



中信证券
CITIC SECURITIES

中信证券第十届金融创新服务论坛

ETF：全球资产配置利器

中信证券研究部 金融工程及衍生品组

张依文 赵文荣 王兆宇 李祖苑

2017年9月

目录

- 一. 全球视野下的ETF市场格局
- 二. 从被动投资到Smart Beta
- 三. ETF工具与全球资产配置

一、全球视野下的ETF市场格局

1. 全球ETF市场发展经历黄金十年
2. ETF提供完备的大类资产配置工具，股票仍是主流
3. 美国是ETF市场龙头，全球范围实现多地域布局
4. 成熟市场ETF管理人规模高度集中
5. ETF同时也是中国市场指数工具的主力军

1. 全球ETF市场发展经历黄金十年

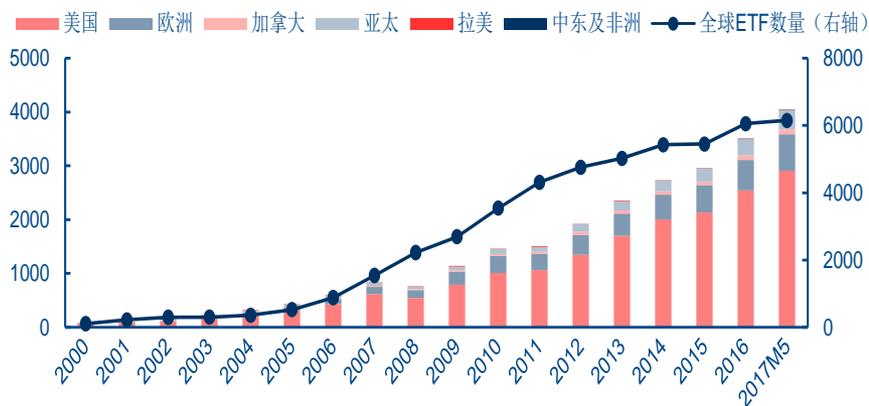
■ 全球ETF市场发展经历黄金十年，近十年ETF规模复合增速高达18%

- 2007年全球共有1541只ETF，规模合计8510亿美元，到2017年5月30日，全球市场范围内共有6148只ETF基金，规模合计4.04万亿美元，年复合增速18%

■ ETF在共同基金中规模占比逐年提升，成为最重要的指数化投资品种

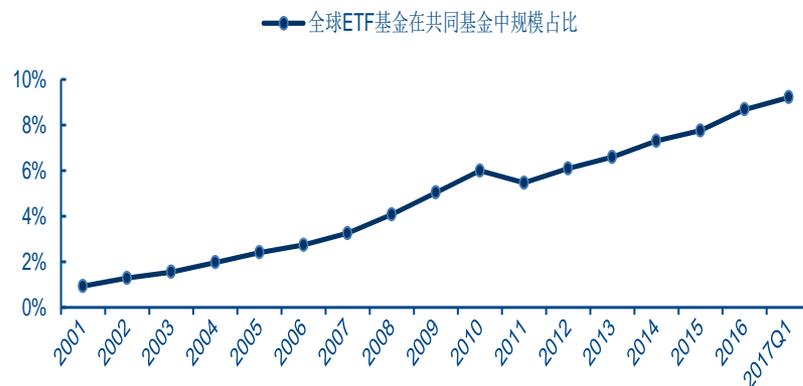
- 2001年底，全球ETF在所有共同基金产品中的规模占比不到1%，到2017年一季度末，ETF占比大幅上升至9.22%

ETF基金在全球范围内发展迅猛 (规模单位：十亿美元)



资料来源：BlackRock，中信证券研究部

ETF基金在共同基金中规模占比逐年提升

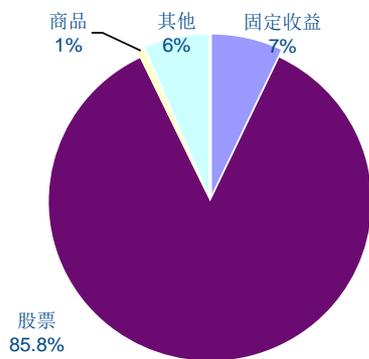


资料来源：BlackRock，中信证券研究部

2. ETF提供完备的大类资产配置工具，股票仍是主流

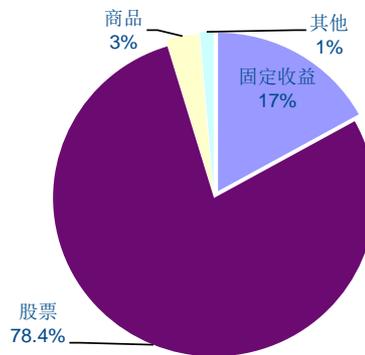
- **ETF产品创新加快，固定收益、商品资产等资产维度标的的完备使得ETF成为大类资产配置的理想工具**
 - 2002年发行首只固定收益ETF，2004年商品ETF上市交易
 - 2017年，随着ETF产品的不断创新，股票ETF占比下降至78.4%，固定收益ETF占比上升10%至17%，商品ETF占比上升至3%

