



Research and
Development Center

海外机构研究系列之二： 海外指数基金的发展与布局

2022 年 1 月 12 日

证券研究报告

基金研究

基金专题报告

于明明 金融工程与金融产品
首席分析师

执业编号: S1500521070001

联系电话: +86 18616021459

邮箱: yumingming@cindasc.com

钟晓天 金融工程与金融产品
基金研究负责人

执业编号: S1500521070002

联系电话: +86 15121013021

邮箱: zhongxiaotian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

海外指数基金的发展与布局

2022 年 1 月 12 日

ETF 产品近年来市场热度高, 产品规模以及数量不断扩张。

- **全球 ETF 产品发展基本情况。**近年来 ETF 基金广受投资者欢迎, 规模及只数扩张较快, 自 2003 年以来呈逐年递增的态势。从 2003 年至 2021 年 11 月, 全球 ETF 总只数由 291 只增加至 8428 只; 规模从 2120 亿美元增长至 9.68 万亿美元。
- **美国基金市场的发展情况: 规模及只数均全球领先; 资金由主动管理共同基金流向 ETF 和指数型共同基金; 基金费率较低。**
 - 截至 2020 年底, 美国 ETF 规模占比远超其他国家及地区, 占全球 ETF 总规模的 69%。截至 2021 年 12 月 14 日, 美国股票型 ETF 的规模约为 5.66 万亿美元, 占全球股票型 ETF 总规模的 71.34%。
 - 对比美国指数型共同基金以及指数 ETF 的资金流入流出情况, 美国主动管理型股票共同基金的规模有所下降, 资金流向 ETF 以及指数型股票共同基金。
 - 美国 ETF 具有费率优势: ETF 费率显著低于共同基金管理费率。
 - ETF 在二级市场的交易量占 2020 年美国股市总交易量的 26%。

海外基金公司产品布局分析——Vanguard 为例

- **Vanguard: 全球最大的共同基金供应商以及第二大的 ETF 供应商。**
 - 当前管理的资产规模大: 全球资产管理规模达 7.2 万亿美元, 其中管理的 ETF 规模达 2.19 万亿美元。
 - 发展历史久: Vanguard 是全球指数投资的领导者, 在 1976 年发行了全球第一只指数型基金。
- **Vanguard 产品布局分析。**产品主要包括共同基金、ETF、养老产品等。
 - 根据投资者类型不同提供不同类型产品: 对所有类型投资者均提供的产品为共同基金和 ETF; 针对机构投资者, Vanguard 还提供了集体信托等产品; 对于金融机构顾问, Vanguard 提供除 ETF、共同基金外的保险基金以及个性化定制的指数产品。
 - 根据 Vanguard 发布的股票型 ETF 产品属性不同: 宽基类型 (Fund Market Cap Focus) 的股票型 ETF 共计 116 只, 布局整体市场 (Broad Market) 的 ETF 数量最多, 达 49 只, 侧重大市值 (Large-Cap) 的 ETF 规模最大, 达 1.05 万亿美元;
 - 侧重于特定行业 (Fund Industry Focus) 的股票型 ETF 规模共计 1787.8 亿美元, 侧重科技、房地产行业的 ETF 规模最大, 分别为 565 亿、543 亿美元; 根据暴露的因子不同划分的 ETF 共计 20 只。其中采用红利因子的 ETF 规模及只数最多, 只数共计 9 只, 规模为 1209.7 亿美元。



➤ **Vanguard 发展成功的原因分析：**

- 低费率优势。
- 积极发展产品的创新与推广，ETF 产品是其发展一大优势。

海外指数公司的发展布局：布局全面，指引 ETF 投资的风向标——以 MSCI 为例

- **海外指数公司产品线布局全面，对指数市场投资意义重大。**足够的专业性以及权威性为处于发展初期的被动投资产品提供了支持，指数公司对指数的布局和设计对指引 ETF 产品的投资具有较强的参考价值。
- **海外最大指数公司之一——MSCI。**MSCI 官网数据显示，截至 2021 年 6 月 30 日，共计 16.3 万亿美元的资产以 MSCI 旗下的指数作为追踪标的。
 - MSCI 发展历史久，指数产品类型齐全，全球影响力大。
 - MSCI 指数实现市场全覆盖，指数设计具备科学性。
 - MSCI 指数分类系统全面：主要包括根据覆盖市场国家不同的 MSCI 市场指数，MSCI 固定收益指数、MSCI 因子指数、提供不同策略的 MSCI 策略指数、针对当前及未来具有发展前景的主题设计的主题指数、MSCI ESG 指数、以及为满足特定客户需求定制的特定指数以及 MSCI 房地产指数。
- **以 MSCI 旗下指数为跟踪标的的股票型 ETF 的属性分析：**
 - 追踪 MSCI 发布指数的股票型 ETF 覆盖国家广，整体规模较大，其中美国规模领先。
 - 将追踪 MSCI 旗下指数的宽基类别的股票型 ETF 中，规模最大的为侧重大市值的股票型 ETF。
 - 按 ETF 侧重的行业不同划分，规模最大的为侧重技术行业的股票型 ETF。
 - 将追踪 MSCI 发布指数的股票型 ETF 根据侧重的因子不同进行划分，侧重价值、质量、动量因子的 ETF 规模较大，侧重价值、红利以及复合因子的 ETF 只数较多。

风险因素：本报告对于产品、指数的分析均基于公开信息，请仔细阅读报告风险提示部分。



目录

一、ETF 产品近年来受市场欢迎度高	6
1.1、全球 ETF 产品发展基本情况	6
1.2、美国基金市场的发展情况：资金由主动管理共同基金流向 ETF 和指数型共同基金	7
二、海外基金公司产品布局分析——Vanguard 为例	14
2.1、Vanguard：全球最大的共同基金供应商、第二大 ETF 供应商	14
2.2、Vanguard 产品布局分析	14
2.3、Vanguard：发展成功的原因分析	19
三、海外指数公司的发展布局：发展速度快，指导 ETF 投资的风向标	21
3.1、海外指数公司发展快，对指数市场投资意义重大	21
3.2、海外最大指数公司之一——MSCI 的指数产品布局与分析	21
风险因素	33

表目录

表 1：不同 ETF 投资品种的费率情况 (%)	12
表 2：Vanguard 发展历史	14
表 3：市场主流指数公司	21
表 4：MSCI 指数发展历史	22

图目录

图 1：全球 ETF 只数（只）及规模（十亿美元）变化	6
图 2：ETF 净资产在全球范围的分布 (%)	7
图 3：股票型 ETF 规模（万亿美元）及只数（只）在全球的分布情况	7
图 4：美国共同基金和 ETF 中各类基金规模占比 (%)	8
图 5：各类基金净资产总和（十亿美元）	9
图 6：2020 年各类型共同基金的流入流出情况（十亿美元）	9
图 7：美国 2010 年和 2020 年各类基金规模占比对比	10
图 8：美国 ETF 每年新发行规模（十亿美元）总计	10
图 9：美国被动型共同基金及被动型 ETF、主动管理型共同基金的资金流入流出情况	11
图 10：主动管理型基金和指数基金的费率变化 (%)	12
图 11：按顾问类型划分的投资类别中家庭资产投资百分比 (%)	13
图 12：2020 年 ETF 二级市场平均易量占美国股票市场日平均交易量的 26%	13
图 13：Vanguard 针对个人投资者提供的 ETF 产品布局	15
图 14：Vanguard 针对机构投资者提供的共同基金、ETF 产品布局	16
图 15：Vanguard 针对机构投资者提供的集体信托产品布局	16
图 16：Vanguard 宽基类别（Fund Market Cap Focus）的基金分布情况	17
图 17：Vanguard 侧重行业不同的产品布局情况（规模：亿美元）	18
图 18：Vanguard 暴露因子不同的产品布局情况	18
图 19：Vanguard 管理的总资产规模变化情况（万亿美元）	19
图 20：规模前 20 的资产管理公司规模及费率情况	20
图 21：规模前 20 的资产管理公司管理共同基金无佣金的比例	20
图 22：追踪各指数公司的股票型 ETF 规模情况（万亿美元）	22
图 23：MSCI 指数对市场的覆盖程度广	23
图 24：MSCI 指数的根据市场覆盖范围的布局	24
图 25：MSCI 市场指数基本框架	25
图 26：MSCI 固定收益指数及分类	26
图 27：MSCI 因子指数及分类	26
图 28：MSCI 策略指数及分类	28
图 29：MSCI 主题指数以及分类（下图仅展示部分主题）	28
图 30：MSC ESG 发展时间线	29
图 31：MSC 定制指数流程	30

图 32: 追踪 MSCI 公司旗下指数的股票型 ETF 在不同国家的规模 (亿美元)	30
图 33: 宽基类别 (Fund Market Cap Focus) 的股票型 ETF 分布情况 (亿美元)	31
图 34: 按不同侧重行业进行划分 (亿美元)	32
图 35: 按不同因子进行划分.....	32

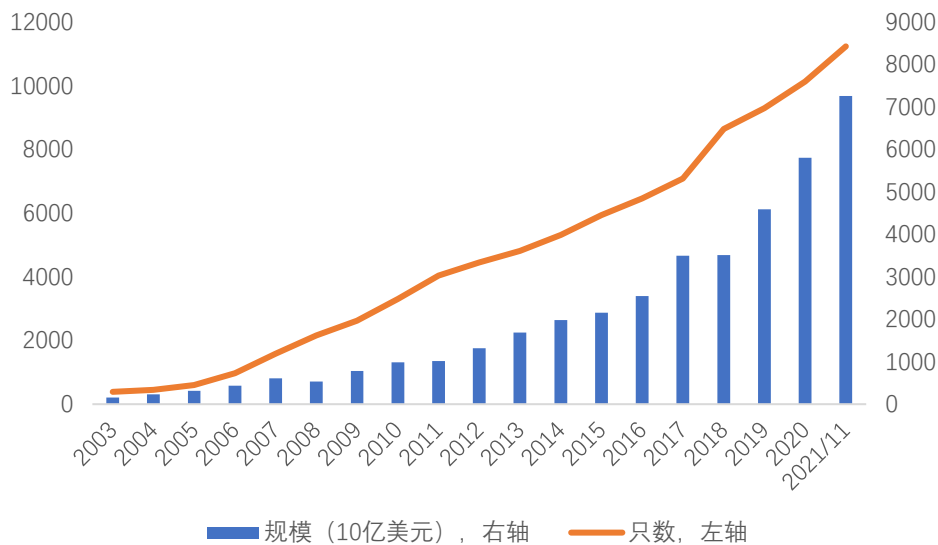
一、ETF 产品近年来受市场欢迎度高

1.1、全球 ETF 产品发展基本情况

1.1.1、ETF 产品近年来市场热度高，产品规模以及数量不断扩张

近年来，指数型基金由于其管理运作费率较低、监控投入少和复制指数走势操作较简便等优点规模迅速扩张，ETF 在指数型基金中发展最快，广泛受到投资者的青睐。从 ETF 在全球范围内的只数和规模变化来看，全球 ETF 的总只数及总规模几乎呈逐年递增的态势。根据 ETFGI 的统计数据显示，自 2003 年至 2021 年 11 月以来，全球 ETF 总只数从 291 只增加至 8428 只，规模从 2120 亿美元增长至 9.68 万亿美元。

图 1：全球 ETF 只数（只）及规模（十亿美元）变化



资料来源：ETFGI，信达证券研发中心

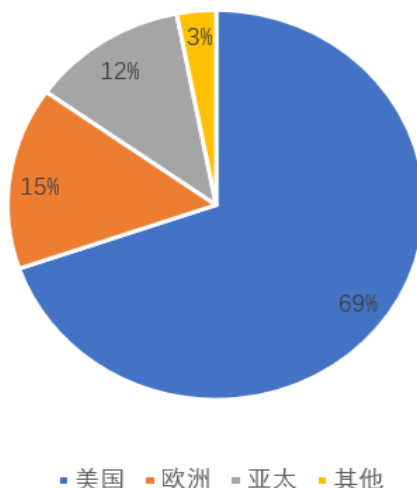
数据日期：自 2003 年至 2021 年 11 月

1.1.2、美国的 ETF 规模数量占比远超其他国家及地区

从全球 ETF 的规模分布来看，根据 ICI 统计数据显示：截至 2020 年 12 月 31 日，美国的 ETF 规模所占比重远超其他国家及地区，占全球 ETF 总规模的 69%；欧洲地区以及亚太地区的 ETF 规模分别占全球 ETF 总规模的 15% 及 12%。

