

忽然一夜春风来，不经意间，ETF已经成为近年来公募基金业最爱的宠儿。

一个真实的故事，从侧面可见ETF基金的热度。因为没有发力ETF业务，某基金公司总经理甚至被销售部门埋怨：“现在这么好赚的钱，为什么咱们不赚？过了这个村，就没这个店了。”

Wind数据显示，按认购截止日计算，2018年，新发ETF基金共有38只，合计首募总份额达920亿份，是前一年的5倍有余；而2019年以来，截至8月27日，新发ETF产品已有38只，合计首募总份额达535亿份，尽管单品首募额有所下降，但产品发行热情有增无减。

值得注意的是，在头部ETF基金地位难以撼动的局面下，部分基金公司企图用“创新”实现业务的曲线扩张，诸如商品ETF、跨境市场ETF产品以及上市公司股份换购ETF等各种新模式如雨后春笋般密集出现。但业内人士指出，ETF产品的复杂性不容忽视，大胆的产品设计和模式创新或许能在短期内迅速壮大业务规模，但创新之后的风控却有可能成为实际运营中的痛点。

，

□本报记者 李良

驶入快车道

每一只超百亿份额的新基金成立，都会引发一次行业内的骚动。2018年，首募超百亿的ETF新基金接二连三出现，自然令市场为之侧目，让许多基金公司的新产品布局重心快速向ETF产品倾斜。于是，2019年至今，8个月时间内ETF新基金的发行数量已经追平去年全年，接近2017年的2倍，合计首募总份额也达到535亿份。

上海某基金公司分管市场的副总经理表示，从海外市场发展历程来看，随着市场成熟度的不断提升，被动指数型产品的优势会日渐突出，因而迎来一波快速发展的浪潮，中国公募基金行业近年来发力被动指数产品，很大程度上也是受到该趋势的影响。“我们能够明显感觉到，客户对被动指数产品的需求在增加。”该副总经理说。

机构投资者则从另一个视角来观测。一位保险资管的投资经理认为，对于机构而言，指数产品主要是资产配置的工具，而ETF独特的产品设计和相对较好的流动性，会成为机构配

置指数产品的最佳选择。这从侧面表明，ETF自去年以来的快速扩容，或许与机构需求的大幅增加有关。

多个痛点难解

ETF的快速扩容，让众多基金公司垂涎不已。而在头部ETF格局近乎固化的背景下，各种产品创新和模式创新便层出不穷。但业内人士指出，ETF产品的复杂性决定了其运营较普通开放式基金更为困难，过度创新或许能获取短期经济效益，但却会对长期运营带来不小的挑战。

上海某基金经理表示，从ETF产品的运营角度，保证与跟踪指数较小的偏离度、正常有序的申赎和清算，以及遭遇极端事件的应急能力，都是必须要事先考虑周全的痛点。从这个角度分析，ETF产品的设计越复杂，运营成本就会越高，运营风险也会越大。

如近期连续获批的湾创100ETF产品，其跟踪的湾创100指数是从上交所、深交所以及港交所中精选而来，这意味着，湾创100ETF其实是横跨了沪、深、港三大交易所的ETF产品，在沪深与香港股市的交易时间、交易制度乃至清算等都存在差异的前提下，其复杂程度超过

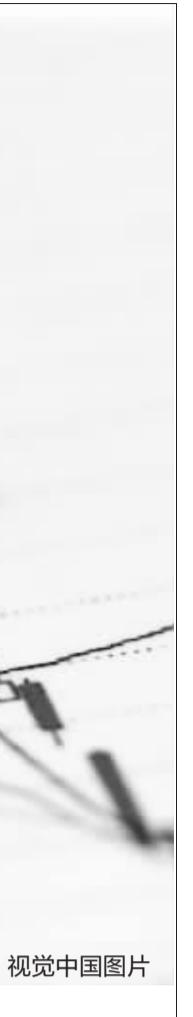
近十年ETF基金发行情况			
时间	总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)
2010年	11	117.77	10.71
2011年	15	70.31	4.69
2012年	9	610.25	67.81
2013年	25	239.08	9.56
2014年	14	134.18	9.58
2015年	15	146.58	9.77
2016年	10	204.98	20.50
2017年	20	175.23	8.76
2018年	38	920.18	24.22
2019年	38	534.96	14.08