全球大类资产ETF规模分布（2007.12）



资料来源：BlackRock，中信证券研究部

全球大类资产ETF规模分布（2017.5）



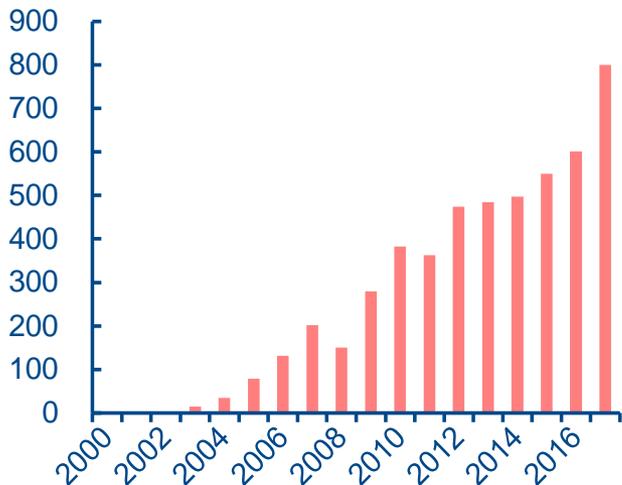
资料来源：BlackRock，中信证券研究部

3. 美国是ETF市场龙头，全球范围实现多地域布局

■ 国别资产配置升温，指数化运作降低海外投资市场波动风险

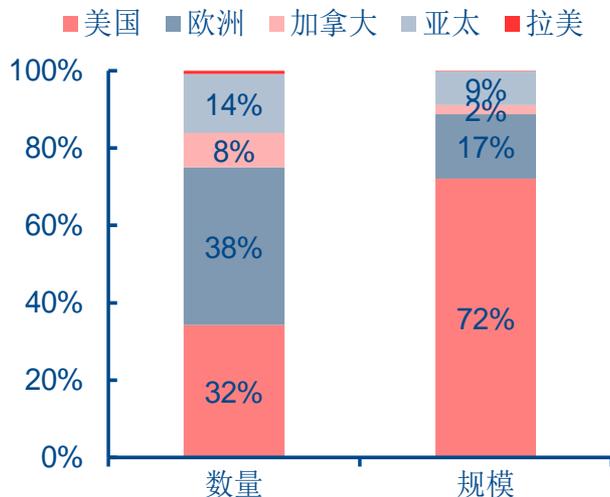
- ▶ 相比于直接买卖海外市场个券产品，跟踪海外市场主要资产并采取指数化运作的ETF在降低波动风险、提高组合透明度方面优势显著
- ▶ 2017年7月末，共有882只ETF追踪除美国以外70个国家和地区的股票、债券和商品市场，总规模接近8000亿美元

美国上市跟踪海外市场的ETF规模变动
(单位: 亿美元)



资料来源: BlackRock, 中信证券研究部

全球不同市场ETF基金的规模和数量分布
(2017.5)



资料来源: BlackRock, 中信证券研究部

4. 成熟市场ETF管理人规模高度集中

美国市场ETF管理人规模排名

管理人	ETF数量	ETF管理规模 (\$bn)	市场占比	2017年以来	
				ETF规模变化 (\$bn)	占比变化
BlackRock	343	1215.64	40.2%	231.88	1.3%
Vanguard	70	735.06	24.3%	123.30	0.1%
State Street Global Advisors	131	549.08	18.2%	42.74	-1.9%
Invesco PowerShares	153	128.99	4.3%	18.26	-0.1%
Charles Schwab	21	82.53	2.7%	22.75	0.4%
First Trust	124	50.20	1.7%	9.19	0.0%
WisdomTree	90	43.87	1.5%	4.02	-0.1%
Guggenheim	77	36.74	1.2%	4.45	-0.1%
VanEck	59	30.87	1.0%	1.19	-0.2%
ProShares	145	28.06	0.9%	1.77	-0.1%
其他67家	773	148.32	4.9%	39.06	0.6%
合计	1841	3021.30	100.0%	496.85	-

前10大ETF管理人拥有全市场96%的ETF规模

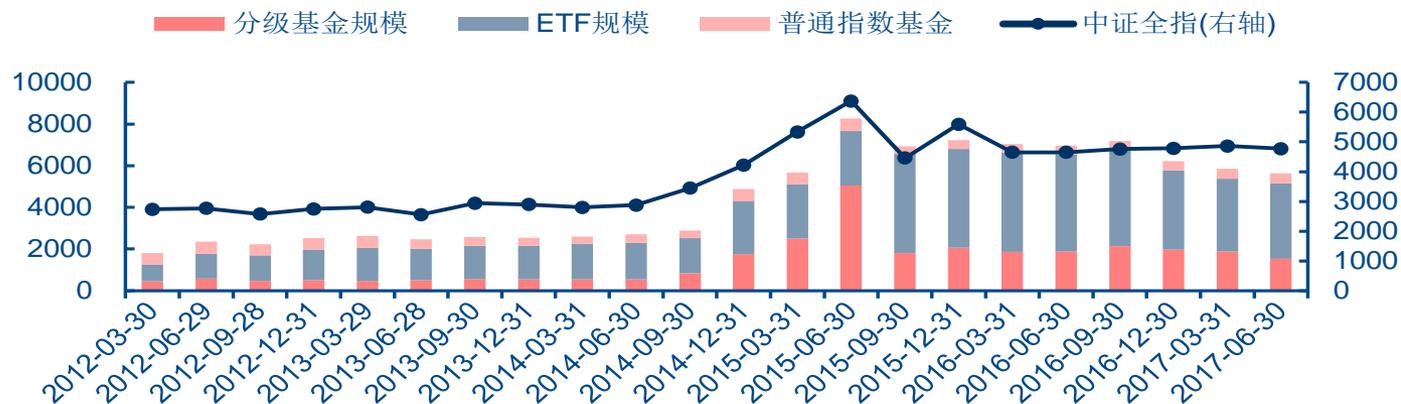
管理人规模排名	ETF数量	数量占比	ETF规模 (\$bn)	规模占比
前3名	544	30%	2499.78	83%
前5名	718	39%	2711.30	90%
前10名	1213	66%	2901.04	96%