从产品类型来看，股票型 ETF 的规模与只数在各类 ETF 中均占主导位置。截至 2021 年 12 月 14 日，数量方面，全球 ETF 共计 8504 只，其中股票型 ETF 共 6049 只（占总只数的 71.13%）；规模方面，全球 ETF 规模共计 10.08 万亿美元，股票型 ETF 规模共计 7.93 万亿美元（占总规模的 78.66%）。

图 2：ETF 净资产在全球范围的分布（%）



资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2020 年 12 月 31 日

从股票型 ETF 的规模与数量分布来看，美国股票型 ETF 规模高达 5.66 万亿美元（约占全球股票型 ETF 总规模的 71.34%），只数共计 1929 只（约占全球股票型 ETF 总只数的 31.89%，在规模与数量上均领先于其他国家。

图 3：股票型 ETF 规模（万亿美元）及只数（只）在全球的分布情况



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

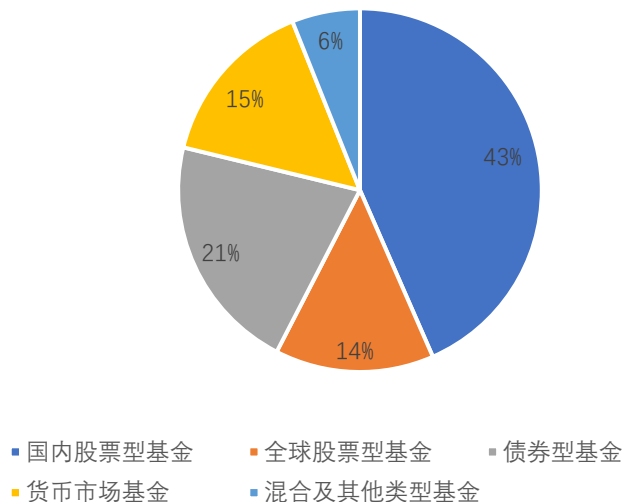
数据日期：截止至 2021 年 12 月 14 日

1.2、美国基金市场的发展情况：资金由主动管理共同基金流向 ETF 和指数型共同基金

1.2.1、美国基金市场基本情况分析：ETF 的规模占比及 ETF 发行数量显著上升

美国共同基金和 ETF 市场的资产规模庞大，总规模共计 29.3 万亿美元（包含货币基金），其中国内股票型基金规模占据主导地位，占总规模的 43%；债券型基金的规模占总规模的 21%。

图 4：美国共同基金和 ETF 中各类基金规模占比（%）



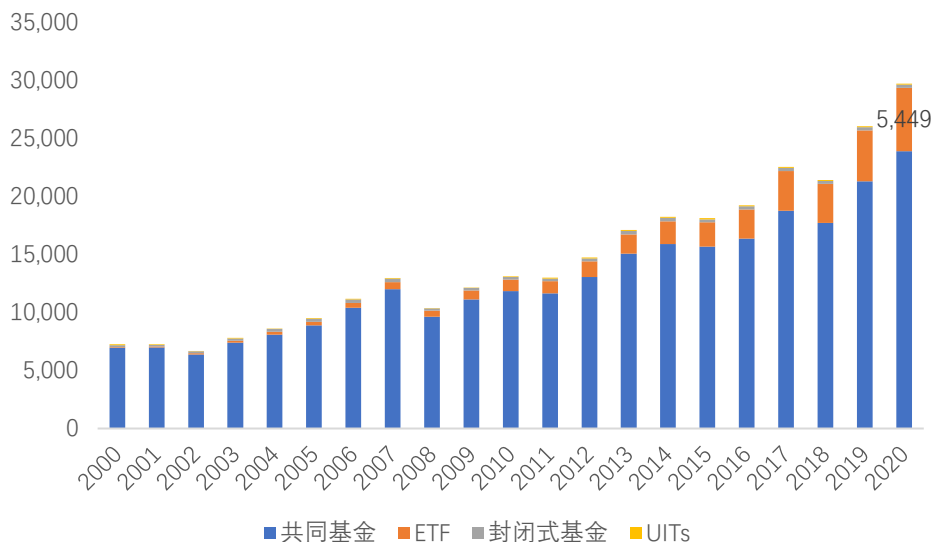
资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2020 年 12 月 31 日

整体来看，近十年来美国基金市场整体规模基本呈稳步上升，仅 2018 年略有收缩。ETF 的规模基本逐年增加，共同基金和 ETF 的规模占比之和为美国全市场各类型基金总规模的 98.8%，且两者分别的规模几乎均呈逐年上升的趋势。

2020 年共同基金整体规模上升，对共同基金进一步分类发现，尽管 2020 年共同基金整体呈规模扩张的走势，但主要资金净流入来货币市场的共同基金的规模增加，而股票、债券、混合型共同基金的规模在 2020 年呈资金净流出的态势。

图 5：各类基金净资产总和（十亿美元）

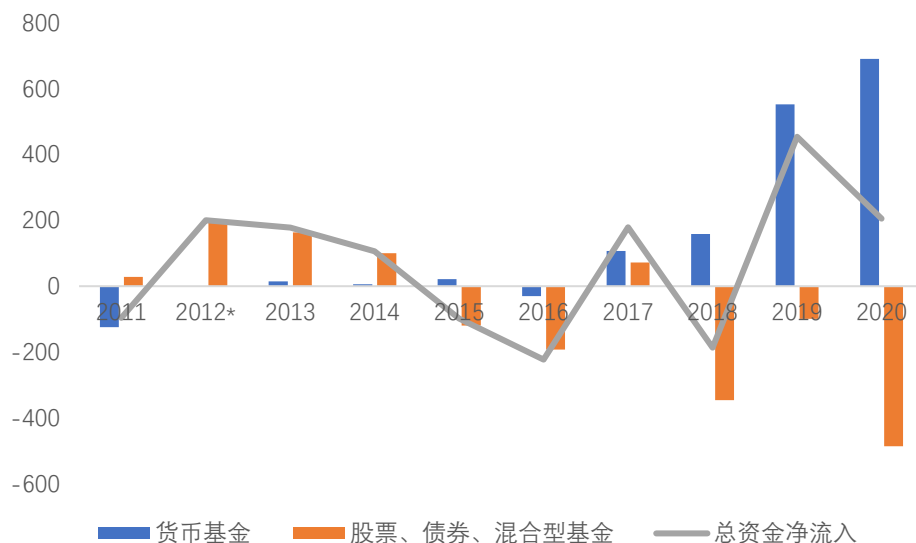


资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2020 年 12 月 31 日

注：此处共同基金包括国内股票型共同基金、全球股票型共同基金、债券型共同基金、混合型共同基金以及国内、国际、债券型指数型共同基金

图 6：2020 年各类型共同基金的流入流出情况（十亿美元）



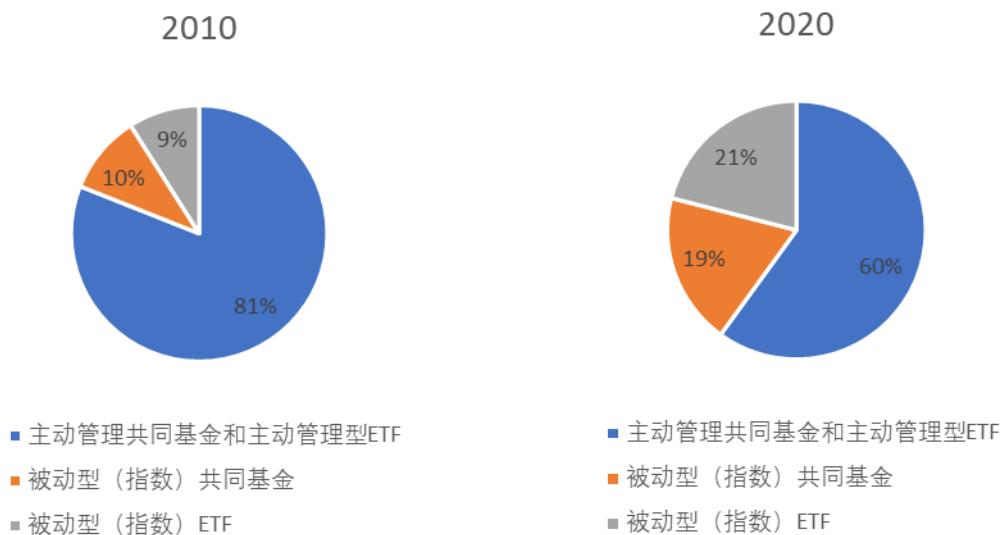
资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2020 年 12 月 31 日

注：此处共同基金包括国内股票型共同基金、全球股票型共同基金、债券型共同基金、混合型共同基金以及国内、国际、债券型指数型共同基金

从 ETF 规模占比的变化情况来看，2010 年主动与被动管理的共同基金和 ETF 基金总规模为 9.9 万亿美元（排除货币基金），其中主动管理型共同基金和 ETF 占比最高，占全部共同基金和 ETF 总规模的 81%。2020 年主动与被动管理的共同基金和 ETF 的总净资产高达 24.9 万亿美元（排除货币基金），其中指数 ETF 占比大幅上涨，从 2010 年占总规模的 9% 上升至 2020 年的 21%。

图 7：美国 2010 年和 2020 年各类基金规模占比对比

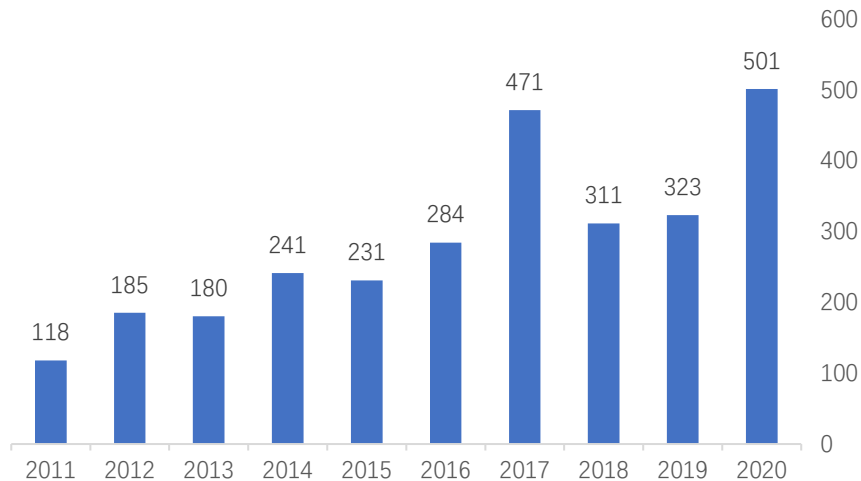


资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：2010 年 12 月 31 日、2020 年 12 月 31 日

从近年来 ETF 的新发行规模来看，2020 年全年 ETF 的净发行量飙升至 5010 亿美元，创历史新高。

图 8：美国 ETF 每年新发行规模（十亿美元）总计



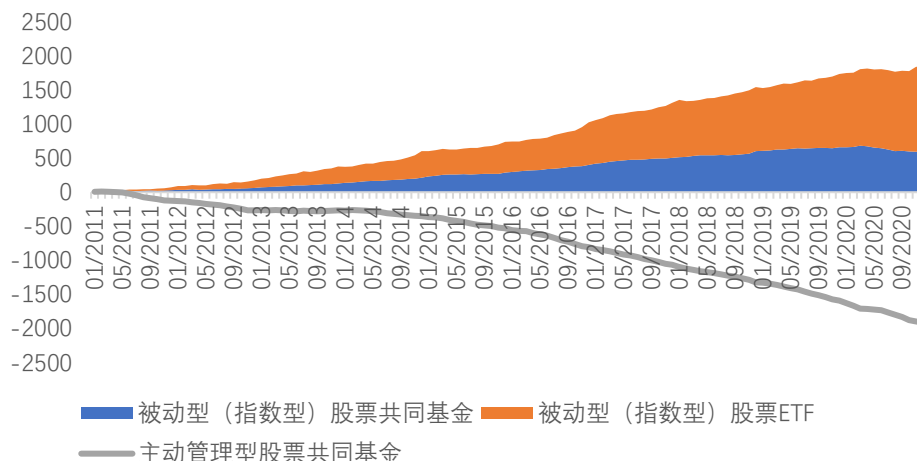
资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：自 2011 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日

