

群雄逐鹿：“透明”主动 ETF 新篇章

上海华证指数信息服务有限公司

李想

红钰琳（实习生）

2020 年 09 月

目 录

一、主动 ETF 年内发行数量首度超越被动 ETF.....	5
二、美国市场：“半透明”主动 ETF 产品陆续发行，模式各有特色.....	8
(1) Precidian 的 ActiveShares 模式.....	8
(2) Fidelity 模式.....	10
(3) Blue Tractor 的 Shielded Alpha 模式.....	10
(4) NYSE 的 Periodically Disclosed 模式.....	11
(5) T. Rowe Price 模式.....	12
(6) Eaton Vance 的 Clearhedge Method.....	14
(7) Invesco 的 AMSB.....	15
三、香港市场：首只权益主动 ETF 正式上市.....	16
四、A 股市场：在审指数增强 ETF 仅余 2 只.....	19
五、结论.....	21

摘 要

- 主动 ETF 快速发展，年内主动 ETF 发行数量近 20 年来首度超越被动 ETF
- 随着 4 月份 SEC 获批的首批“半透明”主动 ETF 的发行，主动 ETF 发展加速，多种“半透明”结构的主动 ETF 陆续推出
- 美国市场上，“半透明”主动 ETF 结构主要可分为两种：在 ETF 和 AP 中间设置中介代表的结构以及披露和真实持仓部分重叠的代理投资组合的结构。待批的两个结构也采用代理投资组合的方式，以解决主动 ETF 的透明度问题
- 香港市场已经推出两只主动 ETF，其中一只权益型主动 ETF 为亚洲首只该类型基金，其独特的浮动费率结构为主动 ETF 的发展提供了更多可能
- A 股市场上，由于交易机制的差异，境外主动 ETF 的成功经验还难以复制，需要在监管、交易机制和代理组合生成技术等多方面进行改革

在此前的报告《海外主动 ETF 发展经验及国内借鉴》中，我们对主动 ETF 的定义、区别于传统 ETF 的特点、产品发展情况、主动 ETF 发展的阻碍和可能的解决办法进行了介绍，在此之后的一年多的时间里，境外主动 ETF 取得了里程碑式的进展，多种模式的推出、产品的持续发行极大的推动了主动 ETF 的发展进程，这篇文章我们基于上一篇报告的基础上将后续相关内容进行梳理对比分析，以对主动 ETF 的发展进行进一步的追踪研究。

区别于传统 ETF，主动管理型 ETF 并不是跟踪单一的指数，而是通过主动管理的方式来构建股票、债券和其他资产的投资组合来达到既定的投资目标。主动 ETF 是结合了 ETF 产品形式优势和主动投资管理优势的产品，其具备高效率、高流动性，低成本、交易灵活、策略多样等特点。

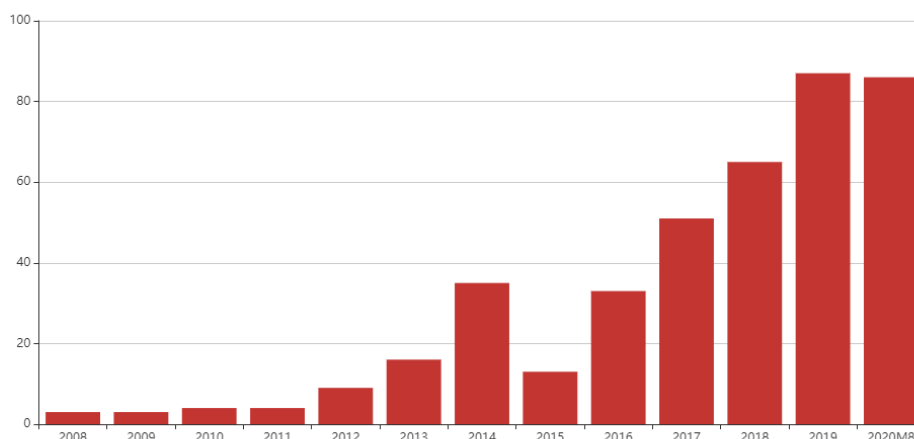
为了使 ETF 股票的市场价格接近其资产净值，ETF 需要每天公布其持仓情况以保证基金的正常运作，而这个规则并不利于主动 ETF 管理人投资策略的保密，并且会侵蚀基金的 Alpha，带来类似“front-running”、“搭便车”等问题。因此主动 ETF 虽然市场需求大，但是在发展上存在不小的阻力，市场上的各类机构也不断提出不同的解决方案来推动“非透明”主动 ETF 的发展。终于在 2019 年，首个“半透明”主动 ETF 结果获批，并且基于该模式的产品 2020 年正式发行，自此主动 ETF 迎来发展新篇章。

