iShares 系列产品成立于 2000 年，费率 0.45%，Vanguard 产品成立与 2004 年，但是目前规模已经超越前者。

不过我们也注意到，诸多的后续创新产品如杠杆行业 ETF、Smart Beta 行业 ETF、MLP ETF 等都有着非常高的费率水平，例如 ALERIAN MLP ETF 的费率就高达 0.85%。但是这些并没有阻碍其中一些产品的迅速发展壮大。

投资者选择产品看重的是最终能够获得的收益。影响最终收益最为重要的因素还是产品标的指数的表现，其它的例如费率水平、跟踪误差、Bid-Ask 价差会有影响，但是不是主要因素。所以低费率对投资者有一定的吸引力，但是并不是决定性因素。

3.3 指数创新的作用

被动产品的创新是比较困难的。由于业绩表现基本取决于标的指数，所以最大的创新也只能在指数编制上。

近年来，Smart Beta 这类创新指数逐步成为 ETF 行业热点。严格来说 Smart Beta 必须遵循锐联（Research Affiliate）的定义，因为 Smart Beta 是锐联的注册名称，只有他们的产品能称为 Smart Beta。但我们这里笼统的把所有非市值加权的创新指数编制方式都称为 Smart Beta。

Smart Beta 指数从最初的等权指数逐步进化为现在的各类 Rule Based 指数，编制方案越来越复杂，一些指数甚至可以认为是一种主动投资策略。不论是何种编制方案，核心因素都是想要获得超越传统市值加权指数的表现，但是复杂的编制方法又会使得产品难以被理解和接受。

PowerShares、First Trust 和 Security Investor 都系统的推过 Smart Beta 指数行业

ETF。PowerShares 的产品包括 Intellidex 指数系列行业 ETF、Dorsey Wright 行业 ETF；First Trust 的产品为 StrataQuant 指数行业 ETF；Security Investor 的产品为 GUGGENHEIM S&P 500 等权行业 ETF。从 4 个系列产品的当前规模来看，只有 StrataQuant 指数行业 ETF 发展得相对成功，单只产品规模超过 10 亿美元。更早推出的 PowerShares 和 Security Investor 的 Smart Beta 产品则市场接受度较低，规模远小于行业 ETF 的平均规模。另外 PowerShares 在 2006 年时还曾推出 5 只 FTSE RAFI 行业指数产品，但是这些产品 2009 年已经终止运作，原因恐怕还是规模太小，2008 年末这 5 只产品总规模才 5000 万美元。

结合目前 Smart Beta 产品的发展情况，创新指数能够带来一定的噱头，但是市场主流仍然是传统市值加权指数的天下。

表 9 Smart Beta 产品

产品系列	推出时间	费率水平 (%)	ETF 数量 (只)	总规模 (亿美元)	单只产品平均规模 (亿美元)
PowerShares 的 Dorsey Wright 行业 ETF	2006	0.66	9	8.06	0.90
PowerShares 的 Intellidex 行业 ETF	2005	0.63	12	26.96	2.25
First Trust 的 StrataQuant 行业 ETF	2007	0.7	9	95.7	10.63
Security Investor 的 GUGGENHEIM S&P 500 等权行业 ETF	2006	0.4	9	18.3	2.03

资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

3.4 杠杆产品是否是一个好的方向

自从杠杆 ETF 诞生以后，就成为市场关注的焦点。关注度高不仅在于其能够为股票交易所的投资者提供便捷的杠杆工具，还在于其特殊的日杠杆设计引发了很多争议。ProShares 和 Rafferty 作为两家专注于杠杆 ETF 产品的公司，很快也推出了自己的杠杆行业 ETF，两家的区别在于前者多数为 2 倍杠杆，后者则以 3 倍杠杆为主。

目前美国共有杠杆行业 ETF 52 只，多数都在 2007 到 2010 年推出。虽然产品数量很多，但是从规模来看这些杠杆产品都非常小，仅有 3 倍杠杆产品平均规模接近 2 亿美元，全部杠杆行业 ETF 的平均规模仅 1.31 亿美元。由此来看，杠杆产品在行业 ETF 领域并不受欢迎。