1.2.2、资金流向 ETF 和指数型共同基金

对比美国指数型共同基金以及指数型 ETF 的资金流入流出情况，美国主动管理型股票共同基金的规模近年不断下降，资金流向国内指数型股票 ETF 以及指数型股票共同基金。

图 9：美国被动型共同基金及被动型 ETF、主动管理型共同基金的资金流入流出情况（十亿美元）



资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2020 年 12 月 31 日

注 1：共同基金和 ETF 包含新净流入以及分红再投资

注 2：此处的共同基金和 ETF 分别为美国国内股票型共同基金和美国国内股票型指数 ETF

1.2.3、费率优势：ETF 费率显著低于共同基金管理费率

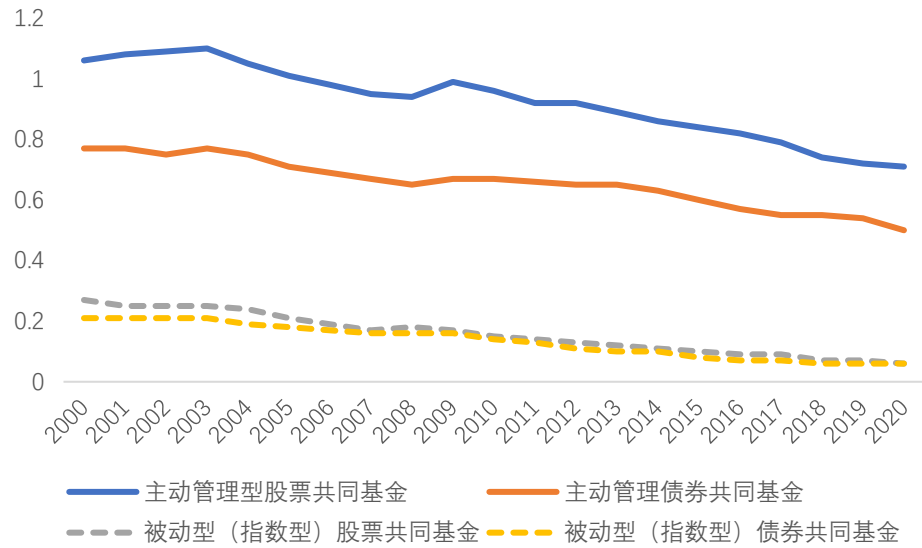
美国股票型和债券型共同基金管理费率近年来逐渐下降，主动管理型共同基金的费用率显著高于被动管理型共同基金。截至 2020 年 12 月 31 日，被动型（指数）股票型共同基金及被动型（指数）债券型共同基金的平均费率仅为 0.06% 左右，远低于主动管理股票型共同基金的 0.71% 以及主动管理债券型共同基金的费用率，0.5%。

ETF 的费用率远低于共同基金，且近十年来呈逐年递减的走势，截至 2020 年，各类型 ETF 基金费率均不足 0.2%，较低的费用率进一步推动 ETF 的整体发展，吸引了越来越多的投资者。

不同类型的 ETF 费率相差较大，与主动管理型 ETF 相比指数型 ETF 的费用率整体较低，其中债券型指数 ETF 的管理费率低于股票型指数 ETF 和混合型指数 ETF 的费用率。



图 10：主动管理型基金和指数基金的费率变化（%）



资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2020 年 12 月 31 日

表 1：不同 ETF 投资品种的费率情况（%）

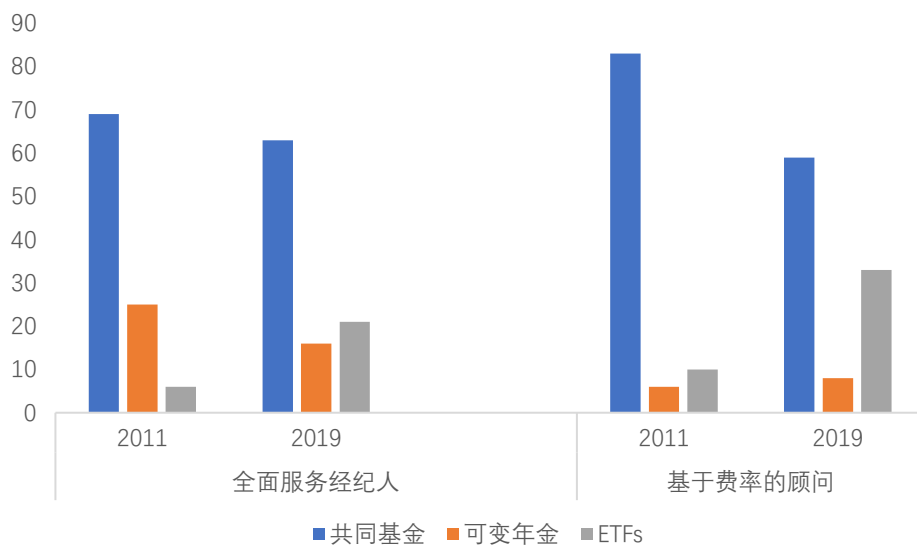
投资品种	中位数	加权平均值	简单平均值
股票型指数 ETF	0.45	0.18	0.47
成长	0.3	0.15	0.32
行业	0.46	0.26	0.53
价值	0.29	0.19	0.34
混合	0.35	0.11	0.42
全球	0.51	0.27	0.5
混合型指数 ETF	0.6	0.49	0.68
债券型指数 ETF	0.18	0.13	0.25
公司	0.1	0.07	0.14
全球	0.35	0.22	0.38
政府	0.14	0.12	0.25
高产出	0.39	0.39	0.4
地方	0.18	0.14	0.21
股票型主动管理 ETF	0.75	0.69	0.7

资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：截至 2020 年 12 月 31 日

ETF 低费率的优势使得以费率为导向的代理人倾向于将客户的投资组合更多的投资于 ETF 中。

图 11：按顾问类型划分的投资类别中家庭资产投资百分比(%)



资料来源：ICI，信达证券研发中心

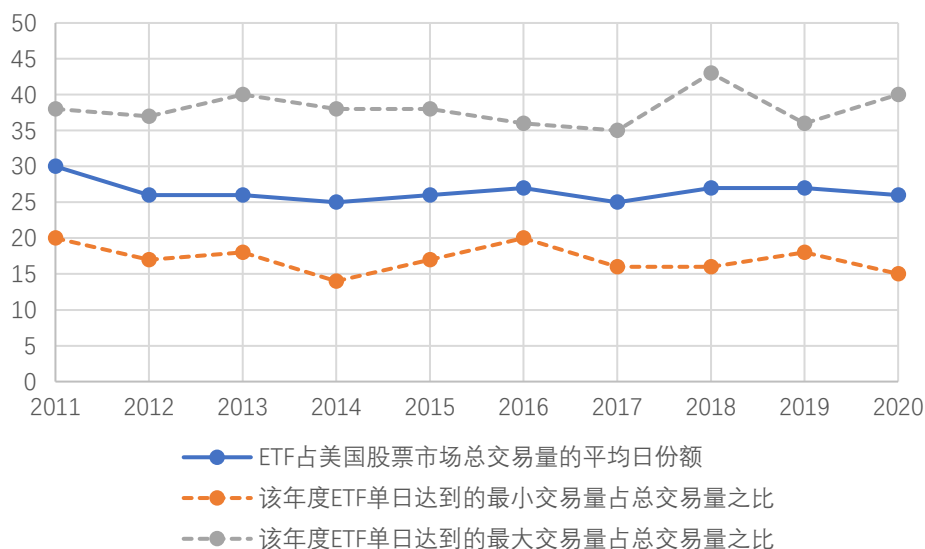
注：全面服务经纪人：这一类别包括区域、独立和银行经纪自营商。提供个性化的投资建议，但比费率型顾问的价格便宜。

基于费率的顾问：包括注册投资顾问和双重注册投资顾问经纪自营商，收取较低的费用和佣金，需要自己选择投资。

1.2.4、ETF 在二级市场交易量占美国 2020 年股市总交易量的 26%

大部分的 ETF 交易发生在二级市场，且成交量相对较大。ETF 在二级市场交易量占 2020 年美国股市总交易量的 26%。

图 12：2020 年 ETF 二级市场平均易量占美国股票市场日平均交易量的 26%



资料来源：ICI，信达证券研发中心

数据日期：自 2011 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日

二、海外基金公司产品布局分析——Vanguard 为例

2.1、Vanguard：全球最大的共同基金供应商、第二大 ETF 供应商

先锋领航（Vanguard）于 1975 年在美国成立，是全球指数投资的领导者，在 1976 年发行了全球第一只指数型基金。经过四十多年的发展，已成为全球最大的公募基金管理公司之一，产品主要包括共同基金、ETF、养老产品等。根据官网显示，截至 2021 年 1 月，Vanguard 全球范围内管理的资产规模达 7.2 万亿美元，其中 ETF 规模达 2.19 万亿美元。

表 2：Vanguard 发展历史

年份	事件
1922	Vanguard 集团的前身惠灵顿基金成立，目前是全球历史最久远的平衡基金。
1975	Vanguard 投资管理集团创立，拥有 11 支基金（包括惠灵顿基金），管理资产规模达 18 亿。
1976	公司发起了第一支指数型基金（Vanguard 500 指数基金），为世界上最大的共同基金之一。
1977	公司的基金业务从通过经纪商和交易商的销售模式转型成免佣金的销售模式。（无需财务经纪人、规划师和保险人员代为销售产品，由基金公司自己销售产品进而节省销售费用，降低费率。）
1982	在政府推行 401（K）计划以后，公司开始为养老计划提供投资及相关服务。
1986	公司开始为个人投资者提供第一支债券指数基金（Vanguard Total Bond Markets Index Fund，该基金已成为世界最大的债券共同基金之一）。
1990	公司创立了第一支海外股票指数共同基金。
1998	公司设计了以 FOF 形式运作的 529 入学储蓄计划。
2000	公司开始发行更低成本的 Admiral Shares。
2001	公司开始发行首支 ETF 产品。
2003	公司开始发行目标日期退休基金，该基金至今已成为世界上最大的平衡分散型目标日期养老基金。
2010	公司取消首支 ETF 产品销售佣金。
2014	受益于国际业务的快速增长，公司管理资产规模超过三万亿。
2015	公司正式推出了具有里程碑意义的个人咨询服务，服务费率仅为管理资产规模的 0.3%。
2017	公司管理资产规模超过四万亿。Vanguard 公司在上海和墨西哥城设立了新办公室。
2018	Vanguard 集团推出了业界规模最大的免佣金交易所交易基金（ETF）平台，为平台上 90% 的 ETF 提供免佣在线交易。