资料来源：ETF.com，中信证券量化投资分析系统 注：数据截至2017年7月末

5. ETF同时也是中国市场指数工具的主力军

- ETF在所有指数基金产品中规模占比最大，为47.9%。截至2017年6月30日，154只已上市ETF净资产3620.77亿元，在公募基金中占比5.4%

不同运作类型指数基金季度规模统计（单位：亿元）



运作类型	数量	规模（亿元）	占比	规模变化（亿元）	变化比例	份额（亿份）	份额变化（亿份）	变化比例
普通指数及LOF指数基金	150	484.88	12.79%	42.17	9.52%	471.49	15.20	3.33%
股票指数型分级基金	130	1489.37	39.30%	-432.69	-22.51%	1683.17	-561.45	-25.01%
其中：分级母基金	-	691.52	18.25%	-34.33	-4.73%	746.61	-74.13	-9.03%
分级A	-	479.65	12.66%	-247.26	-34.02%	467.94	-243.58	-34.23%
分级B	-	318.21	8.40%	-151.10	-32.20%	468.62	-243.75	-34.22%
股票型ETF	108	1815.64	47.91%	116.00	6.82%	745.99	-5.69	-0.76%
其中：行业ETF	35	121.73	3.21%	19.65	19.25%	71.46	11.66	19.50%
主题ETF	21	195.36	5.15%	0.78	0.40%	182.30	-11.68	-6.02%
合计	388	3789.90	100%	-274.53	-6.75%	1964.09	-551.94	-15.99%

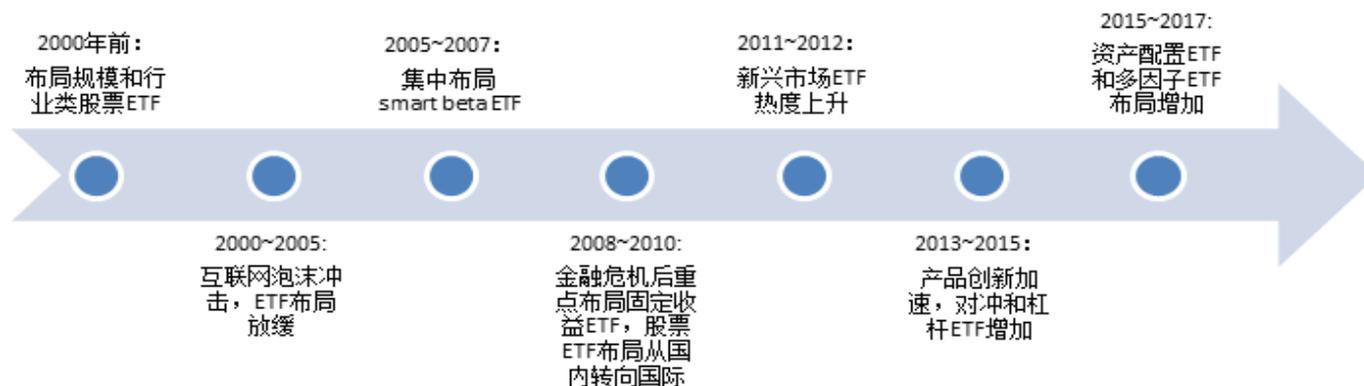
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

二、从被动投资到smart beta

1. 多因子ETF是全球ETF市场发展趋势
2. Smart beta 产品海外发展迅猛，美国独占鳌头
3. Smart beta: 投资者的第三种选择
4. Smart beta策略：一个目标，两种途径
5. Smart beta魅力：低成本的主动量化策略
6. 不同因子，时点很重要

1. 多因子ETF是全球ETF市场发展趋势

- 2017年以来，美国市场共有125只ETF上市交易，smart beta ETF占据66只，其中有22只多因子ETF，是上半年积极布局的主要品种



2017年以来美国上市ETF概况（规模单位：百万美元）

ETF分类	数量	规模 (\$mm)	Smart beta ETF数量	Smart beta ETF规模 (\$mm)
股票ETF	72	1715.27	45	718.39
规模/风格ETF	60	1574.14	42	701.38
行业ETF	10	126.93	2	5.47
主题ETF	2	14.19	1	11.53
固定收益ETF	24	2234.34	11	320.90
商品ETF	11	156.32	6	126.35
另类ETF	2	79.75	2	79.75
资产配置ETF	16	195.16	2	13.72
总计	125	4380.85	66	1259.11

