

## 公募基金的工具属性评级系列专题(一): 他山之石之美国工具化产品发展趋势

### 投资要点:

- **工具属性发展或成趋势:** 养老目标基金提到子基金必须“风格清晰”，而我们也观察到与基准相关性稳定的产品的机构投资者占比又高于与基准偏离度大的产品。从更为发达的海外市场来看，的确呈现了工具化发展的趋势，因而我们认为未来公募基金的“工具属性”或是发展趋势。
- **美国基金市场发展现状:** 根据美国投资公司协会(ICI)的报告，截止至2017年底，美国投资基金的总规模已经超过22万亿美元，其中共同基金为18.7万亿美元，ETF为3.4万亿美元。最近十年，呈现了主动股票型基金净流出，而指数产品净流入的格局。且从美国主动权益基金来看，主动管理程度正在下降。
- **美国指数基金发展现状:** 指数共同基金规模增加，品类丰富，ETF进入繁荣发展期。
- **美国市场工具化发展的原因:** 天时——长期牛市助推指数基金保持业绩领先；地利——指数基金具备一系列优势，包括纪律性投资以及低廉的费用；人和——401K引入长期资金，投顾主导产品销售，从而使得基金销售方以及基金投资方利益一致。
- **以史为镜可以知兴废:** 站在当前节点，国内同样站在了养老资金等长期资金入市的十字路口，养老目标基金的推出、机构占比的持续提升，或同样使得未来国内的公募产品开始呈现工具属性发展的特征。
- **风险提示。** 本报告基于基金历史数据进行的客观分析点评，不构成任何投资建议。

首席分析师: 高道德  
SAC 编号: S0850511010035  
电话: 021-23219569  
Email: gaodd@htsec.com

首席分析师: 倪韵婷  
SAC 编号: S0850511010017  
电话: 021-23219419  
Email: niyt@htsec.com

高级分析师: 宋家骥  
SAC 编号: S0850516080001  
电话: 021-23212231  
Email: sjj9710@htsec.com

## 目 录

1. 美国投资基金发展现状 .....	4
1.1 投资基金整体扩张，但美国国内股票型基金发展放缓 .....	4
1.2 主动股票型基金持续净流出，指数股票型基金净流入明显 .....	5
1.3 股票型基金的主动管理程度正在下降 .....	6
2. 美国指数基金发展现状 .....	7
2.1 指数共同基金规模增加，品类丰富 .....	7
2.2 ETF 进入繁荣发展期 .....	8
3. 美国市场工具化发展的原因 .....	9
3.1 天时——长期牛市助推指数基金保持业绩领先 .....	10
3.2 地利——指数基金具备一系列优势 .....	12
3.3 人和——401K 引入长期资金，投顾主导产品销售 .....	13
4. 总结 .....	14
5. 风险提示 .....	15

## 图目录

图 1	美国投资基金规模变化情况（1999-2017，十亿美元）	4
图 2	美国各资产类型基金的规模和占比变化情况（1999-2017）	5
图 3	美国国内主动股票型、指数股票型共同基金及 ETF 的规模变化（1996-2017，十亿美元）	5
图 4	美国国内主动股票型、指数股票型共同基金及 ETF 的资金流向（2008-2017，十亿美元）	6
图 5	不同主动份额分组下的基金个数占比（1990-2015）	6
图 6	不同主动份额分组下的基金规模占比（1990-2015）	6
图 7	美国各类指数共同基金规模（2005-2017，十亿美元）	7
图 8	美国 ETF 个数和规模（2000-2017）	9
图 9	美国各类 ETF 规模占比（2007-2017）	9
图 10	美国全部主动股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例（%）	11
图 11	美国大盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例（%）	11
图 12	美国中盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例（%）	11
图 13	美国小盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例（%）	11
图 14	美国全流通盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例（%）	11
图 15	美国各类共同基金的费率变化情况（2000-2017，%）	13
图 16	美国指数共同基金中各类投资者的持有规模和占比情况（1998-2017）	13
图 17	美国 IRA 和 DC 养老金计划中配置在指数共同基金上的比例（1998-2017）	14
图 18	专业投资中介机构经常引导退休计划以外的共同基金投资（2017）	14

## 表目录

表 1	先锋基金旗下的宽基指数产品（截止至 2017 年底）	8
表 2	美国各类基金中跑输业绩比较基准的基金比例（截止至 2017 年底，%）	10
表 3	美国各类共同基金的资产加权费率（%，截止至 2017 年底）	12

从 1998 年第一只公募基金诞生，国内公募基金行业已经走过了 20 年，无论在产品品类的丰富度还是规模上相比初期均有了天翻地覆的变化。然而近年来，越来越多的投资者开始意识到权益产品的规模发展进入了相对瓶颈期。近十年来，尽管公募总规模持续攀升，主动权益产品的个数不停扩张，但规模却停滞不前，这当中固然有多重因素，但基金业绩分化，挑选难度变大，风格不稳定等因素无疑是制约权益基金规模的一个重要因素。

同时我们观察到一个现象，被动权益产品中的机构占比高于主动权益产品，而在主动权益产品中，与基准相关性稳定的产品机构占比又高于与基准偏离度大的产品，由此我们猜测风格越明确的产品或越受到机构投资者青睐，叠加养老目标基金同样提到子基金必须“风格清晰”，我们认为未来公募“工具化”属性或是发展趋势。

那么从更为发达的海外市场来看，是否也呈现了工具化发展的趋势呢？本文将全球基金市场最为发达的美国为切入点进行分析。

## 1. 美国投资基金发展现状

### 1.1 投资基金整体扩张，但美国国内股票型基金发展放缓

根据美国投资公司协会（ICI）的报告，截止至 2017 年底，美国投资基金的总规模已经超过 22 万亿美元，其中共同基金为 18.7 万亿美元，ETF 为 3.4 万亿美元。过去 18 年，美国投资基金规模的年化复合增长率为 6.60%，08 年金融危机后更是保持在 9%，整体上升趋势较为稳定。