资料来源：Vanguard，信达证券研发中心

2.2、Vanguard 产品布局分析

2.2.1、根据投资者类型不同：Vanguard 为不同类型的投资者提供不同的产品。

（1）对于个人投资者提供的产品主要分为共同基金和 ETF 两大类。

1) 共同基金

Vanguard 根据投资者类型不同提供不同种类的产品。

针对个人投资者，根据官网数据显示 Vanguard 集团目前提供了 130 只共同基金，按照资产类型可分为货币

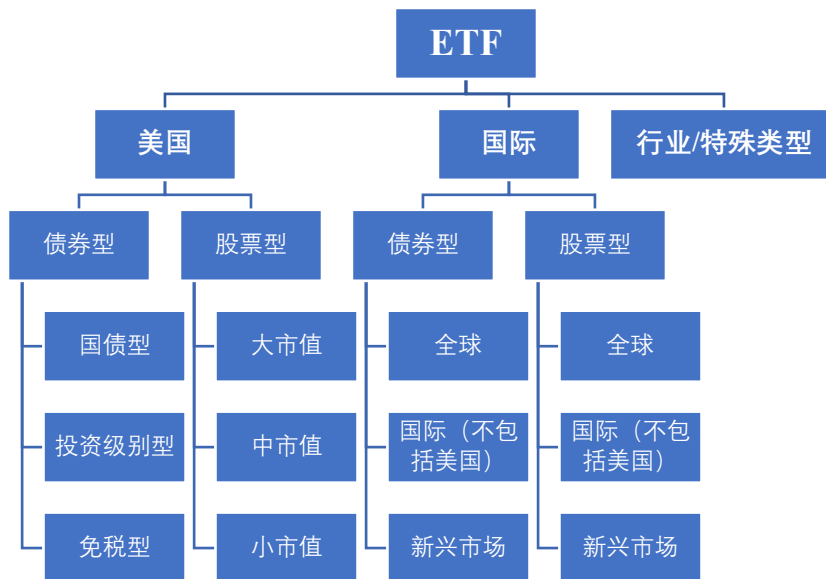
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

基金型、股票型、债券型和平衡型，按照资产地区可分为美国国内市场、海外市场和全球，按照管理方式可分为主动管理型和被动指数型。主动管理型基金包括量化因子产品，主要为多因子股票产品和低波动性股票产品。大多数 Vanguard 共同基金的投资门槛为 3000 美元，部分共同基金有 0.25%-1% 的申购或赎回费用。

2) ETF

Vanguard 提供的 ETF 产品分为针对美国市场提供的 ETF 以及对美国以外市场提供的 ETF 产品，根据官网统计，针对个人投资者提供的 ETF 产品共计 76 只。

图 13: Vanguard 针对个人投资者提供的 ETF 产品布局



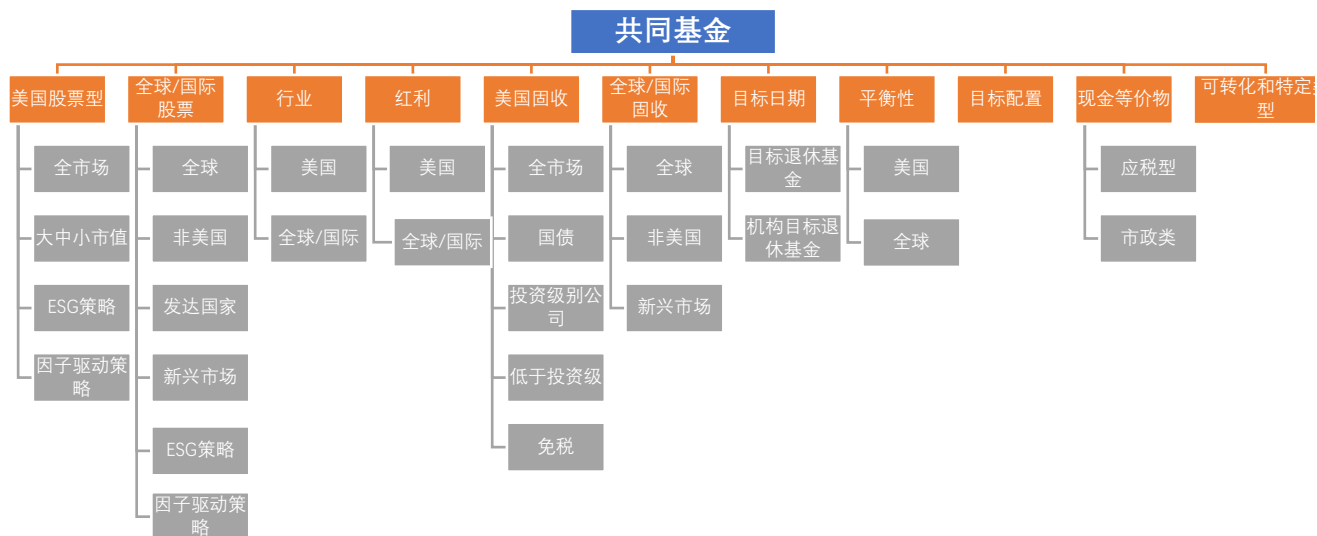
资料来源: Vanguard, 信达证券研发中心整理

(2) 针对机构投资者，Vanguard 在提供共同基金、ETF 的基础上提供了集体信托产品。其中集体信托产品有较大比例用于为以企业为单位的机构提供养老金类产品。

在共同基金以及 ETF 产品这两类产品的选择上较个人投资者可供选择的范围更广，产品类型更多。

从基金的追踪标的来看，标的分布于富时罗素、CRSP、标普、MSCI、纳斯达克、彭博巴克莱几家指数公司发布的指数。

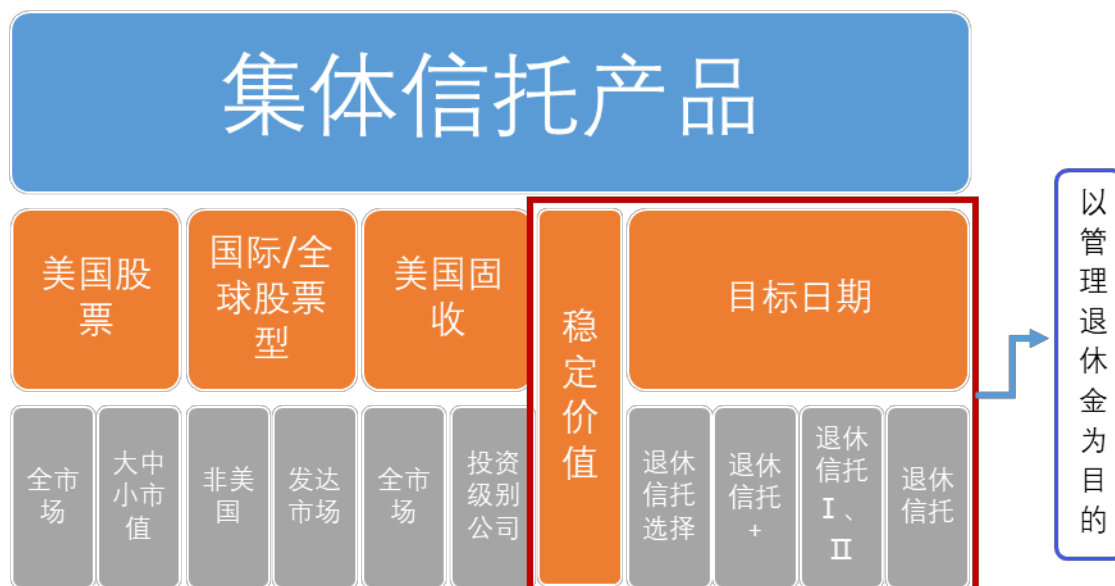
图 14: Vanguard 针对机构投资者提供的共同基金、ETF 产品布局



资料来源: Vanguard, 信达证券研发中心整理

注: 国际为除美国外的其他国家

图 15: Vanguard 针对机构投资者提供的集体信托产品布局



资料来源: Vanguard, 信达证券研发中心

(3) 对于金融机构顾问, Vanguard 在提供 ETF、共同基金的同时还提供了保险基金产品以及个性化定制的指数基金。

Vanguard 对金融机构顾问提供的共同基金共 176 只。按资产类别划分,其中股票型数量占比最高(88)、其次为固定收益型共同基金(45)与混合资产型共同基金(36),货币市场型(5)的数量最少。

Vanguard 对金融机构顾问提供的 ETF 共 82 只。按资产类别有股票型(62)与固定收益型(20) ETF 两种类型。

Vanguard 对金融机构顾问提供的保险基金共 19 只,产品种类较全,每种产品的数量相对较少。其中股票型保险基金数量最多(11),固定收益型(4)、货币市场型(1)、混合资产型保险基金(3)相对较少。

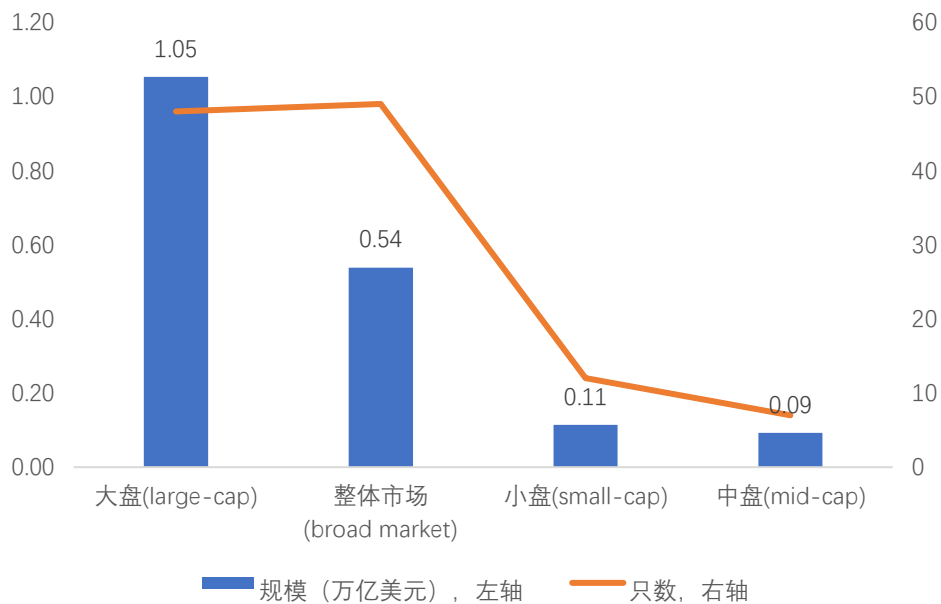
2.2.2、根据产品属性不同

针对 Vanguard 发布的股票型 ETF 的产品属性进一步分析。

(1) 宽基类别的基金分布情况

属于宽基类别基金的股票型 ETF 共计 116 只。排除掉不侧重于特定市值大小的产品,布局整体市场的 ETF 只数最多,达 49 只,侧重大市值类别的 ETF 规模最多,规模高达 1.05 万亿美元。

图 16: Vanguard 宽基类别 (Fund Market Cap Focus) 的基金分布情况



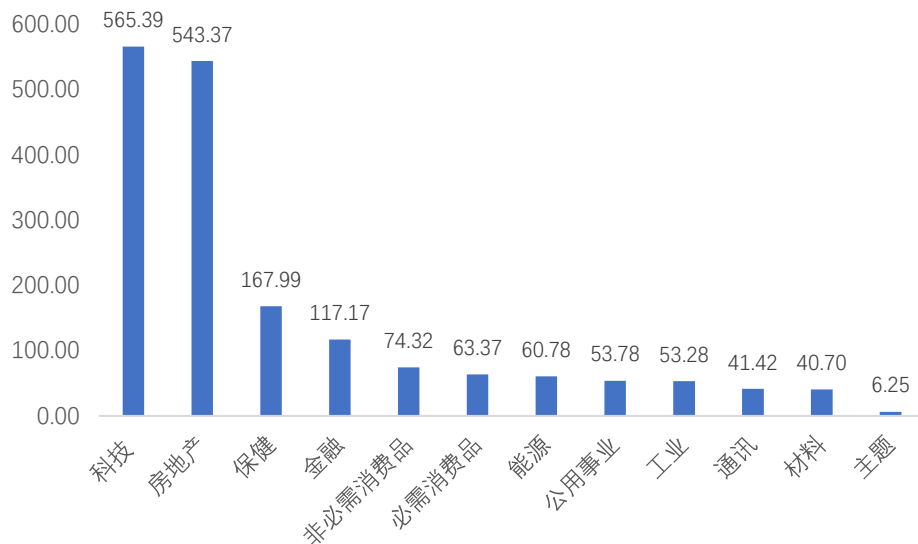
资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

日期: 截至 2021 年 12 月 14 日

(2) 根据 ETF 侧重行业不同划分

截至 2021 年 12 月 14 日, Vanguard 旗下管理的股票型 ETF 产品共计 1.8 万亿美元,其中侧重于特定行业的 ETF 规模共计 1787.8 亿美元,侧重科技、房地产行业的 ETF 规模最大,分别为 565 亿、543 亿美元。