一、主动 ETF 年内发行数量首度超越被动 ETF

2008 年，全美首批主动 ETF 于 NYSE Arca 上市。结合了主动管理优势和 ETF 产品特点的主动 ETF，一经推出就受到了广泛的关注，然而在实践中，ETF “高透明度” 要求下的持仓披露、净值偏离问题以及更高的费用成本成为主动 ETF 发展的阻碍。为了应对这些问题，市场上各机构从资产敏感度本身、运作模式等多方面提出了解决办法，不同类型的主动 ETF 产品陆续推出。

图一 主动 ETF 年度发行数量

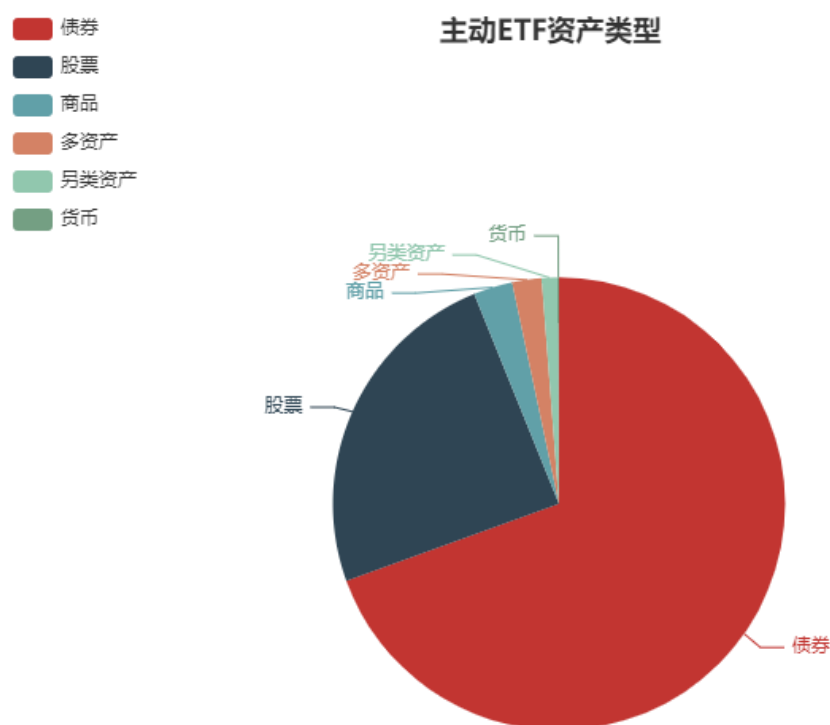
主动ETF年度发行数量



* 资料来源：ETF.com，华证指数

截至 2020 年 8 月末，美国市场上共有 76 家发行商推出了 409 只主动 ETF 产品，合计规模 1267.41 亿美元，在 ETF 全市场规模中占比 2.5%。当前产品的分布上集中度较高，表现为产品类型以债券型主动 ETF 为主，占比 69.25%，股票型次之占比 24.33%；前五大发行商的产品规模占比超过 65%，分别为 First Trust(17.16%)、Allianz(14.99%)、JPMorgan Chase (12.57%)、ARK (11.66%) 和 BlackRock (8.72%)。

图二 各类型主动 ETF 规模占比



* 资料来源：ETF.com，华证指数

表一 主动 ETF 前十名

基金名称	发行商	规模 (亿美元)	基金费率	资产类别
JPMorgan Ultra-Short Income ETF	JPMorgan Chase	139.4	0.18%	Fixed Income
PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF	Allianz	138.8	0.36%	Fixed Income
ARK Innovation ETF	ARK	88.3	0.75%	Equity
First Trust Low Duration Opportunities ETF	First Trust	59	0.67%	Fixed Income
iShares Short Maturity Bond ETF	Blackrock	54.7	0.25%	Fixed Income
First Trust Enhanced Short Maturity ETF	First Trust	51.5	0.40%	Fixed Income
iShares Ultra Short-Term Bond ETF	Blackrock	43.9	0.08%	Fixed Income
First Trust TCW Opportunistic Fixed Income ETF	First Trust	36.7	0.55%	Fixed Income
PIMCO Active Bond ETF	Allianz	36.4	0.73%	Fixed Income
SPDR DoubleLine Total Return Tactical ETF	State Street Global Advisors	32.3	0.55%	Fixed Income