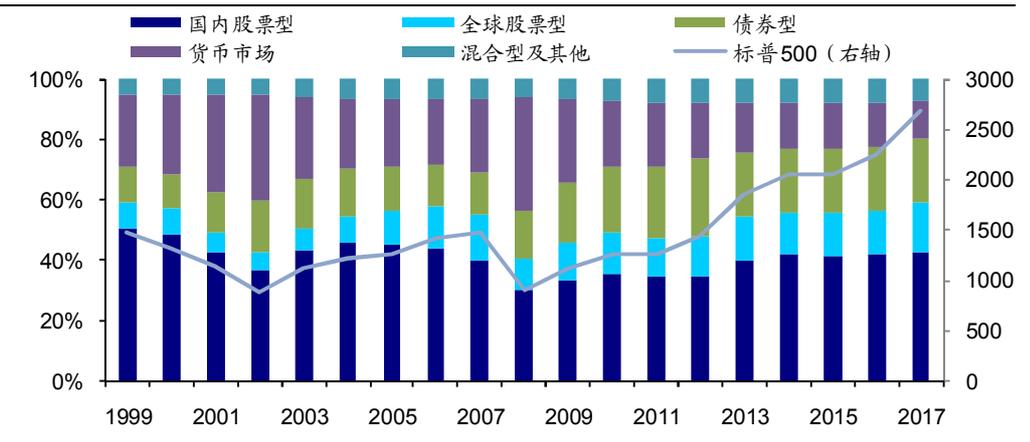
图1 美国投资基金规模变化情况（1999-2017，十亿美元）



资料来源：ICI，海通证券研究所

资产类型上，股票型基金仍占大头，占比达到 59%，包括 43% 的国内股票型基金和 16% 的全球股票型基金，而债券型基金、货币市场基金以及其他类型基金分占 21%、13% 和 7%。但从变化趋势来看，在 2008 年之前，国内股票型基金的占比整体与美国股市走势较为相似，市场上涨时扩张、下跌时收缩；而从金融危机后，尽管股市持续走强，国内股票型基金的占比上升幅度却非常有限，最近 10 年标普 500 指数涨幅超过 200%，而国内股票型基金的规模占比仅从 30% 提升至 43%，尤其最近 3 年变化较小，发展速度明显放缓，规模的放缓或与其覆盖投资者比例较高，且整体规模大基数有关。

图2 美国各资产类型基金的规模和占比变化情况 (1999-2017)

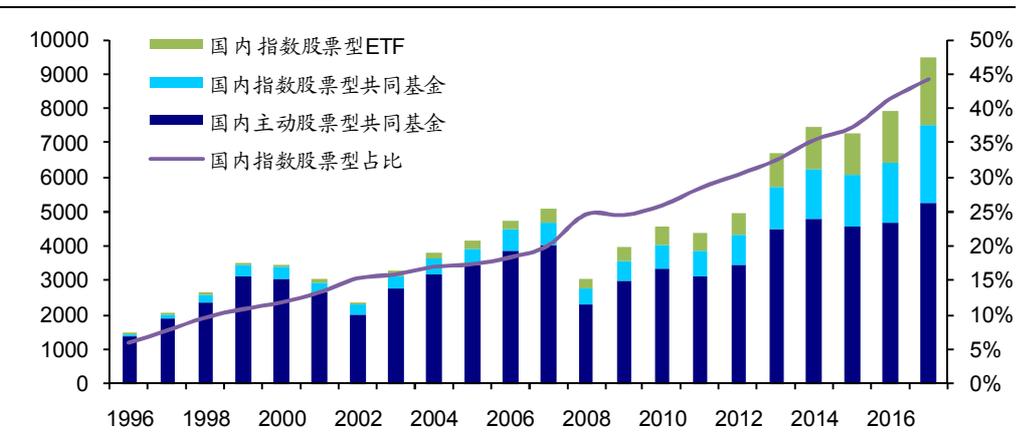


资料来源: ICI, 海通证券研究所

## 1.2 主动股票型基金持续净流出，指数股票型基金净流入明显

虽然美国的国内股票型基金发展整体放缓，但其中主动股票型基金和指数股票型基金的分化却非常明显。从下图可以看到，指数股票型基金在全部股票型基金中的占比在最近20年稳步上升，尤其是08年金融危机后，从24%加速上升到了17年底的44%，大有赶超主动股票型基金之势。从08年以后的规模年化复合增长率来看，指数股票型ETF为22.24%，指数股票型共同基金为19.95%，而主动股票型共同基金仅有9.60%。

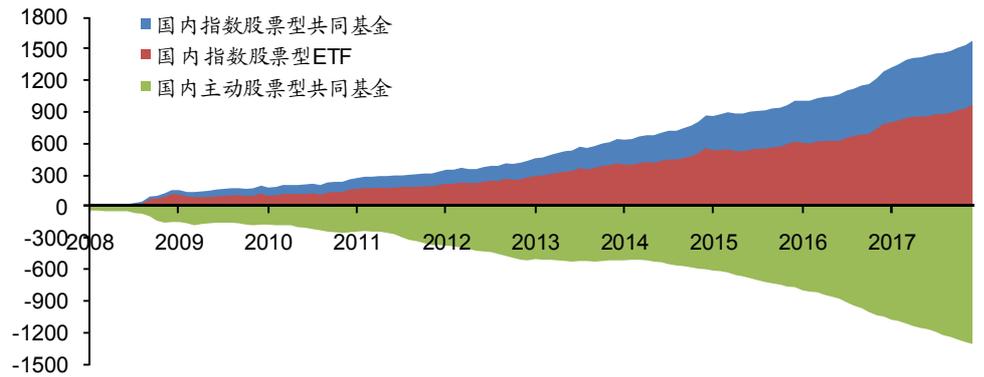
图3 美国国内主动股票型、指数股票型共同基金及ETF的规模变化 (1996-2017, 十亿美元)



资料来源: ICI, 海通证券研究所

此外，从基金流入流出数据来看，2008年以来，从国内主动股票型共同基金流出的资金数额不断增加，截止2017年底，累计流出1.3万亿美元。而与之对应的是国内指数股票型共同基金、指数股票型ETF分别流入0.61、0.96万亿美元。因此，导致国内股票型基金占比停滞不前的原因主要是主动股票型基金流出过于严重，同时或有一部分从主动股票型产品中流出的资金流入到了ETF和指数共同基金中，因此整体规模扩张速度受到影响。

图4 美国国内主动股票型、指数股票型共同基金及ETF的资金流向(2008-2017,十亿美元)