数据来源：Wind，2019年数据截至8月27日

以往任何一只ETF，其运营难度可想而知。率先发售的工银瑞信湾创100ETF就在招募书中提示了如下风险：基金还可投资港股通投资标的股票，还需承担港股通机制下因投资环境、投资标的、市场制度以及交易规则等差异带来的特有风险，包括港股市场股价波动较大的风险（港股市场实行T+0回转交易，且对个股不设涨跌幅限制，港股股价可能表现出比A股更为剧烈的股价波动）、汇率风险（汇率波动可能对基金的投资收益造成损失）、港股通机制下交易日不连贯可能带来的风险（在内地开市香港休市的情形下，港股通不能正常交易，港股不能及时卖出，可能带来一定的流动性风险）等。

事实上，这类创新ETF遭遇的挑战并不止于此。前述ETF基金经理指出，对于横跨沪深港三地的ETF，系统、后台投资清算、交收准备等事前都要做很多工作，流程上也与其他产品不太一样。例如香港的股票T+2交收，A股正常的股票是T+1交收，这些细节问题可能会引起产品清算交收与传统产品有区别。此外，在申赎方面，由于涉及港交所股票，投资者用一篮子股票申赎的复杂程度也会增加，这在一定程度上会影响投资效率和投资热情。

事实上，这类创新ETF遭遇的挑战并不止于此。前述ETF基金经理指出，对于横跨沪深港三地的ETF，系统、后台投资清算、交收准备等事前都要做很多工作，流程上也与其他产品不太一样。例如香港的股票T+2交收，A股正常的股票是T+1交收，这些细节问题可能会引起产品清算交收与传统产品有区别。此外，在申赎方面，由于涉及港交所股票，投资者用一篮子股票申赎的复杂程度也会增加，这在一定程度上会影响投资效率和投资热情。



视觉中国图片

飙“创新” ETF产品藏隐忧

强者恒强渐现

部分基金公司大力推动ETF产品创新的背后，是对此类业务“强者恒强”局面的无奈。

与普通指数型产品不同，ETF产品的运营门槛其实很高，无论是清收、申赎还是做市等，都极大地考验着基金公司的运营能力。因此，基金公司开发ETF业务，首先要面临的就是后台建设中的高投入，如果ETF产品规模不能达到盈亏平衡线，那就意味着这项业务完全是赔本赚吆喝。

“在没有开打费率战之前，或许50亿元的ETF规模就可以覆盖运营成本，但费率战之后，这个门槛快速提升，未来可能百亿规模也不过微利。但行业内都知道，在当前市道下，要想获得百亿规模是多么困难。”前述基金公司副总经理向记者表示，“所以，除非犯下重大错误，否则头部ETF的地位极难被挑战。”

事实上，除了运营成本之外，运营经验更是许多新入ETP业务的基金公司的短板。而从历史情况来看，运营经验对于ETP的正常运行十分重要，这也是导致“强者恒强”固化的一个重要原因。业内人士指出，ETP运营中，也有可能发生极端事件，应对这种情况的经验就至关重要，这也是ETP产品创新的一大痛点。

千只基金遭遇“迷你劫”

□本报记者 余世鹏

市场持续调整，迷你基金（规模低于5000万元的基金）数量已突破1000只。拉长时间看，迷你基金与近年来行情回落的大资金赎回有关。虽然迷你基金持续上演“转型”与“清盘”戏码，但分析人士指出，迷你基金现象的根源在于公募产品理念与投研管理能力不足。只有引入长线资金和提升投研能力，才能从根本上解决问题。

迷你基金逾千只

Wind数据显示，截至8月28日，市场上的迷你基金共有1004只（不同份额分开计算，下同），在全部8474只基金中占比11.84%。2018年底，迷你基金的数量高达1097只，与2017年底的427只相比数量大幅攀升。但记者发现，1004只迷你基金中有707只成立于2015年之后。具体看，2016年—2019年至今成立的数量分别为170只、213只、218只、106只。

市场分析人士裕华（化名）指出，2017年前后恰逢市场从前一轮大跌中缓慢复苏，基金也随之迎来发行高峰期（数据显示，1004只迷你基金中占比最大的是混基与股基，数量分别为434只和274只），尤其是以机构为主的定制基金。但因在阶段行情获益后（主要是2017年底和2018年初）遭遇大额赎回，规模与份额的大幅缩水让很多基金遭遇“迷你劫”。

以某基金公司2016年三季度成立的两只基金（下称“基金A”和“基金B”）为例，基金A的首募规模为5亿元，机构持有占比高达99%，但在2018年一季度却遭遇大规模净赎回。截至今年二季度，该基金的份额只有1080.69万份；基金B的首募份额也有8亿份，机构持有比例曾达到100%，但随后遭遇两次大赎回后，份额大幅缩水。今年二季度，该基金不仅出现“连续二十个工作日基金资产净值低于五千万元”的情况，且其份额在二季度末已不足1万份。