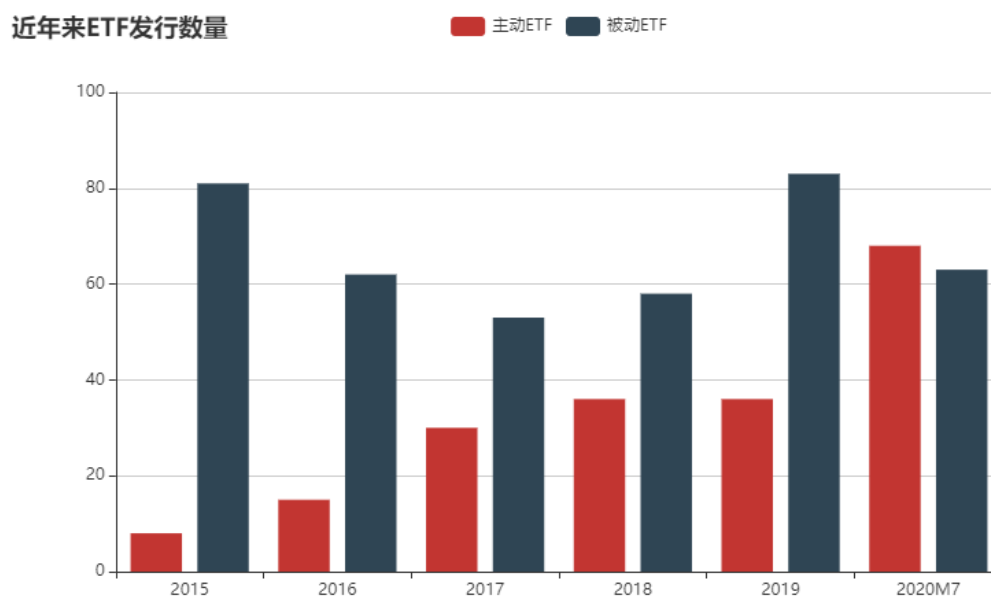
* 资料来源：ETF.com，华证指数

随着 2019 年 Precidian 的不透明主动 ETF 模式：ActiveShares 被 SEC 批准，主动 ETF 持仓问题真正意义上得以解决，主动 ETF 产品发行进程加快，并于 2020 年达成了两个里程碑式的成就：

(1) 主动 ETF 年内发行数量首超传统被动 ETF

据 Bloomberg 的报道，截止 2020 年 7 月 17 日，2020 年发行的主动管理型 ETF 一共有 68 只，而被动型 ETF 只发行了 63 只。这是近 20 年来主动 ETF 发行数首次超过被动型 ETF。业绩表现和 ETF 产品本身优势成为投资者关注的重点。

图三 近年来 ETF 发行数量情况



* 资料来源：ETF.com，华证指数

(2) 基于 ActiveShares 模型的主动 ETF 正式推出

2020 年 4 月 2 日，获得 SEC 批准的季度披露持仓而非日度向公众披露持仓的主动 ETF 正式推出，两只 ETF 为 American Century

Investments 旗下的 The American Century Focused Dynamic Growth ETF (FDG) 和 The American Century Focused Large Cap Value ETF (FLV)。在这之后，多只不同类型的“半透明”主动 ETF 产品模式陆续推出。此类产品的批量推出，将极大的冲击目前以债券主动 ETF 为主的格局，股票型主动 ETF 的占比将快速增加，并且主动 ETF 也能够真正意义上满足管理人的策略保密和投资者的多元投资需求。

二、美国市场：“半透明”主动 ETF 产品陆续发行，模式各有特色

自 2020 年 4 月份首批使用 ActiveShares 运作的向公众披露持仓的主动 ETF 获批以来，主动管理的 ETF 发行速度加快，多家基金管理人发行或者将原有被动 ETF 转化为主动 ETF。

目前运作的主动 ETF 主要在向公众披露持仓这一环节进行了一定的优化处理，以保护基金管理人的投资策略不被公开，并且产品仍然保持高流动性、强交易型等特点进行正常运作。