资料来源: ICI, 海通证券研究所

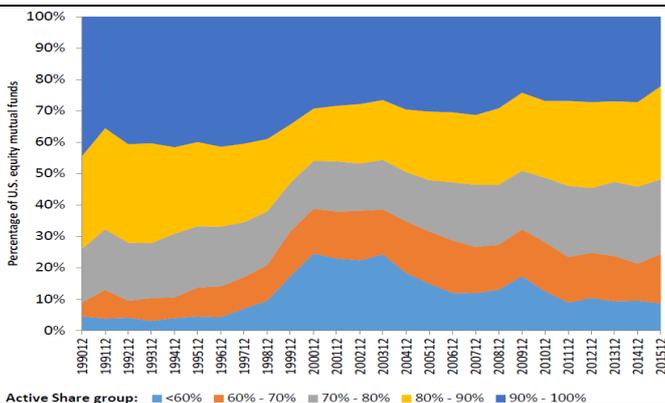
### 1.3 股票型基金的主动管理程度正在下降

除了资金不断流出以外,主动股票型基金的运作方式也在发生变化。耶鲁大学管理学院的 Cremers 和 Petajisto 教授在 2009 年提出了主动份额 (active share) 的概念,主动份额是指基金的持仓与基准指数不同的比例,主动份额比例越大,则体现出基金经理主动偏离基准的程度越高;相反,主动份额比例越低,则表明基金的运作越趋向于指数化。主动份额的计算公式如下:

$$ActiveShare = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^M |w_{fund,i} - w_{benchmark,i}|$$

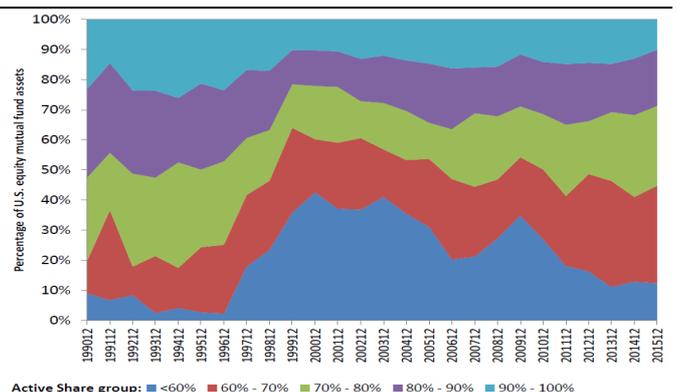
根据 Cremers(2016)的研究报告《Active Share and the Three Pillars of Active Management: Skill, Conviction and Opportunity》,作者选取了 1990 年至 2015 年,规模超过 1000 万美元且主动份额比例高于 20%的国内主动股票型共同基金,将其按照主动份额的比例分为五组:小于 60%; 60%-70%; 70%-80%; 80%-90%以及 90%-100%,并对各组内基金个数和规模的占比进行统计。从下图可以看到,2000 年以前,主动管理型基金的指数化趋势非常明显,高主动份额的基金个数和规模占比都在下降,而主动份额较低的基金快速扩张,在 2000 年主动份额低于 60%的基金占比一度达到 40%。近年来,虽然低主动份额的基金开始逐步收缩,但是主动份额高于 80%的基金占比并未增加,主动份额高于 90%的基金占比还在进一步缩小,整体上主动份额下降的趋势仍在继续。此外,结合两张图来看,低主动份额的基金平均规模要高于高主动份额的基金,比如 2015 年主动份额高于 90%的基金个数占比为 24%,但规模占比仅 10%;而主动份额低于 60%的基金各个数占比不到 10%,其规模占比却超过了 10%,平均规模是前者的 2 倍多。

图5 不同主动份额分组下的基金个数占比(1990-2015)



资料来源: Cremers(2016), 海通证券研究所

图6 不同主动份额分组下的基金规模占比(1990-2015)



资料来源: Cremers(2016), 海通证券研究所

## 2. 美国指数基金发展现状

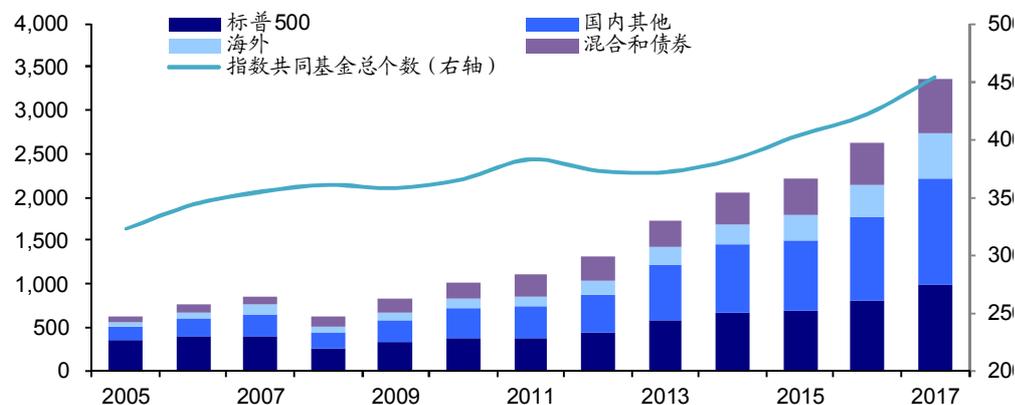
从近年来美国投资基金市场的发展现状来看，整体呈现出主动型基金持续净流出，而指数型基金规模占比不断扩张的局面，下面我们就对指数基金中的两个主要分类指数共同基金和 ETF 的发展情况进行分析。

### 2.1 指数共同基金规模增加，品类丰富

08 年后，美国指数共同基金的资产规模开始加速上升，最近两年更加明显。截至 2017 年底，美国共有 453 只指数共同基金，总规模接近 3.4 万亿美元。根据 ICI 统计，有 38% 的美国共同基金投资者持有至少一只权益类指数基金。

从分类来看，品类逐步丰富。近几年来追踪标普 500 指数的产品规模占比下降明显，而跟踪国内其他指数以及海外指数的股票型指数基金的个数和规模则明显提升，其中 08 年两者在全部指数共同基金中的占比为 28.73% 和 10.96%，而到 2017 年底分别提升到了 36.50% 和 15.58%。

图7 美国各类指数共同基金规模（2005-2017，十亿美元）



资料来源：ICI，海通证券研究所

我们以美国指数共同基金中市场占有率最大的先锋基金为例来一窥究竟。截止至 2017 年底，先锋基金旗下的指数共同基金规模达到了 2.52 万亿美元，市场份额超过 70%。从规模来看，先锋基金旗下指数产品以宽基类为主，共有 29 只，规模 1.55 万亿美元；其次是债券类和海外类，规模分别为 0.48 万亿美元和 0.43 万亿美元，行业类和 Smart Beta 产品的规模较小。从先锋基金在指数共同基金上的布局，我们发现其产品丰富化特征非常明显，在每一类资产，以及细分资产中都发行了相应的产品，适合各种风险偏好、投资风格的投资者进行配置。