此外，有只基金虽然首募规模高达70亿元，也同样难逃类似命运。记者发现，该产品成立时机构持有比例高达97%，但因在2017年底遭遇大额赎回，其份额在2018年二季度末就降到了860万份。

陆续清盘转型

根据2014年8月起实施的《公开募集证券投资基金运作管理办法》，其第四十一条规定，开放式基金若连续六十个工作日出现“基金份额持有人数量不满二百人”或“基金资产净值低于五千万元”情形的，基金管理人应当向证监会报告并提出解决方案，如转换运作方式、与其他基金合并或者终止基金合同等。

Wind数据显示，今年以来进行清盘的基金数量已到达86只，混基和债基分别占了41只和32只。若从三季度以来清盘的15只基金来看，有9只截至二季度末是迷你基金，其中不乏以规模与流动性优势著称的货币基金。8月2日，交银施罗德基金发布公告称，交银施罗德天运宝货基因触发基金合同终止事由进入清算程序。该基金二季报显示，该基金在二季度遭遇机构投资者大额赎回，规模从8412.44万元缩水至12075万元。另一清盘的货基是前海开源尊享货基。前海开源基金相关人士对记者表示，该基金是因为没有客户需求而主动关闭，并非被动清盘。

华南某公募投研总监李季（化名）直言：

“基金沦为迷你型，基本就是投资者在用脚投票。既然做不下去就别做了，除非有好的转型方案。”据李季透露，他所在公司的迷你产品中，有一只是转债基金。之前该基金的风格不是很明显，导致规模一直缩水。“近期我提了个转型方案，即设计新的转债策略吸引风险厌恶型投资者，希望新资金进来后能挽救这只基金。”李季说，该产品有一定的纯债收益，但转股溢价率比较高，新的转型策略将聚焦到产品的回撤方面上来。

另据记者了解，近期有关部门对迷你基金较多的公募申报新基金提出新要求，如果公司旗下迷你基金数量超过7只，新基金审批节奏或将受到限制。

提升投研能力

实际上，早在2017年时，监管层在《关于进一步优化“迷你基金”相关监管安排的通知》中就指出，基金规模过小不利于投资运作，有可能损害基金份额持有人利益。裕华表示，在不少时候，基金发行会存在某些功利行为，如为追求产品成立，就引入“搭桥资金”集中申购。但在成立之后，这些资金却迅速出逃。“想要改变迷你基金的现状，就必然要引入长线资金并培育出成熟投资者，这需要一定时间。”

裕华还说，迷你基金的扎堆出现，也反映出基金公司产品管理能力的不足。要想彻底扭转这一现状，还需提升公募的投研管理能力。同时，李季表示，公募是资管行业的核心力量，但基金的竞争力最终还是要落到收益率。李季根据近期研究对记者说，他之所以要保留上述迷你转债基金，实际上是出于后续行情的博弈考虑。

李季直言，虽然目前市场受内外因素影响持续调整，但基于中国经济的发展韧性与长期向好趋势，他对未来行情很有信心。“经过此前几轮市场反应后，外部因素的边际影响已降得很低。从目前来看，市场估值已非常低，国家的政策扶持力度也很强，随着无风险收益率的持续下行，权益风险资产的吸引力必然不断增强。”李季说。

□本报记者 万宇

广发基金陆靖昶：控制风险 通过资产配置获取超额收益

广发基金作为首批获批养老FOF的基金公司，于8月29日起开始发行广发均衡养老三年持有混合（FOF），这是广发基金发行的第三只养老产品。该基金拟任基金经理陆靖昶表示，广发均衡养老FOF采用目标风险策略，在既定风险水平上通过适度分散，降低波动率，实现可持续的风险调整后收益。

两道阀门约束基金风险水平

广发稳健养老FOF是首批成立的FOF。

Wind数据显示，截至7月31日，广发稳健养老FOF自2018年12月25日成立以来的最大回撤为-2.00%，波动率2.85%，均低于同期偏债混合型基金指数和上证综指最大回撤与波动率。同期，基金自成立以来的年化回报为6.2%。

广发稳健养老FOF如何在风险与收益中实现平衡，提升风险比？陆靖昶表示，基金主要

通过资产配置获取超额收益，并通过配置低相关性的资产降低波动。“我们组合中配置的基本有权益、固定收益、黄金等多类资产。虽然4月以来A股波动较大，但我们通过结构的调整和品种的选择，每月依然有超额收益，波动也小。”陆靖昶介绍，近一年以来，由于海外与国内市场的联动加强，叠加外部因素影响，全球权益资产的相关性提升，在市场出现大幅波动时，权益资产内部分散配置的作用相对变弱。因此，他更多配置不同的大类资产来分散风险。