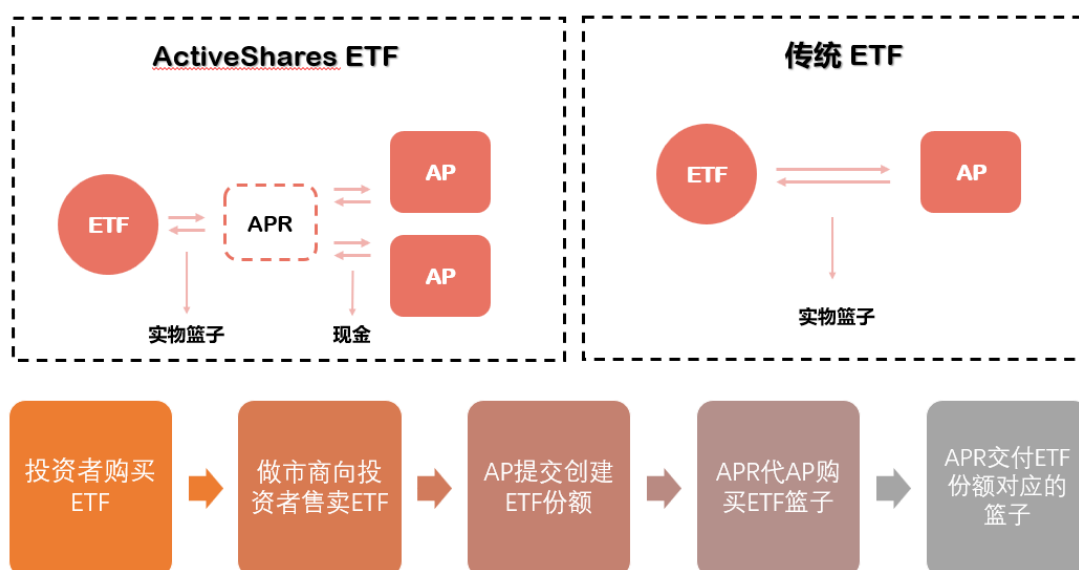
目前，SEC 批准的“半透明”主动 ETF 的模式有如下五种：

(1) Precidian 的 ActiveShares 模式

ActiveShares 模式的核心是设置了 AP 代理 (Authorized Participant Representatives, 又称 APRs) 这一角色。APRs 作为 ETF 和 AP 之间的中介，AP 仅向 APRs 披露日度的持仓情况，并且 APRs 负有保密义务，由 APRs 作为 AP 的代表买卖证券以完成 ETF 篮子的创建和赎

回，其真实持仓情况季度向公众披露。

图四 ActiveShares 的特点及运作流程



* 资料来源：Precicdian，华证指数

同时，为保证更有效的进行盘中交易和定价，ActiveSharesETF 将提供经验证的日内参考价值（Verified Intraday Indicative Value，VIIV）作为组合价值的代表。区别与传统ETF每15秒更新一次日内参考价值的频率，VIIV按照每秒一次的频率进行发布，以更好地反映投资组合的持有价值，减少折溢价的影响。为保证VIIV值的准确性，ActiveShares会将VIIV值计算两次以保证所计算数据的及时性，同时还能用于监测60秒内是否有大于25bps的偏差存在。其次，ActiveShares将给篮中停止交易的证券设定10%的门槛值。如果超出这一门槛值，或者当VIIV值存在大于25bps偏差时，将会通知交易所停止该ETF的交易。

(2) Fidelity 模式

以 Fidelity 模式运作的主动 ETF 会每天披露一个代理投资组合的名单，该代理投资组合被称为“跟踪篮” (Tracking Baskets)，其中包括与实际持仓权重不同的持仓证券情况、真实持仓中未出现的代表性 ETF 以及现金和现金等价物等信息。该“跟踪篮”由 Fidelity 通过数学优化算法生成，以保证交易成本最低且与实际持仓情况的偏差最小。比较有特色的是，该“跟踪篮”中的代表 ETF 是通过其与未公开证券、流动性和成本的相关性进行选择，以更好的反映基金的真实业绩，其代表性 ETF 在“跟踪篮”中的占比一般不超过 50%。

Fidelity 将每天公布其“跟踪篮”和实际投资组合之间的百分比重叠，以及两个投资组合的 iNAV 收益偏差。其“跟踪篮”的 iNAV 发布频率为每 15 秒发布一次，真实的投资组合信息将每隔 30 天公布一次。

(3) Blue Tractor 的 Shielded Alpha 模式

Blue Tractor 的 Shielded Alpha 模型类似一个“包装器”，将 ETF 的真实持仓组合“包装”后进行公开披露，以保护基金的投资策略。其日度发布的持仓组合篮子，通常称为动态 SSR 组合 (Dynamic Stock Specific Risk Portfolio)，组合公布全部的持仓证券名称，但是在权重的上仅保证至少 90% 的权重是真实持仓权重，另外的 0-10% 的权重根据算法随机生成，以减少动态 SSR 组合与真实持仓组合的偏离。该模式具备低成本、高税收效率和高流动性的优势。

这一模式的一大亮点是其云端服务器。运作过程中，管理人按照管理传统ETF的模式进行策略管理，每天收盘后 Shielded Alpha 云端会根据上传的真实持仓组合生成下一个交易日的ETF创建篮子清单，AP 和基金托管人或者基金管理人也能够使用云端服务器来进行相应的ETF运维管理。