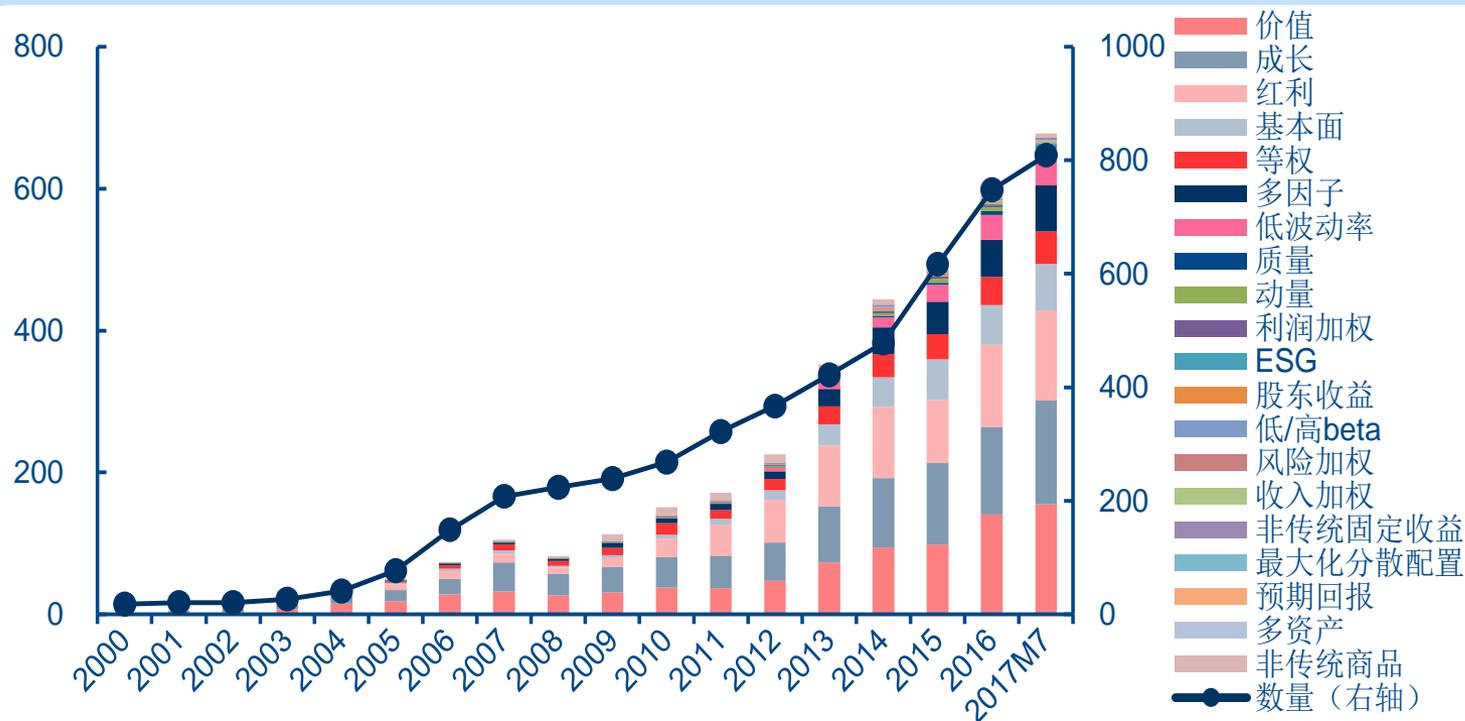
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

