

“萧瑟秋风今又是，换了人间。”用这句词来形容近期ETF基金市场的风云变幻，真是再贴切不过——在监管之下，超比例换购火爆不再，ETF首募规模从动辄数十亿，骤降到两亿上下的成立线附近。

而这一切，你若是在几个月前告诉管理着数只ETF基金的计强（化名），他是断然不会相信的。彼时，ETF换购人声鼎沸，无论是宽基指数还是行业主题，ETF的首募规模只有更大，没有最大。

如今，不管计强们的意愿如何，ETF基金市场已经是另一番局面了。市场重发行，但更重培育。一方面要千方百计提高ETF的流动性；另一方面则是选择适销对路、贴近市场需求的产品设计，ETF基金回归到基金公司“养基”能力的比拼。



新华社图片

## 超额换购叫停 动辄数十亿首募骤降至两亿

# ETF市场“养基”能力大比拼

□本报记者 徐金忠

## ETF“换了人间”

坐在计强的对面，你能感觉到，在谈论ETF基金近期的发展状况时，他是犹疑和略带尴尬的。

回想一下，在上海七、八月的暑热中，黄浦江边的一间办公室里，计强在谈论即将由他领衔巨制的ETF产品时，有的只是笃定和自信。

那时，ETF基金的市场接受度大幅提升，机构资金竞相追逐ETF。对于散户投资者来说，这也是一种简单明了的、不需过多研究的投资工具，看好什么指数或是行业，那就买什么ETF。平铺直叙，以至于理财顾问都不需要多讲什么。

需求端的火热，自然带动供给端的热情。因此，动辄六七十亿的首募规模，在ETF市场上并不少见。“以至于首募规模在十亿以下，都不好意思对外说，觉得自己没有把好的产品做好。公司也会怀疑，你的营销和销售能力为何这么弱。”一位ETF基金的基金经理回想过往，仍难以释怀。

所以，倚靠着较好的公募平台，组建了强势的ETF团队，又是事业心和进取心满满的计强，自然觉得自己是能够赶上并驾驭风口的人。彼时，面对记者关于首募规模和个股换购的问题，计强的回答直截了当：首募规模说明市场的认可度，个股换购不仅风险可控，而且可助推ETF发展。

如今，ETF基金市场似乎换了人间。11月20日以来市场上成立的ETF基金，有许多是2亿元左右踩线成立的，以至于9.93亿元首募规模的那只ETF基金已经被认为是“奇迹”。这背后，就是超比例换购被叫停，做大首募规模的“利器”黯然失色。

在计强回忆ETF基金市场的跌宕起伏时，从他的语气和神态中，分明能感受到一种若有若失。是对往日火爆市场的不舍么？

“对首募规模，我们应该辩证地看待。获取和保持ETF合适的规模相当重要，但更重要的，还是对产品流动性的培育。”面对记者的提问，略有迟疑后的计强，仍是理性地给出了自己的答案。这样的答案背后，是他对行业的重新认识。现实是最好的教科书，此前不愿被质疑的他，想必是在多次质疑自己之后，才获得这样的认知。

“现在想来，建立在超比例换购上的首募规模有什么意义呢？超比例换购，意味着产品管理的难度增加，业绩表现的压力增加和产品风险敞口的扩大。而且，这样的规模终将流逝，换购

## 近期成立的部分ETF情况

基金代码	基金名称	成立时间	成立规模(亿元)
515330	天弘沪深300ETF	2019年12月5日	2.37
515870	嘉实先进制造100ETF	2019年12月5日	2.71
515310	添富沪深300ETF	2019年12月4日	2.76
159984	南方粤港澳大湾区ETF	2019年11月29日	6.53
515060	华夏中证全指房地产ETF	2019年11月28日	2.33
515080	招商中证红利ETF	2019年11月28日	3.40
515180	易方达中证红利ETF	2019年11月26日	9.93
515660	国联安沪深300ETF	2019年11月25日	5.01

数据来源/基金公告

多数时候是减持的同义词。你认为你是借他们的势成就自己，后来发现，你才是他们借的势，是他们借的通道。面对迅速萎缩的规模和偏离开去的业绩表现，你又如何向公司解释？你又怎样和投资者沟通？现在看来，对首募规模确实不该有执念。不过，也只有事情过去，人们才会觉得那是一种不可取的执念。”那位ETF基金的基金经理说到此处，倒有几分庆幸。

## “养基”能力比拼

不拼换购，不拼首募，那么公募在ETF领域比拼什么？

计强说，获取和保持ETF合适的规模相当重要，但更重要的是对产品流动性的培育。也有更加直白的说法：拼“养基”能力，培育ETF基金充沛的流动性，在流动性基础上，追求顺理成章的规模。