Shielded Alpha 与其他使用代理投资组合的模式最大的不同之处在于动态 SSR 投资组合并不使用替代股票，它更改的只是各证券的权重。且动态 SSR 投资组合不会披露其投资组合与真实的投资组合之间实际重叠了多少。做市商和 AP 还能通过最近一次的卖价、中间价或两者的结合来生成每一秒至少一次的实时盘中定价。Shielded Alpha 模型不必依靠第三方计算代理价格来获取 1 秒钟更新一次的实时盘中价，这使得 Shielded Alpha 模型有着非常高的定价透明度，同时也省去了第三方机构签订各种保密协议的烦恼。

(4) NYSE 的 Periodically Disclosed 模式

NYSE 和 Natixis 共同推出的主动管理ETF为 Periodically Disclosed Active ETFs，模式通过代理投资组合的形式来保证投资策略的保密性。

代理投资组合由实际投资组合根据因子模型生成，因子模型中包含三大类因子：市场因子、基本面因子和行业因子。每个基金都会有一个模型空间，在这空间中的股票通过因子模型形成代理投资组合，模型空间由指数或者基金的可投资范围组成。代理投资组合的三个重要特点：代理投资组合的证券数量多于真实投资组合；代理投资组合

有一定的滞后性，是根据 5-15 个交易日之前的真实投资组合的风格所生成的；在任意一个交易日，创建代理投资组合时，代理投资组合的价值与真实投资组合的总资产价值相同。

日度披露的内容：(1) 代理投资组合 (proxy portfolio) 的持仓情况，其与真实持仓组合的重叠程度不超过 90%；(2) 基金上次发布的每股净资产值与截至上一个交易日计算的基金模拟组合的每股价值之间的历史跟踪误差；(3) 对于每个基金的最近一个会计年度，份额的平均买入/卖出价差以及计算净资产值时的市场最佳买入价和卖出价。

(5) T. Rowe Price 模式

T.Rowe Price 的主动 ETF 模型同样采取代理投资组合的方式，其日度披露的代理投资组合也被称为“对冲篮” (hedging basket)。“对冲篮”至少包括了 80% 的真实持仓证券代码和持仓权重，同时每天还会公布两个投资组合之间的收益偏差、跟踪误差以及百分比重叠情况。

T.Rowe Price 每 15 秒发布一次真实组合的 iNAV，“对冲篮”的 iNAV 由做市商和 AP 进行发布。其真实的持仓情况季度进行披露，披露有 15 天的滞后时间。作为争夺“半透明”主动 ETF 的“秘密武器”，T.Rowe Price 并不打算将模型授权给第三方使用，该模型仅供 T.Rowe Price 推出的主动 ETF 使用。

从上述的描述来看，基本上“半透明”主动 ETF 的结构可分成两

类：(1) 一种为 ActiveShares 这类，通过设置中介代表来完成 ETF 的申赎和持仓披露操作，虽然保证了 ETF 的正常运作并且折溢价风险较小，但是对于投资者的透明度以及产品数量规模过大时的流动性问题均存在隐患；(2) 另一种则是设置代理投资组合类，这也是目前比较热门的模式。各模型在控制代理组合和真实组合之间的偏离上做了不同的创新和尝试，虽然透明度更高、流动性更好，但是在 ETF 的管理上，代理投资组合仍然带来一定程度的不便性。

表二 “半透明”主动 ETF 模型对比

	ActiveShares	NYSE	Fidelity	Shielded Alpha	T.Rowe Price
掩盖真实投资的方式	依靠 APRs (授权代理人)进行交易	使用代理投资组合；组合中的证券名称及权重将会与真实投资的证券不一致	使用代理投资组合组合中的权重将会与真实投资的不一致	使用算法随机产生 0-10%持股的权重	使用代理投资组合
代理投资组合内是否包含真实持有的证券？	-	不一定包含	包含，但不超过 50%	包含，且 100%	包含，且至少有 80%
日内价格公布频率	每秒	每 15 秒	每 15 秒	小于一秒	每 15 秒
真实持仓向公众披露的频率	每季度	每季度	每 30 天或每季度	每季度	每季度，但有 15 天滞后时间
代理投资组合与真实投资组合的重叠率	-	0-100%	50-100%	90-100%	80-100%
申赎方式	实际投资组合	代理投资组合	跟踪篮	动态 SSR	对冲篮