比如，宽基指数产品可以根据标的指数分为五类：全市场指数、标普 500 指数、大盘指数、中盘指数和小盘指数，也可以根据风格分为核心、成长和价值，这样就衍生除了非常多的细分指数，而先锋基金在每个分类上都有多只指数产品布局。其中跟踪全市场指数的 Vanguard Total Stock Market Index Fund 以及跟踪标普 500 指数的 Vanguard 500 Index Fund 和 Vanguard Institutional Index Fund 规模非常大。

表 1 先锋基金旗下的宽基指数产品（截止至 2017 年底）

宽基类型	基金名称	宽基类型	基金名称
全市场核心	Vanguard Total Stock Market Index Fund	中盘核心	Vanguard Mid-Cap Index Fund
全市场核心	Vanguard Institutional Tot Stk Mkt Id Fd	中盘核心	Vanguard S&P Mid-Cap 400 Index Fund
全市场核心	Vanguard Russell 3000 Index Fund	中盘成长	Vanguard Mid-Cap Growth Index Fund
全市场价值	Vanguard Russell 1000 Value Index Fund	中盘成长	Vanguard S&P Mid-Cap 400 Growth Index Fund
标普 500	Vanguard 500 Index Fund	中盘价值	Vanguard Mid-Cap Value Index Fund
标普 500	Vanguard Institutional Index Fund	小盘核心	Vanguard Small-Cap Index Fund
大盘核心	Vanguard Large-Cap Index Fund	小盘核心	Vanguard Extended Market Index Fund
大盘核心	Vanguard FTSE Social Index Fund	小盘核心	Vanguard Russell 2000 Index Fund
大盘核心	Vanguard Russell 1000 Index Fund	小盘核心	Vanguard S&P Small-Cap 600 Index Fund
大盘核心	Vanguard Mega Cap Index Fund	小盘成长	Vanguard Small-Cap Growth Index Fund
大盘成长	Vanguard Growth Index Fund	小盘成长	Vanguard Russell 2000 Growth Index Fund
大盘成长	Vanguard Russell 1000 Growth Index Fund	小盘成长	Vanguard S&P Small-Cap 600 Growth Index Fund
大盘成长	Vanguard Mega Cap Growth Index Fund	小盘价值	Vanguard Small-Cap Value Index Fund
大盘成长	Vanguard S&P 500 Growth Index Fund	小盘价值	Vanguard S&P Mid-Cap 400 Value Index Fund
大盘价值	Vanguard Value Index Fund	小盘价值	Vanguard Russell 2000 Value Index Fund
大盘价值	Vanguard Mega Cap Value Index Fund	小盘价值	Vanguard S&P Small-Cap 600 Val Index Fund
大盘价值	Vanguard S&P 500 Value Index Fund		

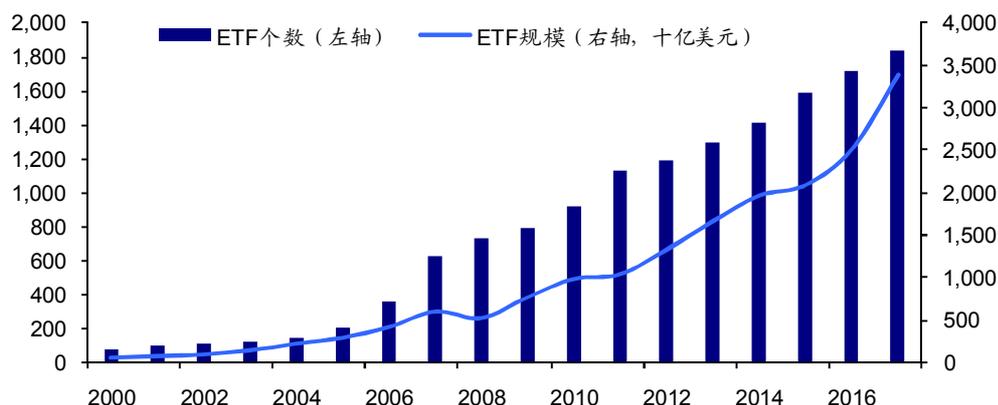
数据来源: Lipper, 海通证券研究所

除此以外, 先锋基金旗下的行业指数共同基金共 11 只, 覆盖了包括房地产、原材料、消费品、消费服务、金融、医疗健康、工业、能源、信息技术、通讯、服务业等多个行业, 尽管规模与宽基指数产品相比并不大, 但是对投资者来说配置价值较高。在海外指数基金中, 可以按照投资地区分为全球、除美国外其他国家、发达市场、新兴市场、欧洲市场、太平洋地区等。而债券指数基金中, 涵盖了长中短期限下的综合债、企业债和国库券产品, 此外还有新兴市场国债、海外高收益债等其他品种, 给投资者做债券投资提供了非常丰富的选择。整体来看, 在先锋基金的指数产品布局思路中将提供底层丰富资产配置工具的理念体现得淋漓尽致。

## 2.2 ETF 进入繁荣发展期

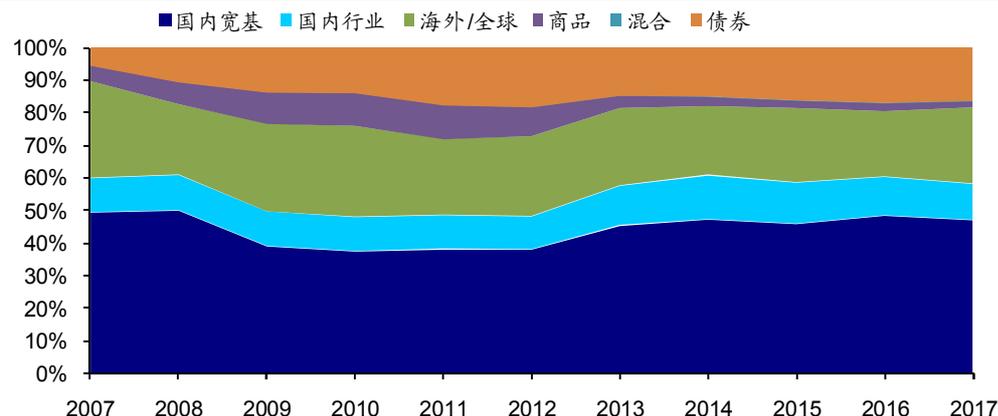
2008 年对全球股市来说都是灾难性的一年, 金融危机导致各大股指大幅下跌, 股票型基金损失惨重。在这种市场环境下, 投资者更加关注资产透明、流动性强、风险分散以及低成本高弹性的 ETF 产品。金融危机后, ETF 产品受到投资者广泛的认可, 总规模不断创新高, 成为了美国最热门的投资品种之一。