“ETF产品注重培育与养成，其中流动性的养成是ETF产品的生命力。我们的初心就是给市场提供流动性较好且有市场需求的ETF，方便大家能够便利地使用ETF这个投资工具去实现投资目标。我们希望好的产品就像一粒种子，发出来种下去，然后慢慢培育，长成一棵大树。在这个过程中，先满足客户对好产品好工具的需求，再满足我们对规模和收入的需求。我们全面调动做市商资源，在市场上进行大量的ETF推广。在ETF产品市场的培育上，我们是十二分认真的，我们期待付出后的回报。”国泰基金量化投资总监梁杏对“养基”这一点，有着清晰的认知。

那么，如何“养基”，就是各显身手的事情了。做市商资源的调动，需要的是基金公司在ETF产品上的持续投入，ETF流动性的来源中，做市商是核心渠道；ETF的分析和推广，则对

ETF基金投研人员有极高的要求。此外，经历了ETF市场的狂热和骤冷后，基金公司打造ETF产品也有所变化，淡化规模的考核，淡化营收的考量，回归到ETF产品工具性的本质上来。

但流动性也并非全部，产品设计的有的放矢、贴近市场，则是ETF基金得以自立的最为基础的条件之一。

华泰柏瑞基金认为，公募基金以往重首募轻持续营销的思路主要在于以往存在首发规模较小的ETF难以生存的行业通病，但随着近两年投资者对ETF的认识加深，首发规模较小的ETF在市场热点和行情配合下逐渐长大的案例时有出现。

“我们认为，ETF在当前环境下，产品和营销是ETF能否长大的关键所在，首发规模的影响在降低。只要产品符合市场需求，加上营销配合，以往大家普遍比较担心的流动性问题对规模增长的掣肘已经弱化，ETF的流动性做市商以及市场自发的套利者，都会成为适销对路的ETF规模增长的正向助推器。

因此，我们认为，目前市场的环境是支持ETF从小壮大的，可以将重点放在产品研发上，即使在没有大比例换购的情况下，ETF的自然规模增长也是惊人的。”

“我们也在摸索一整套的培养体系，希望我们的ETF产品能够贴近市场需求，能有较好的流动性表现。从整个行业来看，是否能够有好的ETF产品推出，产品能否获取足够的流动性，将是ETF产品生命力的体现。有些公司和有些产品，可能会在这场比拼中掉队。”计强对行业也有着自己的研判。

那些掉队的基金公司和ETF产品，将去往何处？有基金公司高管算过一笔账，如果养着一个ETF基金的“壳”，投资估值、PCF清单（申购赎回清单文件）、基金经理、研究员、运营、做市商等等，一连串的都是投入。“如果单单养一个

2亿的‘壳’，需要的成本就在数百万级别。在ETF产品降费潮背景下，这样的生意还能做下去吗？”这位基金公司高管说。在他看来，目前公募ETF产品线已经是大量重复建设了，在现有模式下，ETF基金这个赛道的投入成本不小，养“壳”不易。

## 顺应变化 期待精彩

纵有此番波折，ETF基金的历史机遇，仍然坚实存在。

华宝基金认为，今年以来，ETF延续着2018年以来的爆发势头。首先，从市场投资机会看，一方面，目前A股整体估值水平处于历史较低位置，利用ETF博取市场反弹或进行长期资产配置的吸引力逐步提升，从而促使越来越多的投资者借道ETF布局A股市场投资机会；另一方面，ETF等指数基金投资者出现指数越跌越买的现状，也从侧面说明国内ETF投资者投资理念不断提升与成熟。其次，从获取阿尔法的角度看，随着A股股票数量的增多以及市场有效性的提升，主动投资进行择股的难度越来越大，在此背景下，越来越多的投资者直接选择宽基、行业等ETF基金进行市场布局与资产配置。

另外，从投资者结构看，华宝基金注意到，伴随A股市场估值体系与海外市场的逐步接轨和金融资产的扩张，资产配置的需求在上升，未来银行理财、保险资金、海外资金、私募资金、公募FOF、养老金等长线机构资金越来越多，该类资金往往偏向选择宽基ETF等指数基金进行资产配置。而从产品特征看，ETF基金本身具有透明度高、费率低、效率高等特点，因此，越来越多的投资者选择ETF作为市场投资的工具。

“我们可以找出一大堆的理由支持对ETF基金发展的乐观态度，证明大家在对ETF基金发展前景的判断上并无分歧。但是，一种宏观研判可以演化成无数种具体的发展策略，在ETF的赛道上，你准备朝哪个方向跑，怎么跑，跑多快，跑多远，都是一个个基金公司需要选择的，所以变数很多，精彩继续。”上述基金公司高管认为。

变数和精彩，同样是计强所期待的。在采访中，可能的变数倒成了他眼中的机会所在。“有变化就证明没有被垄断，没有被模式化、固定化，那便是机会所在。ETF发展模式被强力扭转，并不表明ETF发展的格局已定，而是竞争的方法和规则发生了变化，千帆竞渡的局面并没有改变。”说到这里，计强眼中重新燃起了对美好前景的渴望。