* 资料来源：ETF.com，华证指数

截至 8 月末，基于 ActiveShares、NYSE、Fidelity 和 T.ROWE Price 模式运作的 ETF 相继发行，具体信息如下：

表四 “半透明”主动 ETF 发行情况

ETF 名称	发行公司	基金费率	使用的模型
American Century Focused Dynamic Growth ETF (FDG)	American Century	0.45%	ActiveShares
American Century Focused Large Cap Value ETF (FLV)	American Century	0.42%	ActiveShares
ClearBridge Focus Value ETF (CFCV)	ClearBridge	0.53%	ActiveShares
American Century Sustainable Equity ETF (ESGA)	American Century	0.39%	NYSE
American Century Mid Cap Growth Impact ETF (MID)	American Century	0.45%	NYSE
Fidelity New Millennium ETF (FMIL)	Fidelity	0.59%	Fidelity
Fidelity Blue Chip Growth ETF (FBCG)	Fidelity	0.59%	Fidelity
Fidelity Blue Chip Value ETF (FBCV)	Fidelity	0.59%	Fidelity
T. Rowe Price Blue Chip Growth ETF	T. Rowe Price	0.57%	T. Rowe Price
T. Rowe Price Dividend Growth ETF	T. Rowe Price	0.50%	T. Rowe Price
T. Rowe Price Equity Income ETF	T. Rowe Price	0.54%	T. Rowe Price
T. Rowe Price Growth Stock ETF	T. Rowe Price	0.52%	T. Rowe Price

* 资料来源：ETF.com，华证指数

除了上述已经获批的五种“半透明”主动 ETF 模式，目前仍有 2 种模式处于待批状态，分别为 Eaton Vance 的 Clearhedge Method 和 Invesco 提交的 AMSB。

(1) Eaton Vance 的 Clearhedge Method

在 Precidian 的 ActiveShares 获批之前，Eaton Vance 提出的 NextShares Exchange Traded Managed Fund 模式是“非透明”主动 ETF 的最早获批的解决方案。ETMF 的运作并不完全像 ETF，以该模式运行的产品季度披露基金持仓，可以日内交易统一在收盘时按照净值定价结算，并没有完成主动管理和 ETF 的结合，因此其产品化的进程也比较缓慢。

2019 年 2 月份，Eaton Vance 新提交了一个“非透明”主动 ETF 模式：Clearhedge Method，该模式也通过代理投资组合的形式来解决

主动 ETF 的透明度问题。该模型下，每日披露的内容包括创建/赎回篮子和净值参考组合 (NAV Reference Portfolio, NAVRP)，同时还会提供两类工具以保证 ETF 的正常运作：净值对冲互换 (NAV Hedge Completion Swap, NAVHCS) 和篮子工具对冲互换 (Basket Instrument Hedge Completion Swap, BIHCS)。

NAVHCS 是做市商和基金签订的一种特殊的收益互换协议，对于基金未披露的真实持仓组合和公开披露的净值参考组合，收益互换代理根据每秒计算的组合净值来交换相对收益。通过该工具，做市商可以在不知道真实持仓的情况下，较好的管理日内的基差风险，更有效的完成基金定价。

BIHCS 的存在，使得 Clearhedge Method 不仅能够覆盖美国市场的证券，其可覆盖的证券范围更广。对于基金组合中包括外国投资工具或者在基金净值计算时间并不活跃的外国股票头寸，做市商可以与基金签订 BIHCS，通过互换指定篮子工具和指定篮子工具参考组合的收益来完成基金的套利定价。

同时，Clearhedge 也有权决定是否延迟每月或者每季度的实际投资组合情况。相对来说，Clearhedge 并没有过多的说明代理投资组合的构建，而是通过衍生工具的引入，在保证 ETF 平稳运作的同时，使得产品的灵活性更强，可覆盖的投资范围更大。

(2) Invesco 的 AMSB

2019 年 9 月，Invesco 提交了其“半透明”主动 ETF 模式：Actively

Managed Substitute Basket (AMSB)。同样的，该模式构建了一个代理投资组合，称为“替代篮”(Substitute Basket, SB)。“替代篮”中对于管理人积极买卖的、比较重要的股票不予披露，以避免“front-running”或是“搭便车”的情况发生。同时通过一些优化方法的引入，来保证ETF的正常运作。“替代篮”同真实的持仓组合有5%-30%的有效份额差异，有效份额差异随着投资策略、持仓资产的不同发生变动。

与Precidian的运作模式类似，Invesco也设置了一个关联的经纪交易商(Broker-Dealer, B/D)在ETF和AP之间，B/D能够知晓基金的全部真实持仓并且保密，代理完成“替代篮”和真实持仓组合间的转换。完整的投资组合信息将由B/D延迟披露给AP，且Invesco将在季度结束后的30内向公众披露其真实的投资组合信息。该模式将在每个交易日发布至少两个净值信息，以保证有多个申购/赎回的窗口进行交易。