根据 ICI 的报告, 截止至 2017 年底, 美国 ETF 市场的总规模已经达到 3.4 万亿美元, 在全球 ETF 总规模中约占 72%。从 2000 年以来美国 ETF 规模和数量变化情况来看, 其规模仅在 2008 年有小幅下滑, 其他年份均为净流入状态, 年化复合增长率超过 29%; 同时, ETF 个数也保持了每年增长的趋势。整体来看, 美国的 ETF 发展进入一个繁荣期。

**图8 美国 ETF 个数和规模 (2000-2017)**


资料来源: ICI, 海通证券研究所

ICI 将美国 ETF 分为国内宽基、国内行业、海外/全球、商品、混合和债券这六大类。从 2017 年底各类型 ETF 规模占比情况来看, 国内宽基 ETF 占比为 47.17%, 海外/全球 ETF 占比为 23.30%, 债券 ETF 占比 16.27%, 国内行业 ETF 占比 11.01%, 商品 ETF 占比 2.03%, 而混合型 ETF 的占比非常小。

**图9 美国各类 ETF 规模占比 (2007-2017)**


资料来源: ICI, 海通证券研究所

从占比变化情况来看, 2013 年以来, 美国债券 ETF 的占比持续提升, 尤其 2015 年和 2016 年更为明显。一方面, 随着美国债券价格上涨, 投资者对债券 ETF 的需求在不断提升; 另一方面, 根据美国经济学家的分析, 由于美国婴儿潮一代逐渐进入退休年龄, 这些人可能会将他们的资产配置结构逐步转向固定收益资产, 从而导致债券 ETF 需求长期处于增长, 同时债券 ETF 的高流动性和投资效率也会持续吸引投资者购买。

权益类 ETF 中, 近几年国内 ETF 和海外/全球 ETF 的占比呈现出此消彼长之势, 这主要与美国和海外股市的表现有关, 当美股表现更好时, 国内 ETF 的占比会提升; 而海外市场表现更好时, 则国内 ETF 的占比会回落。

此外, 商品 ETF 的占比在 2009 到 2011 年短暂冲上 10% 后, 从 2012 年开始随着商品价格下跌而大幅下滑, 当前占比仅有 2.03%。近几年来, 商品的价格在底部震荡, 因此其占比变化也不大。

### 3. 美国市场工具化发展的原因

我们认为美国市场工具化产品发展有着天时地利人和的多重因素。下面, 我们将分别对各个因素进行分析。

### 3.1 天时——长期牛市助推指数基金保持业绩领先

从标普 500 指数的走势来看，美国股市呈现出“牛长熊短”的特征。一方面，标普 500 最近 30 年累计涨幅超过 900%，年度获取正收益的比例为 73%，因此从长期来看，资金不需要择时便能获得较高的收益率；另一方面，标普 500 最近 30 年经历了两次大熊市，一次是 2000 到 2002 年，另一次是 2008 年，最大回撤均在 40% 左右，但两次大跌结束后市场均能够迅速反弹并创出新高。从 2009 年到现在，美股市场已经保持了 10 年的稳定增长，并没有出现过明显的大跌，也为指数基金的发展创造了非常好的环境。根据标普道琼斯指数公司长期发布的 SPIVA 系列报告，在长期牛市的美股市场中主动投资的基金已经越来越难以跑赢其业绩比较基准。

SPIVA 将美国的国内股票型基金按照市值划分为大盘、中盘、小盘和全流通盘，按照投资风格划分为成长、核心、价值风格，并赋予每只基金相应的业绩比较基准。比如，大盘基金对应的是标普 500 指数，中盘对应标普中盘 400 指数，小盘对应标普小盘 600 指数，全流通盘对应标普综合 1500 指数，而成长、价值、核心风格也均有相应流通盘的风格指数一一对应。

从短期来看，截止至 2017 年底，最近 1 年中能够战胜业绩比较基准比例较高的基金类型包括中盘成长和小盘成长基金，分别有 82% 和 85%，大盘成长的胜率也超过 60%。尽管上述个别类型的短期胜率表现不错，但是短期数据更容易受到市场的影响并不稳定，而且较为短视，因此我们主要关注最近长周期下基金相对于其业绩比较基准的表现。

可以看到，在最近 5 年以及更长的期限中，基金跑输可比基准指数的比例均在 70% 以上，甚至超过 80%、90%。比如在最近 5 年中，有 84.23% 的大盘型基金、85.06% 的中盘型基金以及 91.17% 的小盘型基金落后于其基准，而这个比例随着期限的拉长还在提升，比例之大说明绝大部分美国国内主动股票型基金在长期无法跑赢其基准，这也不难理解资金为什么会放弃主动管理型基金，转而去投向收益更高且费率更低的指数基金。