2. Smart beta 产品海外发展迅猛，美国独占鳌头

■ Smart beta 产品在全球范围内发展迅速，美国市场独占鳌头

- ▶ 截至2017年7月，美国市场共有809只smart beta产品，总规模合计6679亿美元，在共同基金中规模占比22.4%，数量占比44%

美国市场Smart beta产品发展迅速

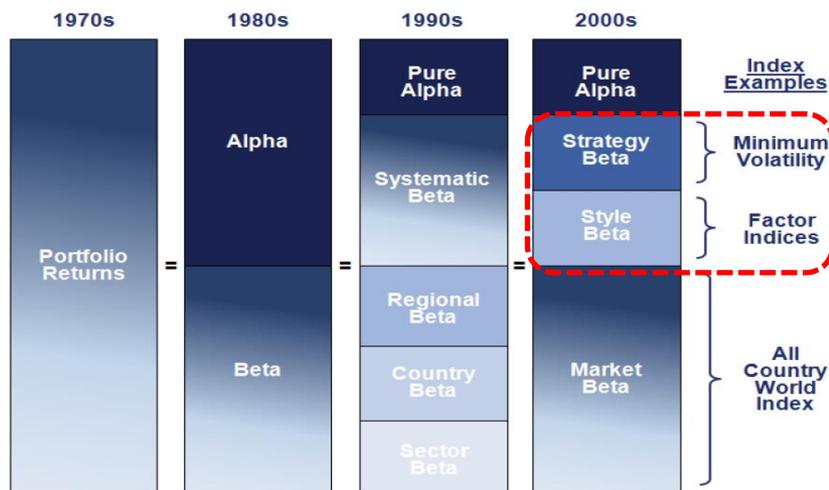


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

3. Smart beta: 投资者的第三种选择

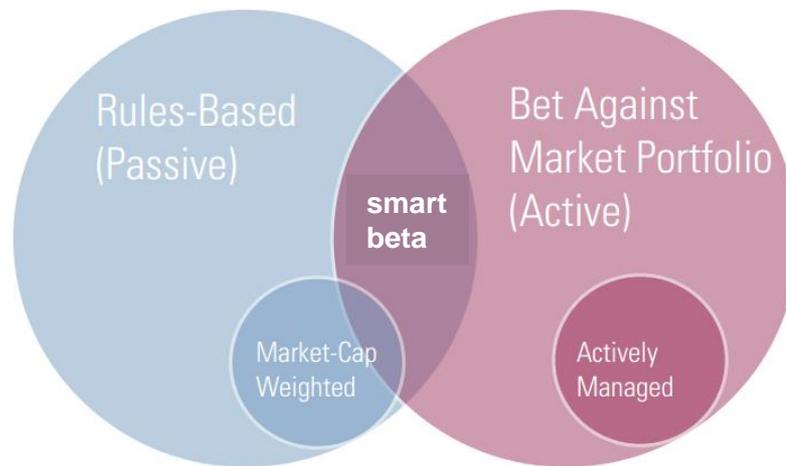
- 随着资产定价理论的发展，投资者对组合收益的认识由浅入深
 - 现代投资组合收益分为三部分：市场beta，smart beta 和alpha
- **smart beta**介于主动投资和被动投资之间，其核心是基于一定量化规则选股，并采用指数化管理方法，获得超越基准的收益或控制组合风险
 - beta是基准，smart来源于选股方法

投资者对组合收益认识过程



资料来源：MSCI, 中信证券研究部

主动投资、被动投资与smart beta的关系



资料来源：Morningstar

4. Smart beta策略：一个目标，两种途径

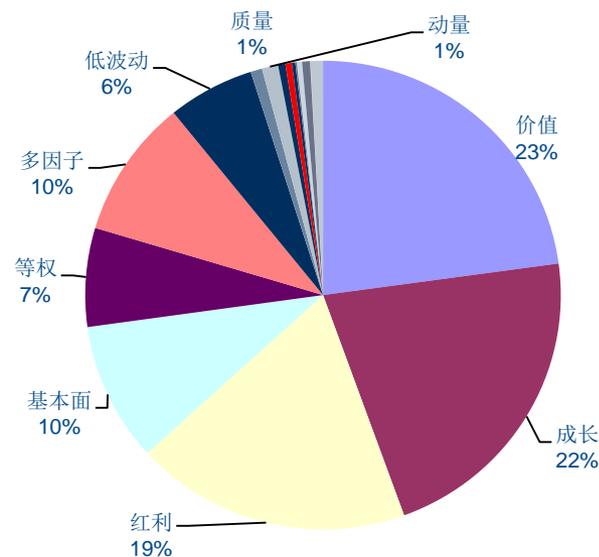
- **Smart beta策略设计的目标是在基准指数的基础上，提高风险调整后收益**
 - 两个途径：提高主动收益、降低组合风险
 - 据此，Morningstar把smart beta策略分为收益导向、风险导向和其他三类

Smart beta策略分类

收益导向	风险导向	其他
规模	低/最小波动率/方差	等权
价值	低/高beta	非传统商品
成长	风险加权	非传统固定收益
动量	风险平价	多资产
质量	最大化分散组合	ESG (环境、社会、政府)
红利	去相关性	
基本面加权		
利润加权		
收入加权		
预期回报		
多因子		

资料来源：Morningstar, 中信证券研究部

美国市场主流smart beta ETF规模分布

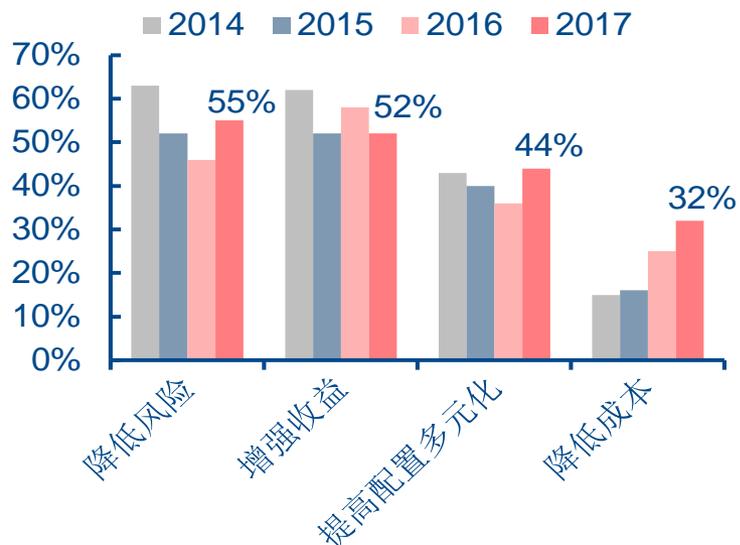


资料来源：Bloomberg, 中信证券研究部

5. Smart beta魅力：低成本主动量化策略

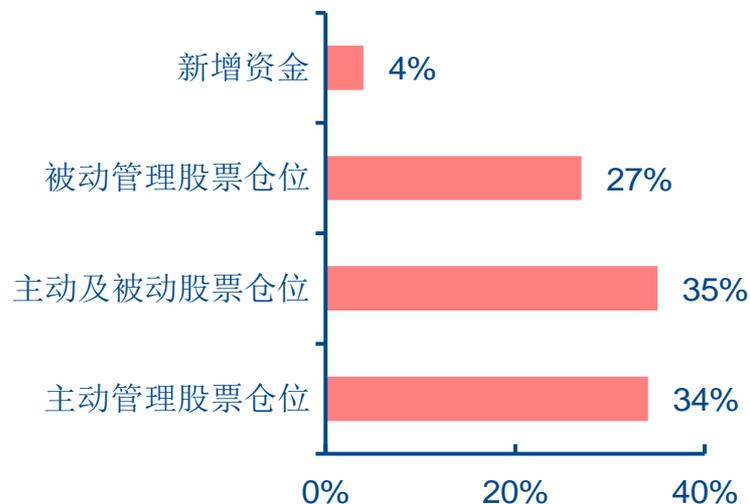
- 近年来，降低风险、增强收益和提高配置多元化成为海外机构使用 smart beta 的主要目的，而降低成本也成为日益重要的目的之一
- 70%以上机构的 smart beta 产品配置资金来自于主动管理仓位，这也从另一面体现出 smart beta 产品是主动投资的被动化产品