图 17: Vanguard 侧重行业不同的产品布局情况 (规模: 亿美元)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

日期: 截至 2021 年 12 月 14 日

(3) 根据 ETF 暴露的因子不同划分

Vanguard 发布的股票型 ETF 中根据暴露的因子不同划分的 ETF 共计 20 只。其中采用红利因子的 ETF 规模及只数最多, 只数共计 9 只, 规模为 1209.7 亿美元。

图 18: Vanguard 暴露因子不同的产品布局情况



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

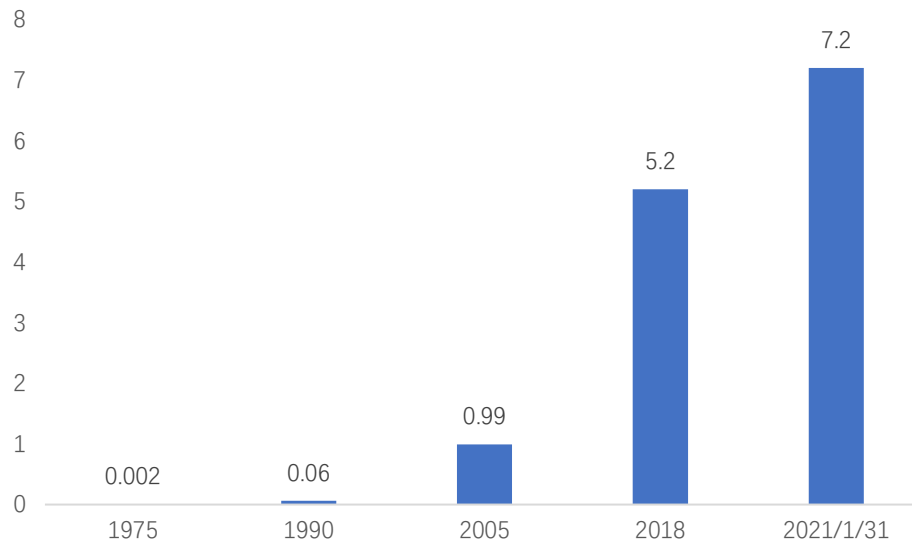
日期: 截至 2021 年 12 月 14 日

2.3、Vanguard：发展成功的原因分析

Vanguard 是全球最大的基金管理机构之一。根据 mutual funds 官方数据显示，截至 2021 年 12 月 14 日，在规模前 20 的资产管理公司中 Vanguard 的资产规模最多，总资产为 8.31 万亿美元。

官网显示，其在美国管理的基金只数共计 209 只，在全球范围内（除美国）管理的基金共计 292 只，客户群体庞大，覆盖 170 个国家中超过 3000 万的投资者。人员配置方面，Vanguard 当前全球员工共计 1.73 万人。

图 19：Vanguard 管理的总资产规模变化情况（万亿美元）



资料来源：Vanguard 官网，信达证券研发中心

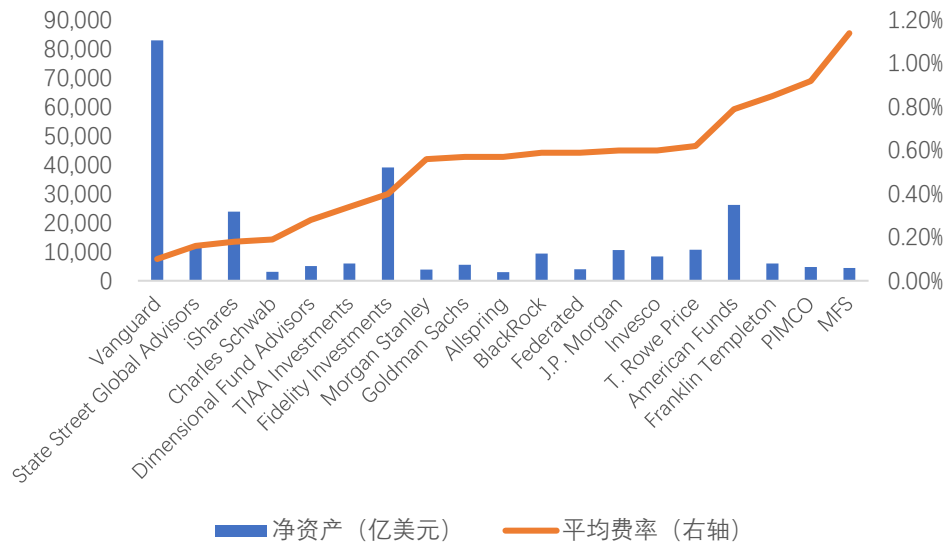
2.3.1、积极发展产品的创新与推广，ETF 产品是 Vanguard 发展一大优势

Vanguard 集团目前为全球第二大 ETF 供应商。Vanguard 自上世纪 70 年代 ETF 产品的首次推出以来，即开始布局推广 ETF 产品。在 Vanguard 集团成立一年之后，其领导者 John C. Bogle 为个人投资者创建了第一支指数基金，开创了低成本指数投资的时代。Vanguard 集团于 2001 年开始发展 ETF 业务，与当时作为独立投资产品运作的交易所买卖工具不同，Vanguard 集团形成了独特的 ETF 产品投资架构。在此架构下，ETF 作为现有指数基金下设的一个独立类别，这种架构给 Vanguard 集团带来了规模经济以及额外的纳税优惠，进一步推动了基金费率的下降。

2.3.2、低费率优势

管理费率较低是 Vanguard 能够从众多的基金管理机构中脱颖而出的一大关键，2020 年基金的平均费率仅有 0.09%，在规模前 20 的资产管理公司中 Vanguard 的规模最大、平均费率最低。从共同基金的佣金情况来看，资产规模前 20 的资产管理公司中包括 Vanguard 在内的五家基金公司均 100% 无佣金（无佣金表示无需财务经纪人、财务规划师和保险销售人员代为销售产品，仅为基金公司自己销售从而避免支付销售费用）。综合来看，Vanguard 对比其他基金管理公司具有很强的价格优势。

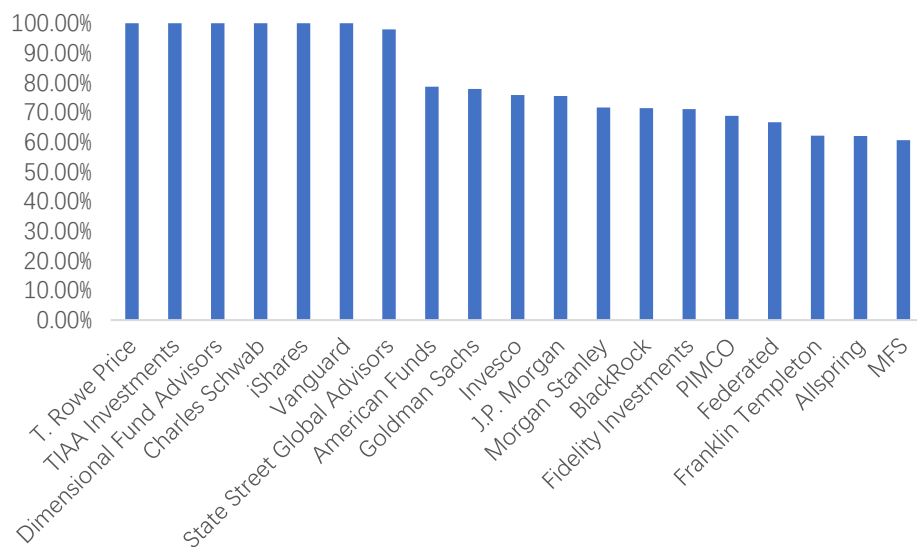
图 20：规模前 20 的资产管理公司规模及费率情况



资料来源: mutualfunds.com, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2021 年 12 月 14 日

图 21：规模前 20 的资产管理公司管理共同基金无佣金的比例



资料来源: mutualfunds.com, 信达证券研发中心

数据日期: 截止至 2021 年 12 月 14 日

注: 无佣金表示无需财务经纪人、财务规划师和保险销售人员代为销售产品, 仅为基金公司自己销售从而避免支付销售费用。

三、海外指数公司的发展布局：发展速度快，指导 ETF 投资的风向标

3.1、海外指数公司发展快，对指数市场投资意义重大

1960 年指数投资开始作为一种投资理念被提出，70 年代第一只指数产品在美国面世，80 年代中期开始进入欧洲市场。从此指数产品进入飞速发展阶段，指数公司也顺应指数发展趋势开始迅速占据一席之地。

指数投资的快速崛起与指数公司的发展互利共赢，足够的专业性以及权威性为处于发展初期的被动投资产品提供了支持：通过追踪指数简化被动指数的管理，特别是随着指数产品（尤其是 ETF）今年来的迅速普及，权威的指数发布机构越来越被市场普遍认可和选择。当前处于全球公认的几大指数公司巨头标普、纳斯达克、道琼斯以及 MSCI 等指数公司所推出的指数包揽了市场上大部分被动指数基金、ETF 的追踪标的。

指数公司对指数产品的布局及设计对 ETF 的投资具有很强的指导意义与投资参考价值。当前市场权威性高、辨识度广的指数公司如下：

表 3：市场主流指数公司

指数系列	资产类别	所有者	公司类型
彭博巴克莱	债券	彭博社	信息和数据提供程序
道琼斯	股票	标普全球	信息和数据提供程序
富时指数	股票	伦敦证券交易所	证券交易所运营商
iBoxx	债券	IHS MarkIT	信息和数据提供程序
摩根大通	债券	摩根大通	国际银行
MSCI	股票	摩根士丹利资本国际公司	信息和数据提供程序
罗素	股票	伦敦证券交易所	证券交易所运营商
标普	股票	标普道琼斯指数	信息和数据提供程序
斯托克	股票	德意志交易所股份公司	证券交易所运营商

资料来源：justetf.com，信达证券研发中心

注：以上指数公司为 justetf 提供的当前市场主流指数公司名单

3.2、海外最大指数公司之一——MSCI 的指数产品布局与分析

3.2.1、MSCI 发展历史久，指数产品类型齐全，影响力大

MSCI 英文全称为 Morgan Stanley Capital International，又名明晟，是一家提供全球指数及相关衍生金融产品标的的国际公司，其推出的 MSCI 指数广为投资人熟知及作为投资参考。自 1969 年推出第一只全球股票指数以来，MSCI 在指数公司中一直处于领先的位置。

根据 MSCI 官网显示，截至 2021 年 6 月 30 日，全球共有 16.3 万亿美元资产以 MSCI 指数作为追踪标的，MSCI 指数覆盖的股票型指数产品超过 22.5 万只。