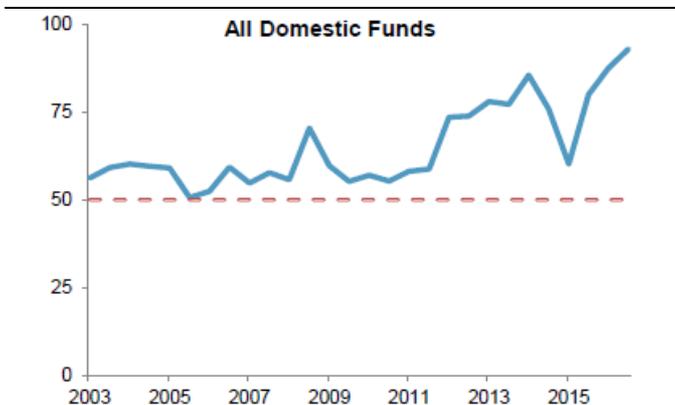
表 2 美国各类基金中跑输业绩比较基准的基金比例（截止至 2017 年底，%）

基金分类	可比基准指数	最近 1 年	最近 3 年	最近 5 年	最近 10 年	最近 15 年
全部国内股票型	S&P Composite 1500	63.43	83.40	86.72	86.65	83.74
大盘全风格	S&P 500	63.08	80.56	84.23	89.51	92.33
中盘全风格	S&P MidCap 400	44.41	86.34	85.06	96.48	94.81
小盘全风格	S&P SmallCap 600	47.70	88.83	91.17	95.71	95.73
全流通盘全风格	S&P Composite 1500	56.46	83.64	84.91	90.7	87.67
大盘成长	S&P 500 Growth	32.92	67.58	80.92	93.65	93.49
大盘核心	S&P 500	68.98	88.45	90.99	94.95	94.67
大盘价值	S&P 500 Value	46.88	80.37	85.07	70.44	85.71
中盘成长	S&P MidCap 400 Growth	18.05	91.46	81.13	97.69	95.32
中盘核心	S&P MidCap 400	61.67	88.24	87.9	96.15	96.51
中盘价值	S&P MidCap 400 Value	43.14	75.41	81.54	88.04	88.89
小盘成长	S&P SmallCap 600 Growth	15.08	86.53	86.67	95.56	98.73
小盘核心	S&P SmallCap 600	58.59	93.78	95.59	96.23	96.55
小盘价值	S&P SmallCap 600 Value	74.07	82.14	95.45	92.78	89.47
全盘成长	S&P Composite 1500 Growth	46.32	83.24	85.11	94.77	86.21
全盘核心	S&P Composite 1500	68.78	92.78	90.13	90.14	90.82
全盘价值	S&P Composite 1500 Value	49.57	76.47	76.24	84.21	85.96

资料来源：SPIVA, 海通证券研究所

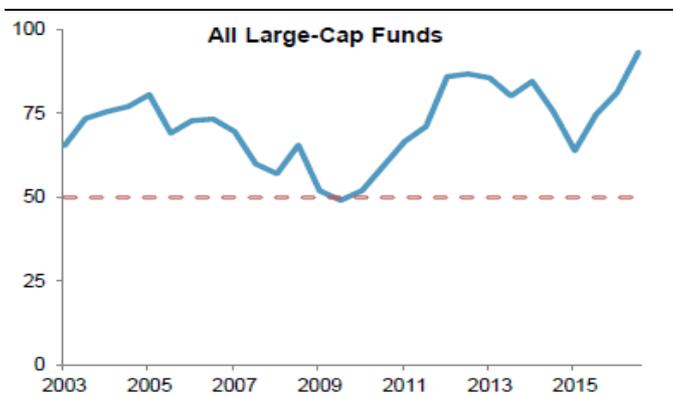
此外，根据 SPIVA 在 2016 年发布的报告，对各类基金历史上滚动三年跑输业绩比较基准的比例进行了分析。从图中可以看到，基金无法战胜基准的比例可能随着时间的推移有提升的趋势。以全部国内股票型基金为例，在 2003 年到 2008 年，基金无法战胜基准的比例只是在 60% 上下徘徊，而从 11 年开始尤其是最近几年，这个比例开始上升，多次触及到 80% 甚至更高的比例，说明主动基金超越业绩比较基准的难度进一步提升。

图10 美国全部主动股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例 (%)



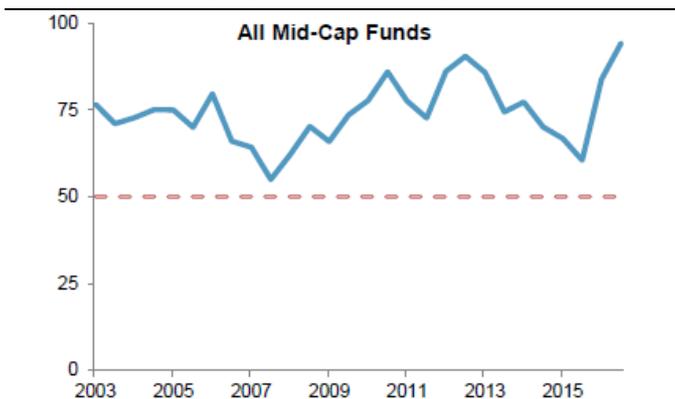
资料来源：SPIVA, 海通证券研究所

图11 美国大盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例 (%)



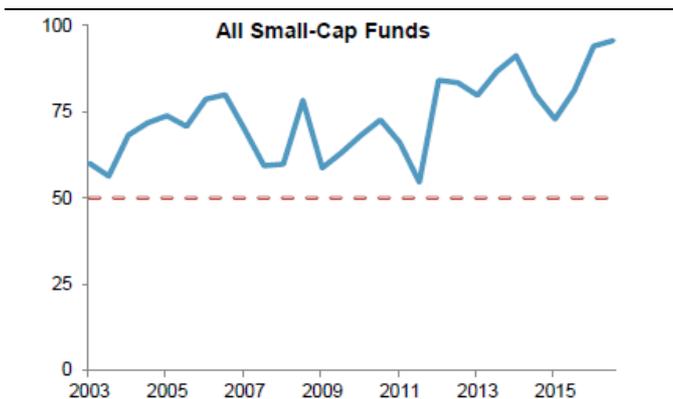
资料来源：SPIVA, 海通证券研究所

图12 美国中盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例 (%)



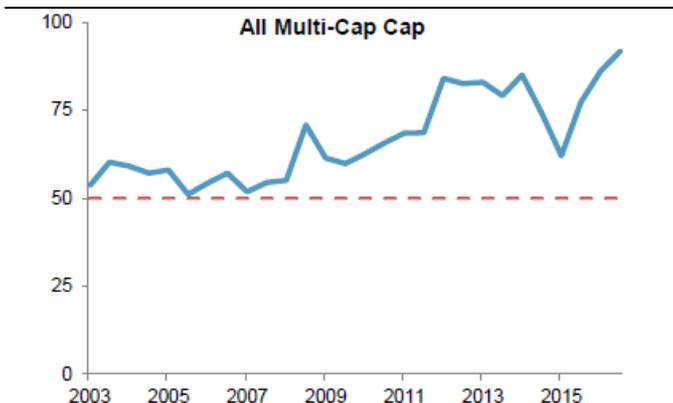
资料来源：SPIVA, 海通证券研究所

图13 美国小盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例 (%)



资料来源：SPIVA, 海通证券研究所

图14 美国全流通盘股票型基金滚动 3 年跑输基准的比例 (%)



资料来源：SPIVA, 海通证券研究所

### 3.2 地利——指数基金具备一系列优势

- 分散化的纪律性投资

与主动管理型基金相比，指数基金具备纪律性投资透明度高、分散投资以及风格鲜明等优势。

首先，指数基金的管理人按照标的指数的权重进行配置和调整，并保持产品净值与标的指数之间的跟踪误差处于一个较小的范围内，投资遵从纪律性，不会受到基金经理主观判断的影响。而且，对投资者来说，可以根据标的指数对指数基金的全部持仓有一个大致的掌握，在盘中还可以根据相应指数的涨跌幅来估计基金的实时净值，从而做出更加准确的投资决策。