不过从基金公司的角度来说，由于杠杆产品的费率非常高，达到平均水平的两倍，因此也能提供不菲的管理费收入。

表 10 杠杆行业 ETF

杠杆倍数	费率 (%)	数量 (只)	总规模 (亿美元)	单只产品平均规模 (亿美元)
反向 1 倍	0.93	6	0.67	0.11
正反 2 倍	0.95	28	32.62	1.17
正反 3 倍	0.95	18	34.83	1.94
全部	0.95	52	68.12	1.31

资料来源：Bloomberg，海通金融产品研究中心

信息披露

分析师声明

高道德，陈韵骋：金融工程与产品研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

金融产品研究中心声明

海通证券金融产品研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.htsec.com>），特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com	高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com	姜 超 副所长 (021) 23212042 jc9001@htsec.com
--	--	---

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com 高 远(021)23219669 gaoy@htsec.com 顾潇啸(021)23219394 gx8737@htsec.com 联系人 王 丹(021) 23219885 wd9624@htsec.com 于 博(021) 23219820 yb9744@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com 丁鲁明(021)23219068 dinglm@htsec.com 郑雅斌 (021)23219395 zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370 zxxw6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948 ji8404@htsec.com 联系人 杜 灵(021)23219760 dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883 yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067 szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com 罗 震(021)23219326 luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com 陈 亮(021)23219914 cl7884@htsec.com 陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com 陈韵骋(021)23219444 cych6613@htsec.com 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com 联系人 冯 力(021)23219819 fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
--	--	--

策略研究团队 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com 汤 慧(021)23219733 tangh@htsec.com 李 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com 刘 瑞 (021)23219635 lr6185@htsec.com 李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212 zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com 朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
---	--	--

批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com 路 颖(021)23219403 luying@htsec.com 潘 鹤(021)23219423 panh@htsec.com	石油化工行业 邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com	机械行业 龙 华(021)23219411 longh@htsec.com 徐志国(010)58067934 xzg9608@htsec.com 熊哲毅(021)23219407 xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com 赵 晨 zc9848@htsec.com
---	--	---

非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com 联系人 王维逸(021)23212209 wwy9630@htsec.com	公用事业 张 浩(021)23219383 zhangh@htsec.com 联系人 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 韩佳蕊(021)23212259 hjr9753@htsec.com	医药行业 周 锐(0755)82780398 zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398 ywx9460@htsec.com 刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com 江 琦(021)23219685 jq9458@htsec.com 王 威(0755)82780398 ww9461@htsec.com 郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
--	--	---

钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com	建筑工程行业 赵 健(021)23219472 zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813 zx6700@htsec.com 联系人 金 川(021)23219957 jc9771@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com 费亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
--	--	---

农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 夏 木(021)23219748 xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com	银行业 林媛媛 (0755)23962186 lly9184@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 caoxf@htsec.com 张 瑞(021)23219634 zr6056@htsec.com
--	---	--

计算机行业 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com 蒋 科(021)23219474 jiangk@htsec.com 联系人 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com	有色金属行业 钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com 刘 博(021)23219401 liub5226@htsec.com	电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com 牛 品(021)23219390 np6307@htsec.com 陈日华(021)23219716 crh9585@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
--	---	--

家电行业 陈子仪(021)23219244 宋伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 姜明(021)23212111	yun@htsec.com jm9176@htsec.com
通信行业 徐力(010)58067940	xl9312@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 马浩博(021)23219822 联系人 成珊(021)23212207	whw9587@htsec.com mhb6614@htsec.com cs9703@htsec.com	汽车行业 邓学(0755)23963569 廖瀚博(0755)82900477	dx9618@htsec.com lhb9781@htsec.com
纺织服装行业 焦娟(021)23219356 唐苓(021)23212208	jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 陈平(021)23219646	drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219473	zz9612@htsec.com
煤炭行业 朱洪波(021)23219438	zhb6065@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 周煜(021)23219972	qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理
(021)63609993
chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理
(021)23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 李唯佳 (021)23219384 liwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话：(021)23219000
 传真：(021)23219392
 网址：www.htsec.com