MSCI 作为指数公司中的引领者，在指数创新方面表现优秀，为后续其他指数公司的发展以及指数的设计提供的思路和一定的参考价值。

表 4：MSCI 指数发展历史

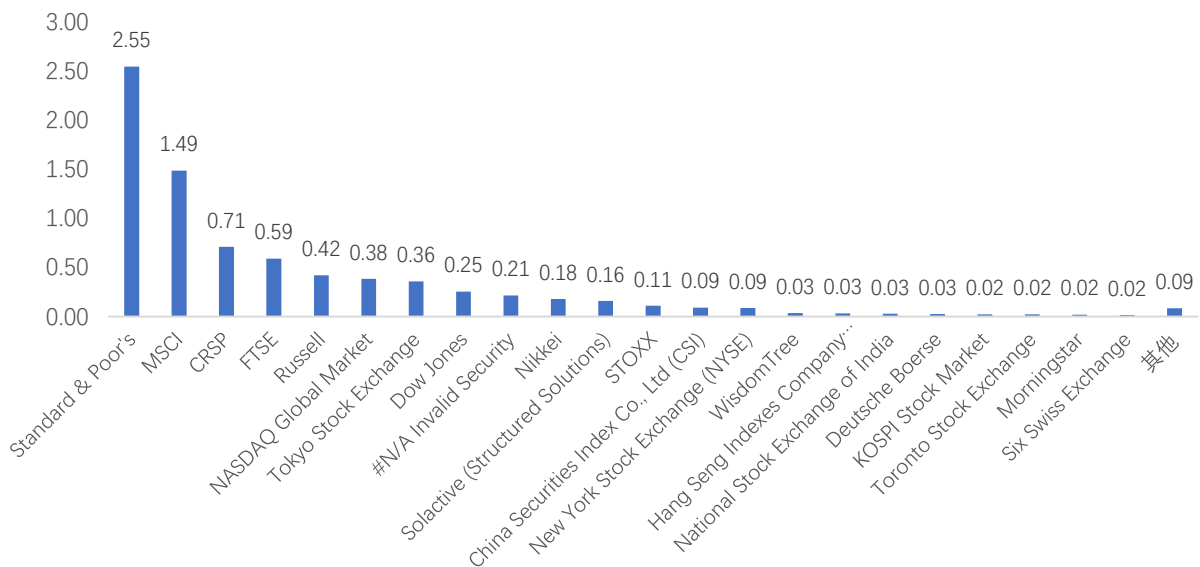
年份	主要事件
1968	capital international 发布了涵盖非美国市场全球股市指数
1969	MSCI 发布发达国家市场指数
1987	MSCI 发布新兴市场指数
1995	MSCI 发布全球指数
1999	推出全球行业分类系统 GICs
2007	推出全球可投资市场指数编制方案、推出因子指数、推出全球-伊斯兰指数
2010	推出 ESG 指数
2012	推出经济暴露度指数
2013	推出复合因子指数
2015	推出多元化复合因子指数、推出可适应对冲指数
2016	推出可持续影响指数、推出女性领导力指数
2017	推出 ESG 通用指数、因子 ESG 目标指数
2018	推出 FaCS（选出八个因子）、 将 A 股纳入 MSCI 指数内 、ESG 筛选指数

资料来源：MSCI 官网，信达证券研发中心整理

3.2.2、MSCI 指数具备市场权威性，追踪指数的 ETF 数量规模大

从追踪全球主要的指数公司旗下指数的 ETF 规模分布来看，截至 2021 年 12 月 14 日，追踪 MSCI 发布指数的股票型 ETF 规模较大，共计 1.49 万亿美元，仅次于追踪 S&P 旗下指数 ETF 的规模。

图 22：追踪各指数公司的股票型 ETF 规模情况（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

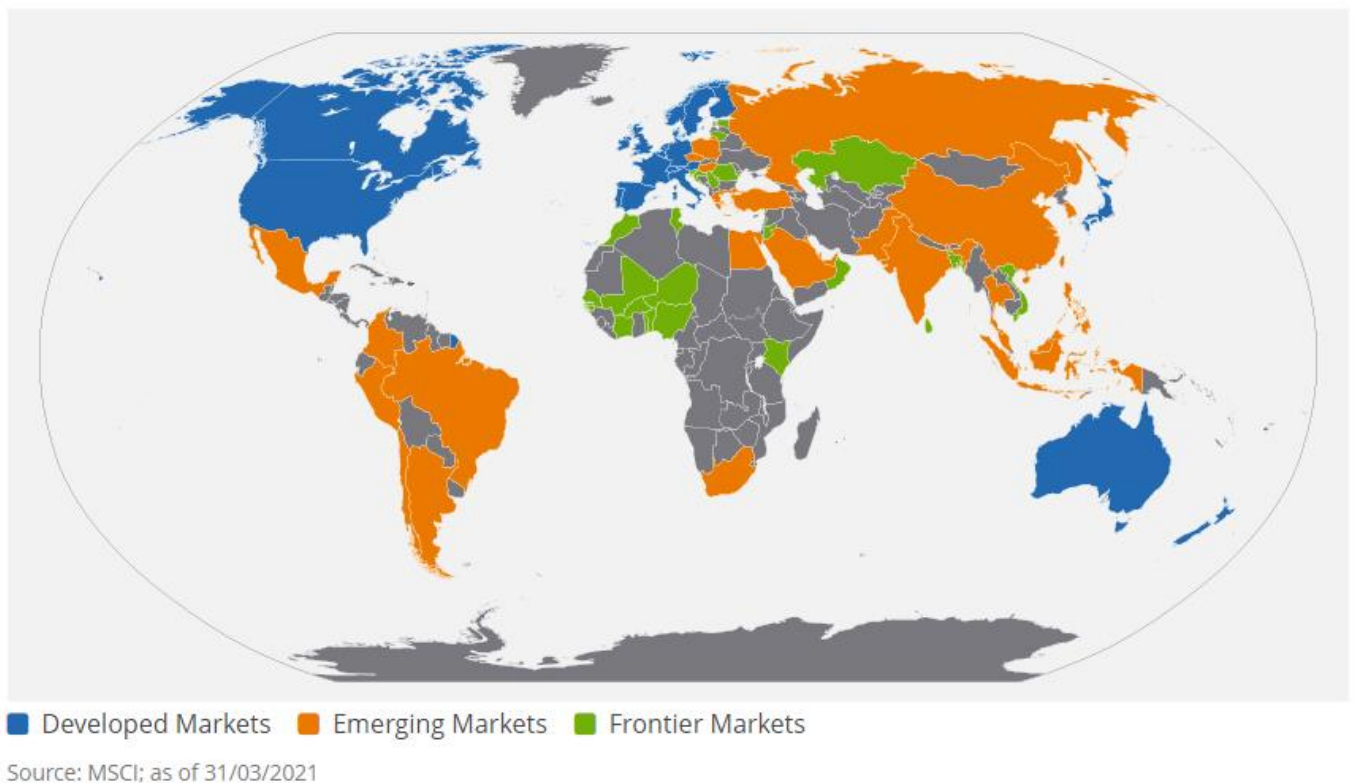
数据日期：截止至 2021 年 12 月 14 日

3.2.3、MSCI 指数实现市场全覆盖，指数设计科学系统

MSCI 指数较广地覆盖了全球范围内发达和新兴市场中不同规模及行业的公司，并对每一个公司进行归类。

其中最具代表性且基本可以实现全球市场全覆盖的 3 个指数分别为 MSCI ACWI 指数、MSCI 世界指数、MSCI 新兴市场指数。MSCI ACWI 是所有指数的母体，覆盖了全球 85% 的投资市场，被市场认为是可以很好代表全球 23 个发达市场以及 27 个新兴市场中超过 3000 只大、中市值的股票的全球股票指数。但其反映新兴市场表现的能力较弱，占全球 GDP 中 40% 左右的新兴市场在 ACWI 的份额仅占 13% 左右；另一具有代表性的覆盖范围广的指数，MSCI 世界指数也仅覆盖了全球发达国家的股票，但是没有覆盖到新兴市场国家，所以 MSCI 发布的新兴市场指数可以很好的起到对 MSCI ACWI 和 MSCI 世界指数的补充作用。在新兴市场的基础上，为了更加全面的覆盖全球市场类型以及国家，MSCI 提出了前沿市场（MSCI Frontier Markets）。此类国家发展整体较弱，经济实力等更方面均不及新兴市场中覆盖的国家。主要包括中欧及独联体、非洲、中东、亚洲的一些国家。

图 23：MSCI 指数对市场的覆盖程度广



资料来源：MSCI 官网，信达证券研发中心

上述的指数均是针对不同市场可供选择的 MSCI 指数，主要涵盖了其成分市场中的大中型公司。根据 JUSTETF.com 统计显示，MSCI 成分股中，大盘股公司占有特定市场总市值的 65%-75%；中型企业占比次之，大中型公司成分股合计占 MSCI 指数成分股总数的 80%-90%。占比 10%-20% 的小盘股的具体表现则使用 MSCI 的 IMI 指数来体现。

IMI 指数对市场实现了约 99% 的覆盖率，通过覆盖的市值大小将 MSCI 指数划分为以下体系。可投资市场指数

中最具代表性的指数是 MSCI ACWI IMI，该指数拥有分布在 50 个国家的近 9000 只股票。

图 24：MSCI 指数的根据市场覆盖范围的布局



资料来源：MSCI 官网，信达证券研发中心整理

此外，2018 年 MSCI 将 A 股纳入 MSCI 指数系统内。中国的经济发展很大程度上反映着全球经济市场特别是新兴国家经济市场的发展方向，将中国 A 股纳入 MSCI 指数系统对 MSCI 的指数布局是一个里程碑式的标志。具体时间截点如下：

1) 2017 年 6 月 21 日，MSCI 公司宣布将 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，基于 5% 的纳入因子，这些 A 股约占 MSCI 新兴市场指数 0.73% 的权重。

2) 2019 年 3 月 1 日，MSCI 宣布将 A 股纳入的因子从 5% 增加至 20%。

3.2.4、MSCI 的指数分类体系介绍

MSCI 指数主要包括根据覆盖市场国家不同的 MSCI 市场指数，MSCI 固定收益指数、MSCI 因子指数、MSCI 策略指数、针对当前及未来具有发展前景的主题设计的主题指数、MSCI ESG 指数、以及为满足特定客户需求定制的特定指数以及 MSCI 房地产指数。通过详尽的分类体系，尽可能全面的覆盖了不同类型和层面以及不同客户需求用途的指数，全面的包含具有代表性的股票。

MSCI 全球行业分类标准(GICS)，由 MSCI 和 S&P Global 开发的行业分类系统，MSCI 所有的指数都是使用 GICS 创建的。该系统将行业分为 11 个大类、24 个行业组、69 个行业以及 158 个细分行业，确保每只股票只被归类到一个细分行业中。11 个大类包括能源、材料、工业、非必需消费、必须消费品、医疗健康、金融、信息技术、通讯服务、公共事业、房地产。

为了保证指数的可投资性和可复制性，MSCI 将指数按照各类投资需求进行了系统分类。

(1) MSCI 市场指数

MSCI 市场指数涵盖了全球 85 个国家经济体，极大程度反映了全球各个经济市场的表现。美国在全球指数中

的权重高，美国市场价值超过 MSCI ACWI 的 55%，占 MSCI 世界指数的 65%以上。MSCI 市场指数系列指数是 MSCI 最具代表性的一系列指数，通过将不同的国家和地区按照经济属性进行划分，分到不同的所属市场，针对该市场设计指数进而精准反映该经济市场的发展情况。具体划分情况如下：

图 25：MSCI 市场指数基本框架

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX									
MSCI ACWI INDEX						MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX			
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX			
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS			
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada	Austria	Australia	Brazil	Czech Republic	China	Croatia	Kenya	Bahrain	Bangladesh
United States	Belgium	Hong Kong	Chile	Egypt	India	Estonia	Mauritius	Jordan	Pakistan
	Denmark	Japan	Colombia	Greece	Indonesia	Iceland	Morocco	Oman	Sri Lanka
	Finland	New Zealand	Mexico	Hungary	Korea	Lithuania	Nigeria		Vietnam
	France	Singapore	Peru	Kuwait	Malaysia	Kazakhstan	Tunisia		
	Germany			Poland	Philippines	Romania	WAEMU ²		
	Ireland			Qatar	Taiwan	Serbia			
	Israel			Russia	Thailand	Slovenia			
	Italy			Saudi Arabia					
	Netherlands			South Africa					
	Norway			Turkey					
	Portugal			United Arab Emirates					
	Spain								
	Sweden								
	Switzerland								
	United Kingdom								
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES ¹									
						Americas	Europe & CIS	Africa	Middle East
						Argentina	Bosnia Herzegovina	Botswana	Lebanon
						Jamaica	Bulgaria	Zimbabwe	Palestine
						Panama	Malta		
						Trinidad & Tobago	Ukraine		