其次，在指数基金标的指数的编制过程中，成分股均会设置权重上限，因此其投资较为分散，有利于降低偶发的黑天鹅事件对整个基金收益的影响。

最后，指数型产品风格鲜明。即使其成立时间较短，其标的指数一般也有较长时间的历史业绩，可以利用各类模型去分析其风格。指数基金具备很强的风格稳定性，并且也不易受到基金经理离职的影响。指数型基金的研究成本相比主动型基金也更低。

此外，ETF 作为一种交易型指数基金，不仅具备指数基金的优势，在投资效率和投资策略上更胜一筹。ETF 既可以在一级市场申购赎回，也可以在二级市场买卖，由于海外市场通常存在 T+0 日内回转交易，因此 ETF 的资金灵活度非常高。此外，投资者还可以借助 ETF 进行套利和衍生品交易，丰富了交易策略。

- 指数基金费率更加低廉

美国指数基金的综合费率非常低。根据 ICI 的统计，截止至 2017 年底，美国指数共同基金的资产加权平均费率仅为 0.09%，远低于股票型、混合型和债券型基金，甚至还低于货币市场基金的费率。

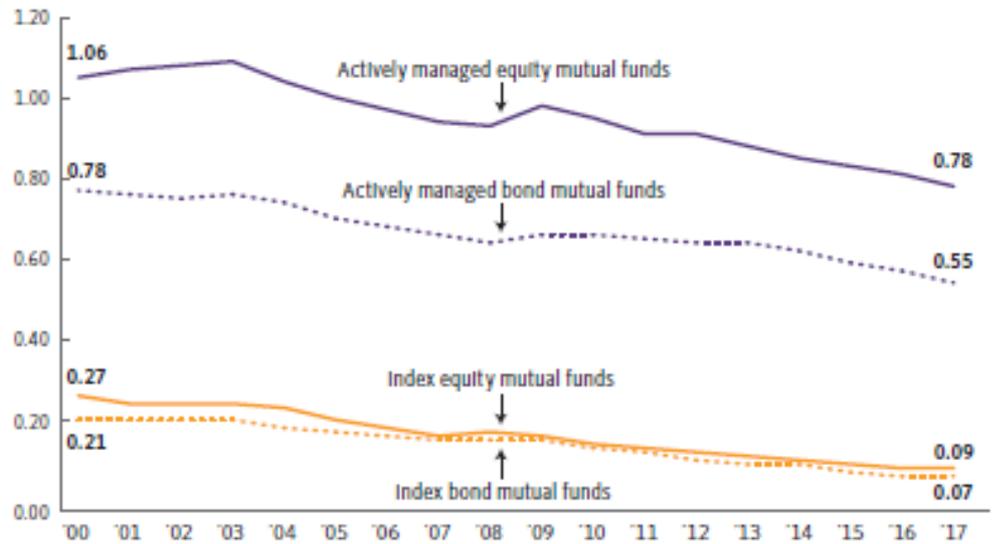
表 3 美国各类共同基金的资产加权费率（%，截止至 2017 年底）

基金类型	10%分位点	中位数	90%分位点	资产加权均值
<b>股票型基金</b>	<b>0.66</b>	<b>1.18</b>	<b>2.00</b>	<b>0.59</b>
成长型	0.70	1.14	1.95	0.73
价值型	0.68	1.10	1.89	0.70
行业型	0.76	1.33	2.13	0.76
海外型	0.80	1.28	2.10	0.73
融合型	0.40	1.00	1.80	0.36
<b>混合型基金</b>	<b>0.65</b>	<b>1.15</b>	<b>1.98</b>	<b>0.70</b>
<b>债券型基金</b>	<b>0.45</b>	<b>0.81</b>	<b>1.61</b>	<b>0.48</b>
<b>货币市场基金</b>	<b>0.17</b>	<b>0.40</b>	<b>0.66</b>	<b>0.25</b>
<b>指数型基金</b>	<b>0.06</b>	<b>0.33</b>	<b>1.53</b>	<b>0.09</b>

资料来源：ICI，海通证券研究所

从近年来费率的变化情况来看，指数基金的平均费率从 2000 年的 0.27% 不断下降到目前的 0.09%，整体下降了三分之二。此外，指数 ETF 的平均费率相比指数共同基金稍高，资产加权的平均费率为 0.21%，但也明显低于主动股票型的费率。

图15 美国各类共同基金的费率变化情况 (2000-2017, %)



资料来源: ICI, 海通证券研究所

与主动管理型基金相比, 指数型基金的投资目标是为了被动跟踪指数, 不需要获得超越指数的收益, 因此其研究成本和投资难度相对主动管理型基金更低, 这也是指数基金费率比主动管理型基金低得多的根本原因。此外, 由于指数基金的持仓调整并不频繁, 因此基金经理可以将一部分持有的股票借出, 并用所得的利息收益进一步弥补管理费。

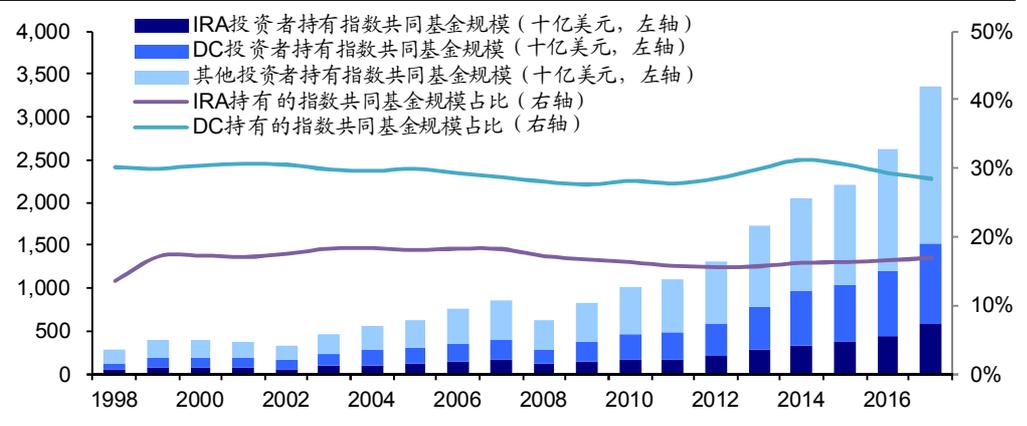
### 3.3 人和——401K 引入长期资金, 投顾主导产品销售

- 养老金加大指数基金配置比例

长期资金对于费率的敏感程度较高, 且更追逐基金的长期业绩表现。从上文分析不难发现, 在美国市场上被动产品长期业绩优异, 且费率较为低廉, 对于长期资金而言更具吸引力。根据 ICI 披露的数据, 近 20 年来美国养老金计划在指数基金上的配置比例持续上升。