全球机构投资者 smart beta 策略的使用目的



资料来源：FTSE Russell，中信证券研究部

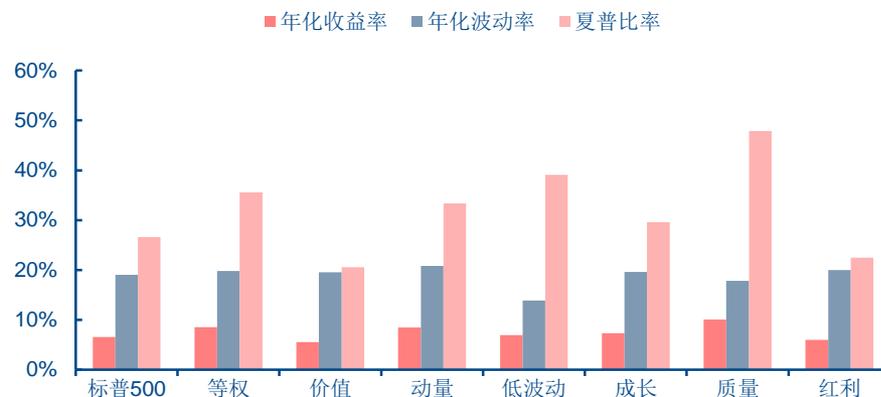
2017年机构使用 smart beta 产品资金来源



资料来源：FTSE Russell，中信证券研究部

6. 不同因子，时点很重要

- smart beta策略业绩表现良好
- 不同时点，选择合适的smart beta策略很重要



美国市场smart beta策略表现



三、ETF工具与全球资产配置

1. **ETF兼顾共同基金与标的资产的配置特点**
2. **ETF费率优势显著**
3. **ETF具有灵活的申赎和交易机制**
4. **从资产、市场到策略的多维立体化ETF产品体系**
5. **长期来看，全球配置主动基金难以战胜指数**

1. ETF兼顾共同基金与标的资产的配置特点

共同基金

专业基金管理人
 多样化配置元素

ETF

低费率
 多样化配置元素
 交易便利
 组合透明度高

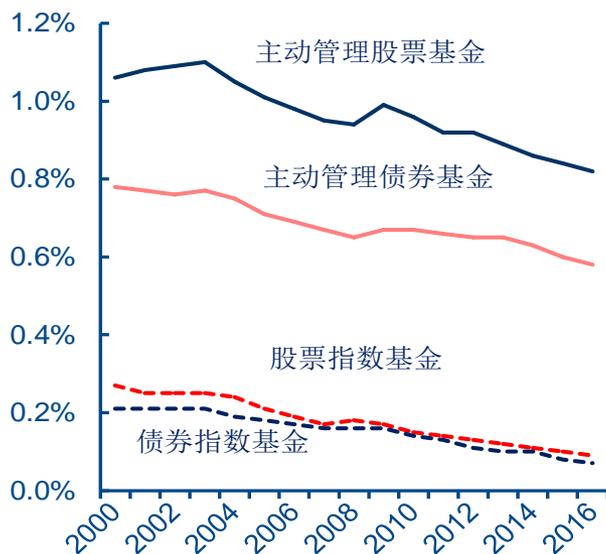
标的资产

单一风险暴露
 组合透明度高
 交易便利

2. ETF费率优势显著

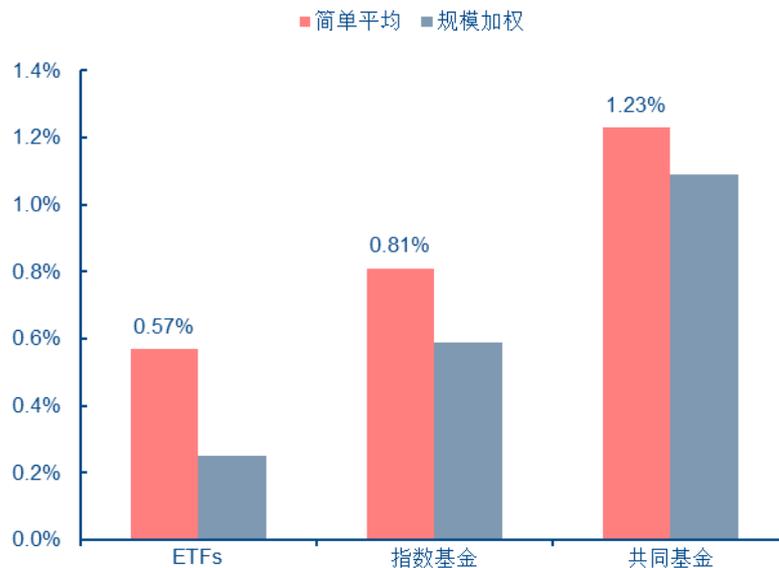
- **低费率趋势：**技术进步提高管理效率、流动性上升降低交易成本、规模效应等带来费率整体下降，规模加权费率更低说明资金偏好低成本产品
- **ETF费率优势显著：**2016年全球共同基金平均费率123BP，指数基金费率81BP，ETF平均费率57BP