“替代篮”、B/D机制以及公布多个净值信息等机制，使得该模型ETF的套利机制更完善，能够更好地运行，并且将投资范围可覆盖至固收和外国证券等。对比来看，Invesco像是目前所有模式的组合，多种措施来保证主动ETF在满足多方诉求下的正常运作。

三、香港市场：首只权益主动ETF正式上市

2019年初，香港证券交易所开始接受主动管理ETF的申报，并对相关规则进行了修改以推进主动ETF的发行进程。随后在6月份，香港第一只主动管理的ETF在香港交易所挂牌：工银中金美元货币

市场 ETF。

时隔一年，2020 年 6 月 16 日，香港第二只主动 ETF 也是全亚洲首只权益性主动 ETF：日兴电子游戏主动 ETF 正式与港交所挂牌上市，其并不追踪指数，管理人将根据投资策略积极管理 ETF，以达到基金的投资目标：主要通过投资于直接或者间接从事电子游戏、手机游戏或者电竞业务的公司来达到长期资本增长的目标。

基金主要投资于（资产净值至少 70%）直接或间接从事电子游戏业务公司的股票，直接从事业务包括从事电子游戏及手机游戏的设计和开发、参与组织电竞活动的公司。间接从事包括提供配套服务的公司，例如提供软硬件技术解决方案、提供全球基础设施及电子通信解决方案。投资的股票包括已上市的美国存托凭证（ADR）和全球存托凭证（GDR），基金也可以通过投资 ETF 的方式参与某些股票的投资，基金投资于新兴市场的权重占比最高不超过 85%。

该 ETF 采用浮动年度管理费的收取方式，每年最多收取 0.95% 的管理费，其收费结构如下（总回报基于完整会计年度计算，即从 1 月 1 日至 12 月 31 日）：

（1）若过去 1 年的总回报不及年化 7%，或者 ETF 的回报记录未到 1 年，则会在预设费率的基础上下调 0.10%；

（2）若过去 3 年的总回报不及年化 7%，或者 ETF 的回报记录未到 3 年，则会在预设费率的基础上下调 0.15%；

（3）若过去 5 年的总回报不及年化 7%，或者 ETF 的回报记录未到 5 年，则会在预设费率的基础上下调 0.20%。

根据不同的区间，基金的可能费率情况如下表格所示：

表五 日兴电子游戏主动 ETF 浮动管理费率情况

区间	基础费率	条件一下费率调整		条件二下费率调整		条件三下费率调整		实际费率情况
		1年总回报 > 7%	1年总回报 < 7%	3年总回报 > 7%	3年总回报 < 7%	5年总回报 > 7%	5年总回报 < 7%	
2020/6/16- 2022/4/30	0.95%	0.10%		0.15%		0.20%		0.50%
2022/5/1- 2024/4/30	0.95%	0%	0.10%	0.15%		0.20%		0.50% / 0.60%
2024/5/1- 2026/4/30	0.95%	0%	0.10%	0%	0.15%	0.20%		0.50% / 0.60% / 0.65% / 0.75%
2026/5/1之后	0.95%	0%	0.10%	0%	0.15%	0%	0.20%	0.50% / 0.60% / 0.65% / 0.70% / 0.75% / 0.80% / 0.85% / 0.95%

* 资料来源：Nikko AM 官网，华证指数

根据其日度披露的基金持仓，截至 9 月 9 日，基金共持有 41 只证券，基金资产管理规模为 1905.44 万美元。前十大权重股的累积权重为 39.79%，覆盖了 PC 游戏、主机游戏、手机游戏以及为游戏服务提供支持的公司。

表六 日兴电子游戏主动 ETF 前十大权重股（2020/9/9）

股票名称	权重	备注
SONY CORP	5.75%	索尼
TENCENT HOLDINGS LTD	4.23%	腾讯
ACTIVISION BLIZZARD INC	4.20%	暴雪
NETEASE INC-ADR	4.04%	网易
HOSIDEN CORP	4.00%	星电
DOLBY LABORATORIES INC-CL A	3.76%	杜比实验室
AMAZON.COM INC	3.72%	亚马逊
ELECTRONIC ARTS INC	3.40%	艺电
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	3.38%	台积电
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	3.31%	史克威尔·艾尼克斯

* 资料来源：Nikko AM 官网，华证指数

四、A 股市场：在审指数增强 ETF 仅余 2 只

指数化投资在国内兴起较晚，在 2018 年以后规模上才有显著的增长。从 ETF 及其联接规模的快速增长可以发现市场对于此类产品的需求旺盛，基于 ETF 的创新发展意义重大。