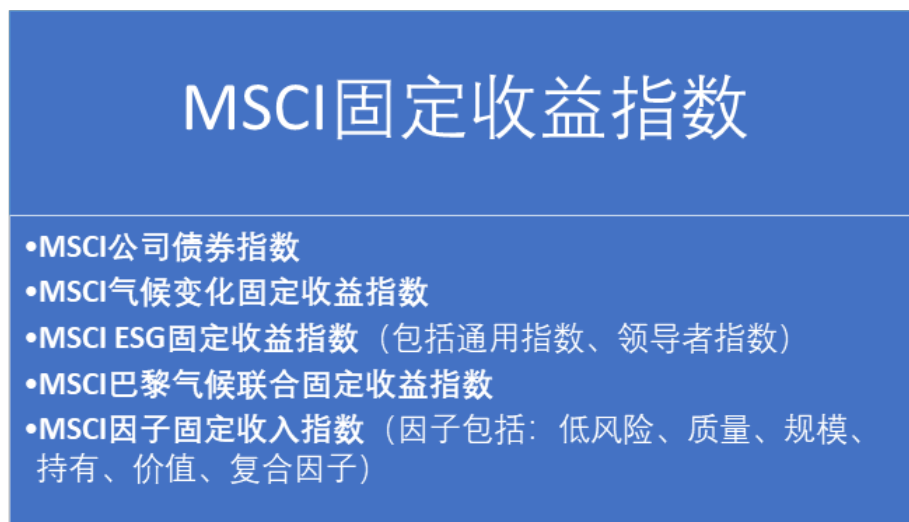
资料来源：MSCI 官网，信达证券研发中心

(2) MSCI 固定收益指数

MSCI 固定收益指数是可以帮助投资评估和管理固定收益机会和风险的工具。为满足投资者对与其投资目标一致的目标投资基准的需求，MSCI 推出了固定收益 ESG、气候变化和因素指数，扩大了其投资解决方案的范围。

MSCI 固定收益指数共计 86 只。

图 26: MSCI 固定收益指数及分类



资料来源: MSCI 官网, 信达证券研发中心整理

(3) MSCI 因子指数及分类

MSCI 因子指数旨在捕捉历史上可以获得长期超额回报的因子, 多因子指数具有广泛的分散性、系统性和可复制性。MSCI 筛选出的因子共 8 个类别, 分别为价值、规模、动量、质量、产出、低波、成长、流动性因子八类。

图 27: MSCI 因子指数及分类

VALUE	SIZE	MOMENTUM	QUALITY	YIELD	VOLATILITY	GROWTH	LIQUIDITY
Book-to-Price Earnings Yield LT Reversal	Mid Cap Size	Momentum	Leverage Investment Quality Earnings Variability Earnings Quality Profitability	Dividend Yield	Beta Residual Volatility	Growth	Liquidity

资料来源: MSCI 官网, 信达证券研发中心

(4) MSCI 策略指数及分类

MSCI 策略指数共 4 类, 分别为 MSCI 上限策略指数、MSCI 对冲和货币策略指数、MSCI 空头和杠杆策略指数、MSCI 等值加权策略指数。

① MSCI 上限策略指数

大多数 MSCI 指数是传统的市值加权指数，其中每个成分股都根据其自由浮动调整的市值进行加权。在某些情况下，随着公司、行业或地区价值的增长，这可能导致单一股票、部门或地域较为集中，进而影响指数表现。MSCI 的上限指数提供了一种替代的构建方法来解决这个问题。

标准 MSCI 上限指数通过将各个行业、地区或成分股权重限制在预设的最大值来限制指数集中度。

MSCI 10/40 股票指数：是从 MSCI 标准指数、价值/成长指数和小盘股票指数中提取出来的指数。MSCI 10/40 股票指数将 UCITS（可转让证券集体投资）中规定的要求应用于 MSCI 标准中，对欧盟成员国的基金投资进行限制，限制单一实体集团的权重。将单一实体集团的权重定义限制为基金总资产的 10%，以及代表基金 5% 以上的所有实体集团的权重总和限制为基金总资产的 40%。如超过限定标准则需要及时调整。

MSCI 25/50 指数：根据美国国内现行的税收法典，基金需要满足某些测试，例如与资产多样化和收入来源有关的测试，以获得“受监管投资公司”或“RIC”的资格，使基金有资格成为美国受监管的投资公司（RIC）。MSCI 25/50 指数考虑了 RIC 中的限制条件，一再为符合 RIC 标准的基金提供一个相关的基准测试替代方法。RIC 规定，在每个季度末的，不超过 25% 的 RIC 资产投资于一个发行人同时代表基金总资产 5% 以上的所有发行人的权重之和不得超过基金总资产的 50%。

② MSCI 对冲和货币策略指数

货币变动可能对全球股票指数的表现和波动性产生重大影响。这些指数反映了某些对冲活动及货币表现产生的影响。

MSCI FX 对冲指数旨在通过衡量每月远期合约展期来对冲 MSCI 国际股票指数的货币风险敞口对投资者的影响。该指数衡量了在每月最后一个工作日以一个月远期利率出售 MSCI 股票指数中的每个外汇敞口的投资过程的结果。每种货币名义上出售的远期金额来自相应的 MSCI 股票指数中该货币报价的证券自由浮动调整市值权重。

MSCI 对冲指数代表了对一个月远期市场的货币风险对冲可以实现的回报的近似估计。MSCI 对冲指数通过以一个月远期利率出售每种外币，将指数中的每种外币对冲回指数的本国货币。

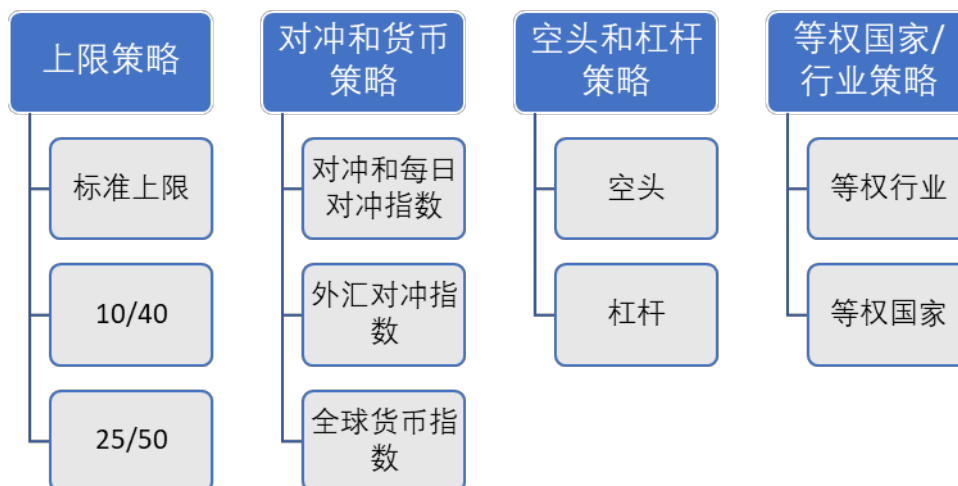
MSCI 全球货币指数旨在反映货币表现，衡量 MSCI 股票指数中的货币总回报，并反映货币升值/贬值和持有这些货币所产生的利息。

③ MSCI 空头和杠杆策略指数：反映了空头和杠杆投资策略的表现。

④ MSCI 等值行业、国家加权策略指数

MSCI 等值行业加权策略指数在每次再平衡时均等地对母公司 MSCI 指数的行业进行加权，以帮助避免潜在的行业集中。MSCI 等值国家加权指数在每次重新平衡时均等地重新加权母公司 MSCI 区域指数的国家风险敞口，以帮助避免潜在的国家集中。

图 28: MSCI 策略指数及分类

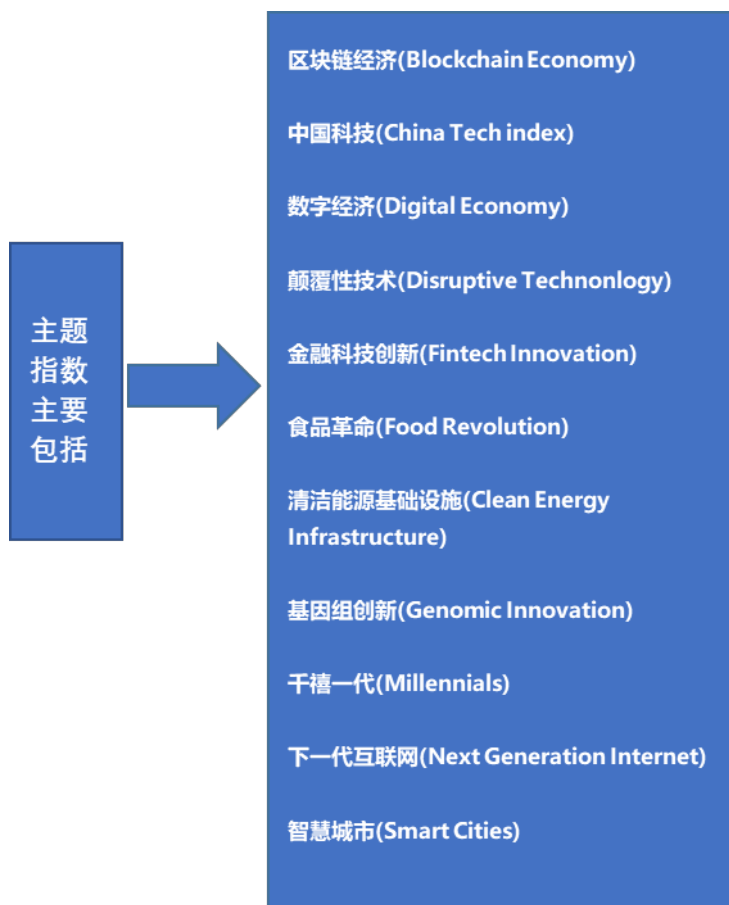


资料来源: MSCI 官网, 信达证券研发中心

(5) MSCI 主题指数

采用自上而下的投资方法,利用宏观经济、地缘政治和技术趋势创造的机会。指数选择的主题分布范围广泛,从不断增长的数字经济,到智慧城市和食品革命,再到高效的能源以及颠覆性和自主技术。

图 29: MSCI 主题指数以及分类 (下图仅展示部分主题)



资料来源: MSCI 官网, 信达证券研发中心整理

(6) MSCI ESG 指数

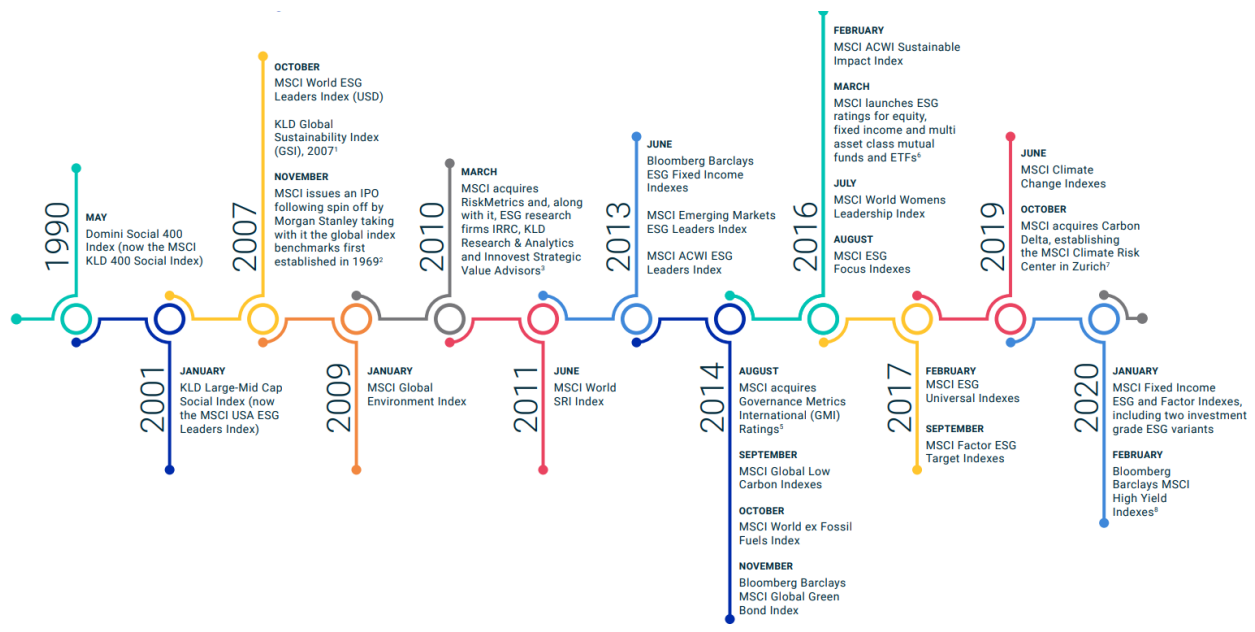
MSCI 是全球最大的 ESG 指数公司。MSCI 旗下超过 1500 只的股票和固收 ESG 指数被机构投资者用作追踪标的。