美国市场不同类型基金费率对比



资料来源：ICI factbook 2017中信证券研究部

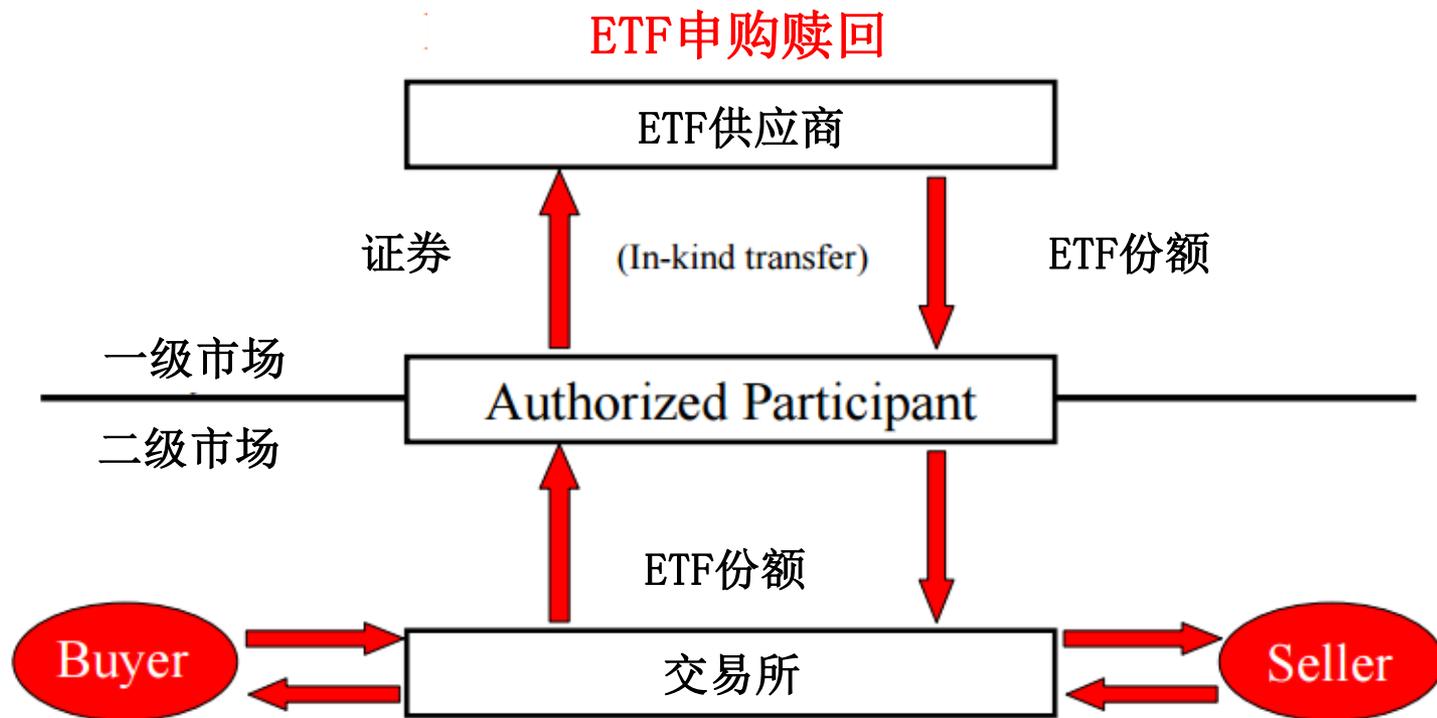
2016年末全球不同类型产品费率对比



资料来源：Morningstar，中信证券研究部

3. ETF具有灵活的申赎和交易机制

海外ETF产品一级市场申赎与二级市场交易机制

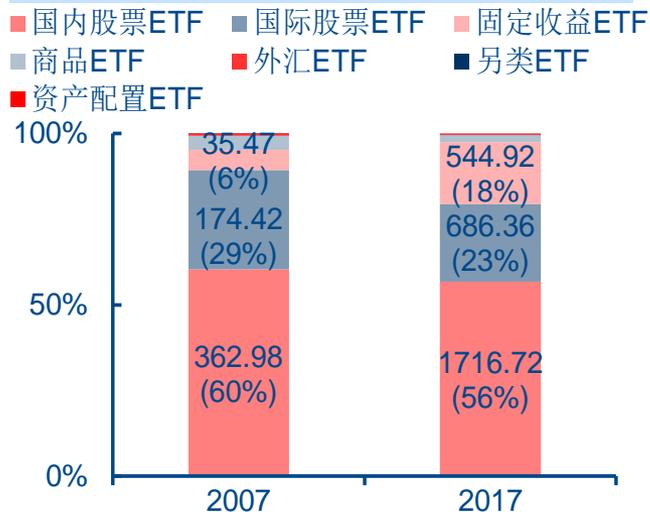


资料来源：Morningstar

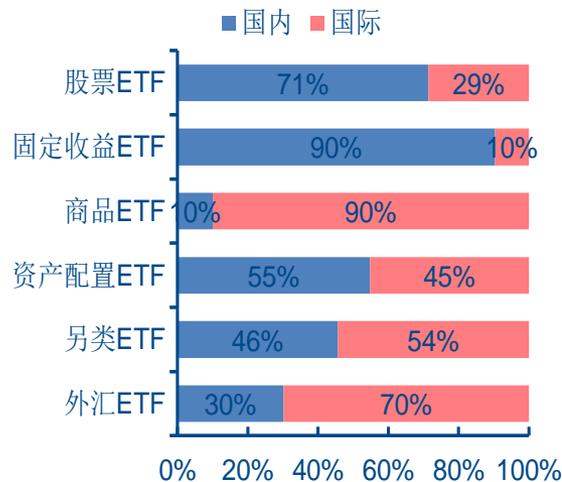
4. 从资产、市场到策略的多维立体化ETF产品体系

- 大类资产布局：股票ETF仍是主流，数量和规模占比均在70%；
- 海外ETF产品受青睐，地域分布更趋多元，不同资产类别布局分化
- 策略ETF：从被动指数跟踪到主动策略配置

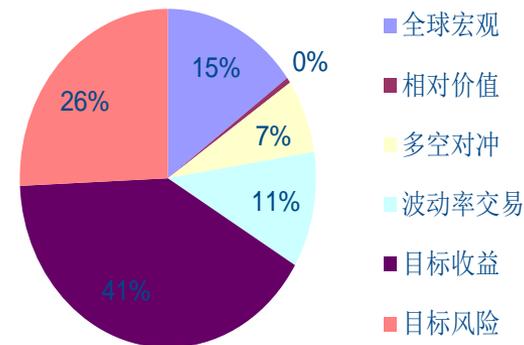
2007年至2017年美国市场ETF规模
(单位：十亿美元)



美国跨境ETF产品分布



美国策略ETF布局



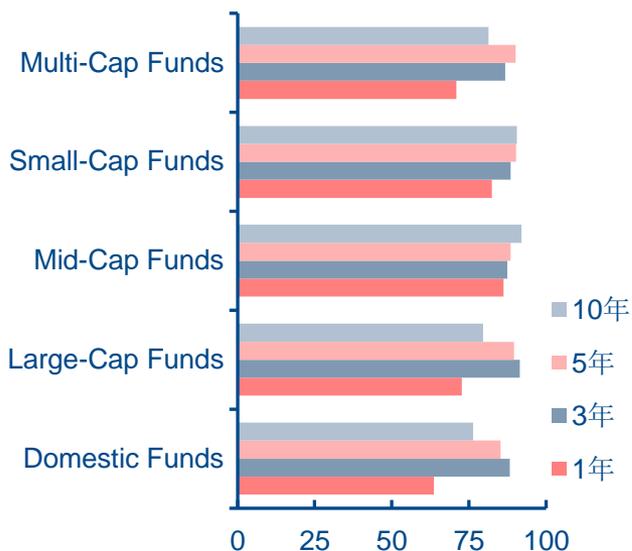
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：数据截至2017年7月

5. 长期来看，全球配置主动基金难以战胜指数

■ 长期业绩优势：长期来看，主动管理基金跑赢指数难度很大

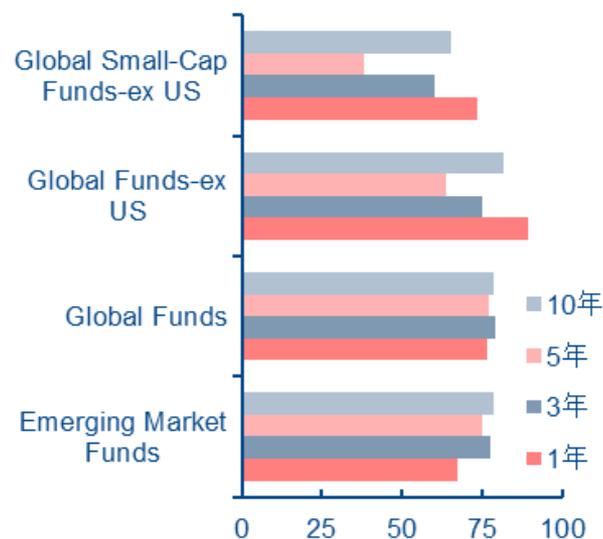
- 考察时间越长，跑赢难度越大。美国市场主动基金在过去1年、3年、5年的收益率跑输指数基金的比例分别为64%、70%和66%
- 全球配置的主动基金同样难以跑赢指数

2016年末美国主动基金跑输指数的比例



资料来源：标普指数公司，中信证券研究部

2016年末全球配置主动基金跑输指数的比例



资料来源：标普指数公司，中信证券研究部

致謝

中信证券研究部 金融工程及衍生品组

赵文荣

电话: 010-60836759
邮件: zhaowenrong@citics.com
执业证书编号: S1010512070002

李祖苑

电话: 010-60836700
邮件: lizuyuan@citics.com
执业证书编号: S1010514070002

王兆宇

电话: 021-20262110
邮件: wangzhaoyu@citics.com
执业证书编号: S1010514080008

张依文

电话: 021-20262149
邮件: yiwenzhang@citics.com
执业证书编号: S1010517080004

免责声明

证券研究报告 2017年9月20日

分析师声明

主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与本报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CL Securities Taiwan Co., Ltd的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士分发本研究报告将不被视为对本报告中所讨论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2017版权所有。保留一切权利。