相比普通公募基金，FOF的另一个优势是降低组合波动率。广发稳健养老FOF及广发均衡养老FOF均属于目标风险产品，分别代表低风险、中等风险档的产品。因此，基金经理在管理养老FOF时，会关注组合的波动率水平，保持组合风险水平的相对稳定。

陆靖昶介绍，广发基金作为基金管理人，采取两道阀门来约束基金的风险水平：一是明确规定权益资产的配比。

基金合同约定广发均衡

养老FOF在权益类资产的配置比例是40%—55%，公司会在系统设置风控指标，限定权益资产的配置比例。

二是通过控制组合波动率来确保基金的风险水平恒定。广发均衡养老FOF定位于中等风险的养老产品，年化波动率的区间是8%—12%。如果市场大幅波动导致组合的波动率变大，他会及时调整组合，保证组合的波动率维持平稳，尽可能控制在10%左右。

确定基金风格后择时配置

与大多数普通公募基金投资底层资产不同，养老FOF是通过精选基金实现多资产配置。

陆靖昶表示，养老FOF的主动管理首先体现在大类资产层面。基金经理需要判断各类资产的基本面和投资价值，选择在组合中超配债券还是超配权益，以及如何通过调整股债的配置比例来实现对波动率的控制。

其次，养老FOF的主动管理还体现在资产结构的优化，例如，广发均衡养老FOF约50%

基金资产配置权益资产，他会重点考虑如何分配A股、港股、美股的配比。固定收益资产的配置也一样，需要考虑配置海外债还是国内债，是配利率债还是信用债。

确定资产配置方向后，精选合适的基金品种来落实投资策略则是关键一步。陆靖昶表示，“基金是我们进行资产配置的工具”，因此需要对基金进行准确定位。主动管理基金的工具不仅可以配到Beta，还能拿到Alpha。他在挑选时首选风格稳定的基金，然后挖掘其中具有稳定Alpha能力的基金，并在合适的时候进行配置。

“国内权益市场整体波动大，市场风格会出现短期波动，因此，基金的Alpha也会出现较大的起伏。相对而言，一个Alpha持续稳定的基金则更加具有价值，当然也更加稀缺。”陆靖昶总结，对于投资者而言，Beta稳定，Alpha也相对稳定的基金就是较好的长期配置选择。而Beta稳定，Alpha不太稳定，则可以选择Alpha较低的时候配置。

排除其它因子带来的短期和阶段性的干扰。

基于研发创新100指数的投资属性，申万菱信基金选择了当前备受市场追捧的ETF运作

管理模式实现指数产品化，这是因为ETF是当前市场中最为高效的指数化投资工具。从跟踪上看，ETF因为特殊的申赎制度，可以满仓操作，并且不受申赎对基金净值的冲击，理论上最合指指数的走势。

“这次推出的中证研发创新100ETF产品，将是一个兼具投资价值和交易工具属性的产品，这一类产品匹配的目标投资者将是比较广泛的，从个人投资者到机构投资者，只要希望分享A股市场科技创新带来的核心资产机会，都可以借助ETF基金进行投资。未来，各式各样的投资者都可以借助我们的基金产品，寻找到核心资产的逻辑，在中国经济进入高质量发展阶段的背景下，尽可能规避短期影响，聚焦于具有长期可预期的投资机会。”陆靖昶表示。

□本报记者 徐金忠

如何在纷繁复杂的市场环境中，把握核心资产的逻辑，是从板块出发或从行业出发，还是自下而上选择个股？申万菱信基金指数与创新投资部基金经理龚丽丽表示，投资者不妨通过指数基金投资A股核心资产，以避免行业选择或是个股选择带来的不确定性。

申万菱信基金即将发行的中证研发创新100ETF正是对这一投资领域基金产品的补充。该ETF的标的指数——中证研发创新100指数由中证指数公司开发。早在指数研发之初，申万菱信指数团队就已积极参与其中。龚丽丽表示，合理的指数编制需要抓住对象的核心逻辑，相应的基金产品需要具备充分的工具属性，让投资者可以利用指数和指数产品进行资产配置。

借道指数 把握核心

龚丽丽认为，就A股核心资产来说，可以

从两个角度进行考虑。一是基于当前经济发

展阶段，产业结构分化，各个领域的公司加速

优胜劣汰，但宏观环境充满不确定性，这个时

候应尽量选择具有业绩确定性优势的公司。

二是由科创板引领的，基于中国资本市场制

度变革和开放、以科技成长股为代表的“新

核心资产”。</p