MSCI ESG 旨在通用指数反映以下投资策略的表现：根据某些 ESG 指标重新调整自由流通市值权重，寻求表现稳健的 ESG 概况以及 ESG 概况积极改善的公司，同时在最低限度内剔除母指数的成分股。机构投资者越来越多地寻求各种方式将 ESG 纳入其投资决策过程，选择追踪 ESG 指数可以缓解长期风险，产生更高的风险调整表现，并使投资与更广泛的社会目标相一致。

从历史上看，很多 ESG 整合指数策略依靠的是排除法，即把 ESG 表现差的企业从投资机会集中筛选出来。然而对于大型资产所有者而言，这种方法可能难以达到“普遍持有”的目标。

MSCI ESG 通用指数按以下步骤构建。首先，从 MSCI 指数（“母指数”）中剔除 ESG 概况最弱的股票。然后定义 ESG 重新加权因子，它反映对当前 ESG 概况的评估及该概况的趋势。最后，使用合计 ESG 得分对母指数的自由流通市值权重进行调整，以构建 MSCI ESG 通用指数。

图 30：MSC ESG 发展时间线



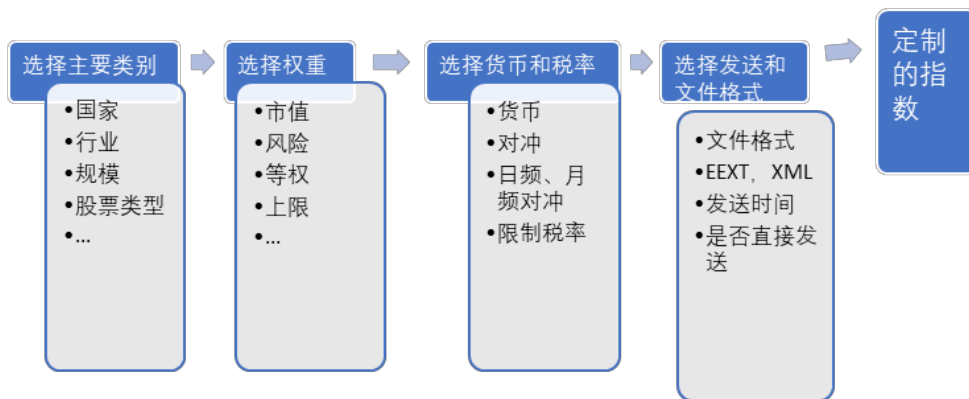
资料来源：MSCI 官网，信达证券研发中心

(7) MSCI 根据特殊需求定制的指数

MSCI 会为具有独特指数要求的投资者提供定制指数。目前 MSCI 为全球 700 多家客户计算了超过 7000 个自定义指数，指数涵盖了超过 75 个国家的 22000 多只证券。定制的指数采用与核心指数产品相同的指数构建、维护纪律、数据可靠性、全球服务和支持。

MSCI 可以从多个维度定制指数。

图 31：MSCI 定制指数流程



资料来源：MSCI 官网，信达证券研发中心整理

（8）MSCI 房地产指数及分类

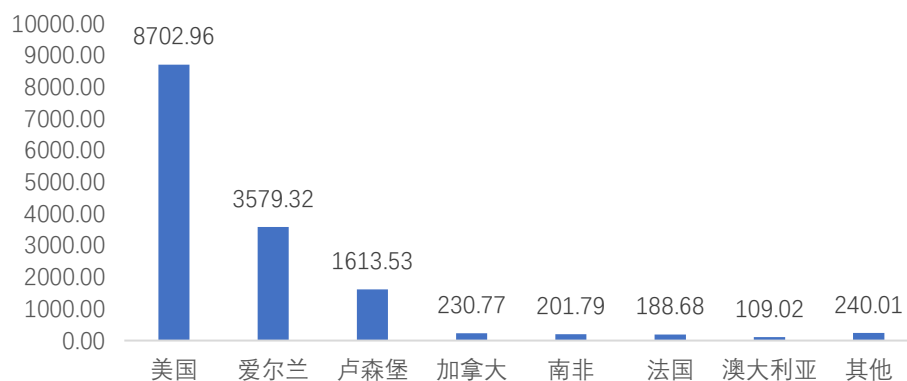
MSCI 行业房地产指数反映了基于 GISCS®分类的全球房地产机会集的表现。

3.2.5、以 MSCI 旗下指数为跟踪标的的股票型 ETF 属性分析

（1）按追踪 MSCI 指数的股票型 ETF 所在国家规模不同划分

追踪 MSCI 发布指数的股票型 ETF 覆盖国家广，整体规模较大。根据 Bloomberg 数据显示，截至 2021 年 12 月 14 日，全球追踪 MSCI 指数的股票型 ETF 分布于 24 个国家，总规模共计 1.49 万亿美元。美国追踪 MSCI 旗下指数的股票型 ETF 规模最大，规模高达 8702.96 亿美元，爱尔兰以及卢森堡以 MSCI 指数为跟踪标的的股票型 ETF 规模分别位列第二、第三名。

图 32：追踪 MSCI 公司旗下指数的股票型 ETF 在不同国家的规模（亿美元）



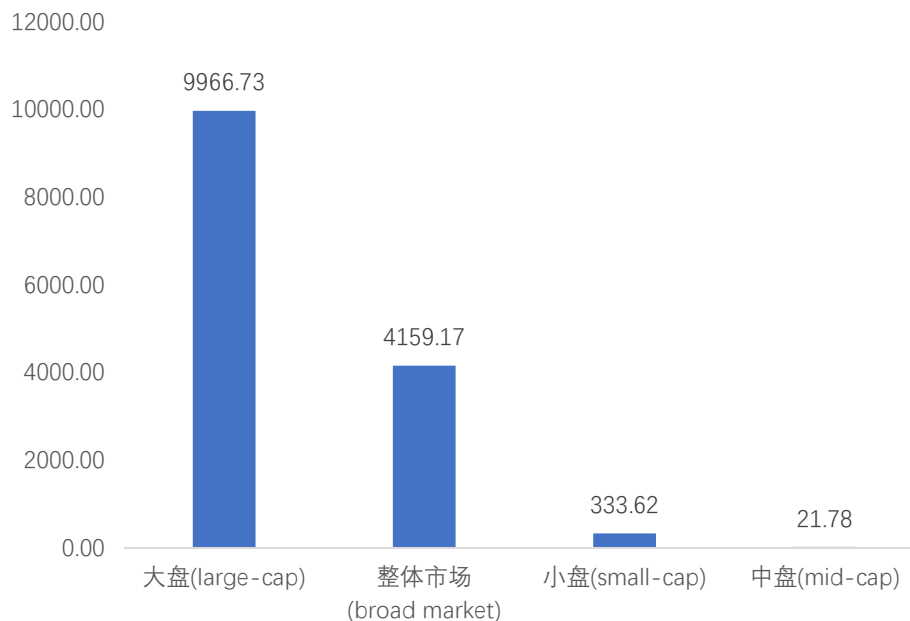
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2021 年 12 月 14 日

(2) 按追踪 MSCI 的股票型 ETF 侧重资产级别划分

追踪 MSCI 旗下指数的股票型 ETF 共计约 1.49 万亿美元，除未侧重特定市值的 ETF（384 亿规模）外，将追踪 MSCI 旗下指数的股票型 ETF 按侧重市值大小不同划分，规模最大的是侧重大市值的股票型 ETF，规模共计 9966.73 亿美元，其次为侧重整体市场的股票型 ETF，规模达 4159.17 亿美元。

图 33：宽基类别（Fund Market Cap Focus）的股票型 ETF 分布情况（亿美元）



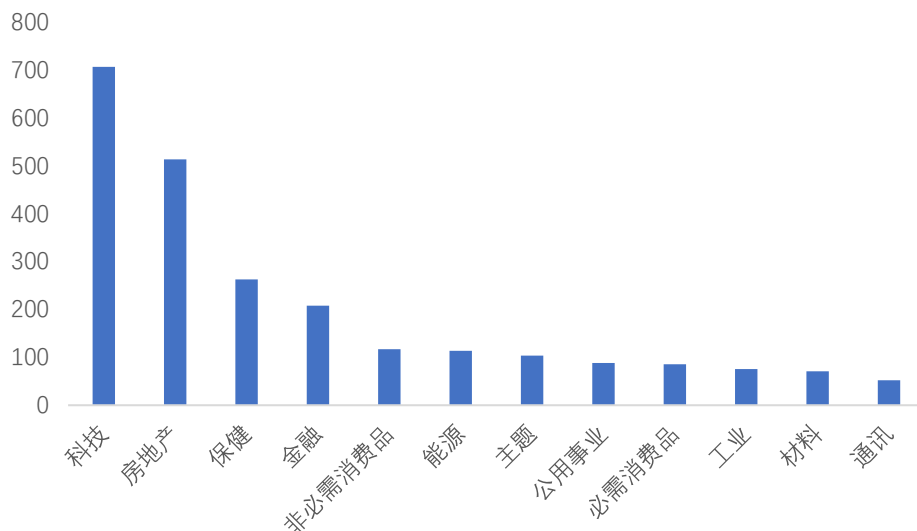
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2021 年 12 月 14 日

(3) 按追踪 MSCI 的股票型 ETF 侧重行业(Fund Industry Focus)不同进行划分

追踪 MSCI 旗下指数的股票型 ETF 共计约 1.49 万亿美元，除未选择侧重行业的 ETF（1.24 万亿规模）外，追踪 MSCI 旗下指数的股票型 ETF 侧重于投资某一特定行业的基金规模共计 2397.58 亿美元。按 ETF 侧重的行业不同划分，规模最大的是侧重科技行业的股票型 ETF，规模达 706.5 亿美元，其次为侧重房地产行业的 ETF，规模为 513.24 亿美元。

图 34：按不同侧重行业进行划分（亿美元）



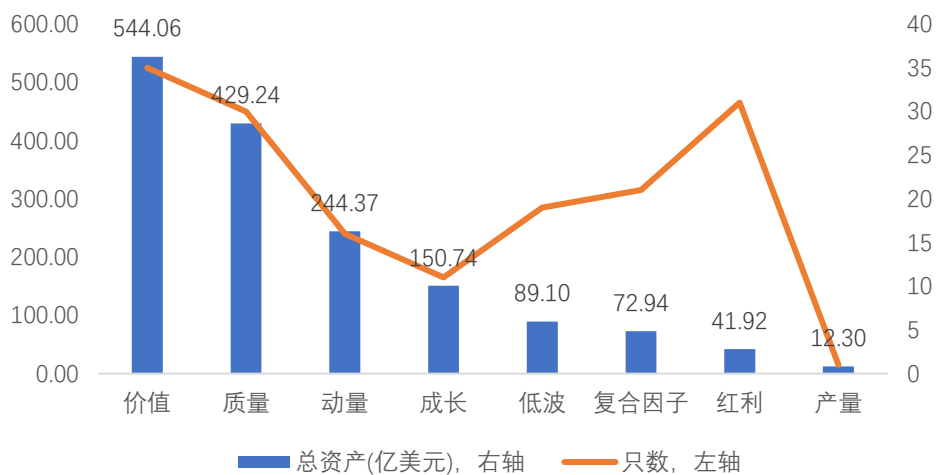
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2021 年 12 月 14 日

（4）按 ETF 选择暴露的因子不同进行划分

将追踪 MSCI 发布指数的股票型 ETF 根据选择暴露的因子不同进行划分，选择价值、质量、动量因子的 ETF 规模较大，选择价值、红利以及复合因子的 ETF 只数较多。

图 35：按不同因子进行划分



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

数据日期：截止至 2021 年 12 月 14 日



风险因素

报告中对于产品及指数的研究均基于公开信息，可能受分析样本不同、数据来源不同等影响产生一定偏差；指数产品表现受指数波动影响，基金产品历史业绩不代表未来；本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金产品的推荐，不涉及对任何指数样本股的推荐。



机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。