以指数共同基金为例, 最近 20 年以来, 美国养老金中的 IRA 和 DC 计划在其规模中的占比一直比较稳定, 两者合计占比约在 44% 到 48% 左右, 也意味着指数共同基金中约有一半的规模是由各类养老金计划贡献的。

图16 美国指数共同基金中各类投资者的持有规模和占比情况 (1998-2017)

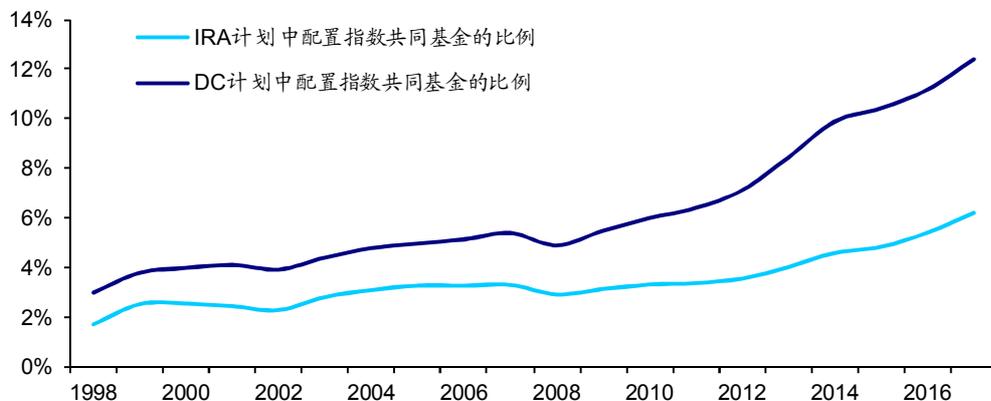


资料来源: ICI, 海通证券研究所

此外, 从养老金的投向来看, 20 年前美国的 IRA 计划和 DC 计划配置在指数共同基

金上的比例分别为 1.67%和 2.96%，而截止到 2017 年底，两者的配置比例已经达到 6.17%和 12.42%，整体来看配置比例处在持续而稳定的上升趋势中，说明养老金计划对于指数共同基金的依赖性也在增加。

图17 美国 IRA 和 DC 养老金计划中配置在指数共同基金上的比例（1998-2017）

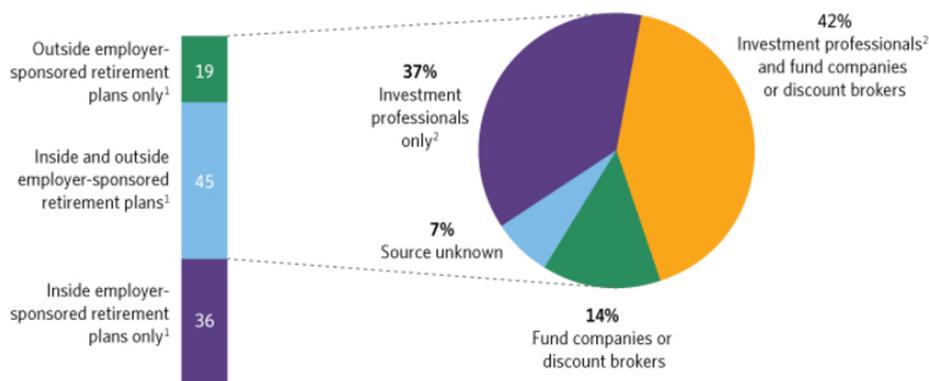


资料来源：ICI，海通证券研究所

#### ● 投顾推动指数产品规模发展

除了长期资金，合理的销售模式同样成就了美国的工具化产品。在美国，投资者除了通过 DC、IRA 等雇主退休计划投资基金以外，通常都会聘请比如经纪人、投资顾问或者理财规划师等专业投资中介机构指导基金投资。根据 ICI 的统计，目前除了退休计划外拥有共同基金的家庭中有 79%都是通过中介机构的建议进行配置的。

图18 专业投资中介机构经常引导退休计划以外的共同基金投资（2017）



资料来源：ICI，海通证券研究所

投顾机构为共同基金投资者提供专业的投顾服务，例如与投资者定期交流、制定投资目标、分析现有持仓组合、设定资产配置计划并推荐基金产品等。投顾机构本身不通过销售基金来收取费用，而通过服务来获取费用。传统模式中，销售方通过基金申购费的方式来间接获取收入，从而使得销售机构倾向于给投资者推荐费率较高的产品，由于指数基金的申购费和管理费一般较低，很少会推荐这类产品。而在投顾模式下，由于投顾按照资产规模的一定比例进行收费，其收益更多取决于推荐产品的收益好坏，从而使得投顾与投资者为利益一致方，使得低费率且高收益的指数基金就具备了被大量营销的土壤。

## 4. 总结

本文从基金市场最为发达的美国着眼，观察到美国市场呈现工具化发展趋势。其被

动产品占比的快速扩张有着天时地利人和的多重因素，其中养老金的长期资金属性以及机构化（投顾）的引导趋势是其中很重要的触发因素。

站在当前节点，国内同样站在了养老资金等长期资金入市的十字路口，养老目标基金的推出、机构占比的持续提升，或同样使得未来国内的公募产品开始呈现工具属性发展的特征。当然，作为新兴市场，我们在市场有效性的方面仍与美国有所差异，因而被动产品的崛起或尚需时日，但“以史为镜可以知兴废”，发达市场的今天或正是我们发展的明天，且从机构等行为不难发现，风格稳定的主动产品正逐步受到青睐，因而我们觉得工具属性产品的发展环境正日趋成熟。

## 5. 风险提示

本报告基于基金历史数据进行的客观分析点评，不构成任何投资建议。

## 信息披露 分析师声明

高道德	金融工程与产品研究
倪韵婷	金融产品研究团队
宋家骥	金融产品研究团队

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。

## 海通证券研究所金融产品研究中心声明

海通证券研究所金融产品研究中心（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范围包括证券投资咨询业务。