截至 8 月末，市场上共有 838 只股票型指数产品，合计规模 9603.55 亿元（剔除 ETF 联接）。传统宽基和行业主题仍然是产品热点，策略型整体规模仍然较小。众多 ETF 中，策略型 ETF 以获取更高的收益

为目标，指数的编制过程中涉及到一些投资策略，某种意义上贴近主动 ETF 的定义。目前策略 ETF 的基准指数编制上以 Smart Beta 为主，因子多为红利类、低波动、基本面类、成长价值等主流因子，其策略的透明度高，关注中长期的表现，对于持仓披露上的敏感度也较低，对于发行真正意义上的主动 ETF 的借鉴有限。

表五 股票型指数产品规模汇总

	ETF	指数基金	指数增强	分级基金	合计
宽基	3306.62	322.55	812.68	132.56	4574.41
主题	2063.32	227.79	14.90	571.18	2877.20
行业	1193.24	154.12	3.06	348.88	1699.30
策略	186.29	208.49	47.71	10.15	452.63
合计	6749.46	912.95	878.35	1062.77	9603.55

* 资料来源：Wind 资讯，华证指数

从上述的分析来看，虽然策略型 ETF 陆续推出，但是 A 股市场还没有真正意义上主动 ETF 获批或者发行。根据证监会公示的基金募集申请公示表来看，截至 8 月 28 日，目前有 2 只指数增强 ETF 处于在审状态：南方中证 800 增强 ETF 和华泰柏瑞中证 800 成长策略增强 ETF。

国内市场、ETF 交易机制相较境外有一定的差异，从境外主动 ETF 的成功发行经验来看，由于国内 ETF 交易上并不存在 AP 这一角色，因此直接借鉴 APR 这一形式有一定的难度。相较来说，代理投资组合这种形式更具备落地的可能性，但也需要在监管、交易机制

和代理组合生成技术等多方面共同推动。

五、结论

随着市场的不断完善发展，对于主动 ETF 的需求越来越旺盛，而被动 ETF 日度披露持仓的要求较大程度的限制了主动管理色彩浓重的主动 ETF 的发展，包括提前买入 (front-running)、“搭便车”和费用更高的原因阻碍了主动 ETF 的进一步发展。

随着美国市场 2020 年 4 月份，首个 SEC 获批的“半透明”产品的发行，主动 ETF 掀起“发行浪潮”，年内发行数量近 20 年来首度超越被动 ETF，并且多种“半透明”结构的主动 ETF 产品相继发行。目前获批的五种结构大致分为两种，一种是 ActiveShares 这种，在 ETF 和 AP 之间设置中介 (APR) 来保证投资策略的保密性和 ETF 的正常运作。另一种则是通过设置代理投资组合来保证投资策略不被公开，大部分结构从这个角度入手来构建自己的模型。

除了已经获批的五种模式外，还有两种模式仍处于待批状态。同样地，两种模式均采用了代理投资组合这一形式来运作。其模式也更为复杂，在代理投资组合的基础上，通过衍生工具、设置类 AP 代表等多种形式来完善整个结构，以解决主动 ETF 透明度的问题。

与此同时，香港市场相继推出两只主动 ETF，今年推出的日兴电子游戏主动 ETF 也是亚洲首只权益型 ETF，在披露要求上与被动 ETF 没有明显的区别，采用的浮动管理费率的具备很强的借鉴意义。

A 股市场上虽然发行了一批策略型 ETF, 但是真正意义上的主动 ETF 尚未出现, 目前仍处于审批阶段的两只指数增强 ETF 是接近主动 ETF 的产品。从主动 ETF 的持仓披露问题上, 虽然美国市场推出了多个模式, 但是与国内市场、机制的差异使得其难以直接借鉴, 无论是 APR 的设置还是代理投资组合, 都在监管、运作机制、工具技术上提出更高的要求。

免责声明

本文件所载数据资料均来自第三方公开资料，仅供参考，不构成任何证券、金融产品或其他投资工具或任何交易策略的依据或建议。上海华证指数信息服务有限公司不保证其准确性或完整性。对任何因直接或间接使用本文件或其中任何内容而造成的损失，本公司不承担任何法律责任。

本文件著作权归属于上海华证指数信息服务有限公司。未经本公司事先书面同意，任何人不得复制、转载、引用或将本文件的任何内容对外公布。

联系方式

地址：上海市浦东新区福山路 500 号城建国际中心 1006 室

邮编：200122

电话：+021 5339 7050

传真：+021 5339 7053