

# Smart Beta指数基金正在崛起

## —A股市场Smart Beta基金发展状况分析

□招商证券定量研究团队

截至2019年10月底,国内市场有681只权益型指数基金。从数量来看,Beta指数基金仍占市场主流,宽基指数基金数量更多:宽基Smart Beta指数基金数量高于行业/主题Smart Beta指数基金,宽基指数增强基金数量远超行业/主题指数增强基金。

从规模来看,Beta指数基金占比更大,宽基Smart Beta指数基金与宽基指数增强基金规模相仿,行业/主题Beta指数基金与行业/主题Smart Beta指数基金规模相仿,行业/主题指数增强基金目前规模很小。

行业/主题指数增强基金数量、规模均较小可能是由于与主动管理行业/主题基金正面竞争,后者超额收益更为显著。

### 宽基Smart Beta指数基金先发优势明显

#### 数量与规模

截至2019年10月底,国内市场有94只宽基Smart Beta指数基金,合计规模557.2亿元(2019年9月底规模数据)。2018年10月以来宽基Smart Beta指数基金进入发行高峰,2018年10月-2019年9月合计发行数量达到36只。

2018年以来,宽基Smart Beta指数基金季度份额增幅较大,大部分季度领先宽基Beta指数基金与宽基增强指数基金季度份额增幅。

#### 策略类别

根据策略关注的核心点,我们将策略分为七类主题:等权重、价值与成长、波动与Beta、股息与红利、基本面、ESG、龙头,还有一些其他具有一定独创性的策略未归入这七类主题。

由于指数基金先发优势较为显著,跟踪同一指数的后发基金难以通过业绩差异进行弯道超车,在第一批宽基Smart Beta指数基金覆盖各类主题后,后续产品在基础策略的基础上,开始探索一些衍生策略,比如基于成长主题衍生的成长低波策略,基于低波动主题衍生的低波蓝筹策略等。

#### 规模变迁

从过往发行规模前十的宽基Smart Beta指数基金来看,先发优势、热点主题、品牌效应等因素对于产品发行规模影响较大。而对宽基Beta指数基金而言至关重要的流动性因素影响力不大,ETF与ETF联接基金共同发行时,往往ETF联接基金首发规模更大。

从2019年第三季度末披露的规模来看,市场规模最大的十只宽基Smart Beta指数基金中有4只为红利主题指数,2只为价值主题指数,与过往三年市场主线行情为大盘蓝筹、价值风格个股相关。

从基金过往份额变动趋势来看,等权重指数(等权重90/超大盘)规模显著缩水;公司治理、大数据、基本面等主题热度也有所下降。

#### 持有人结构

从宽基Smart Beta指数基金持有人结构来看,宽基Smart Beta指数基金主要持有人为非机构投资者,机构投资者过往持有比例较小。

从披露了前十大持有人的ETF、LOF基金来看,目前保险是持有宽基Smart Beta指数基金的主力,其余机构投资者还有一些资管产品(资产管理计划/集合资金信托等)、券商自营资金、银行资金等。

#### 各策略发展

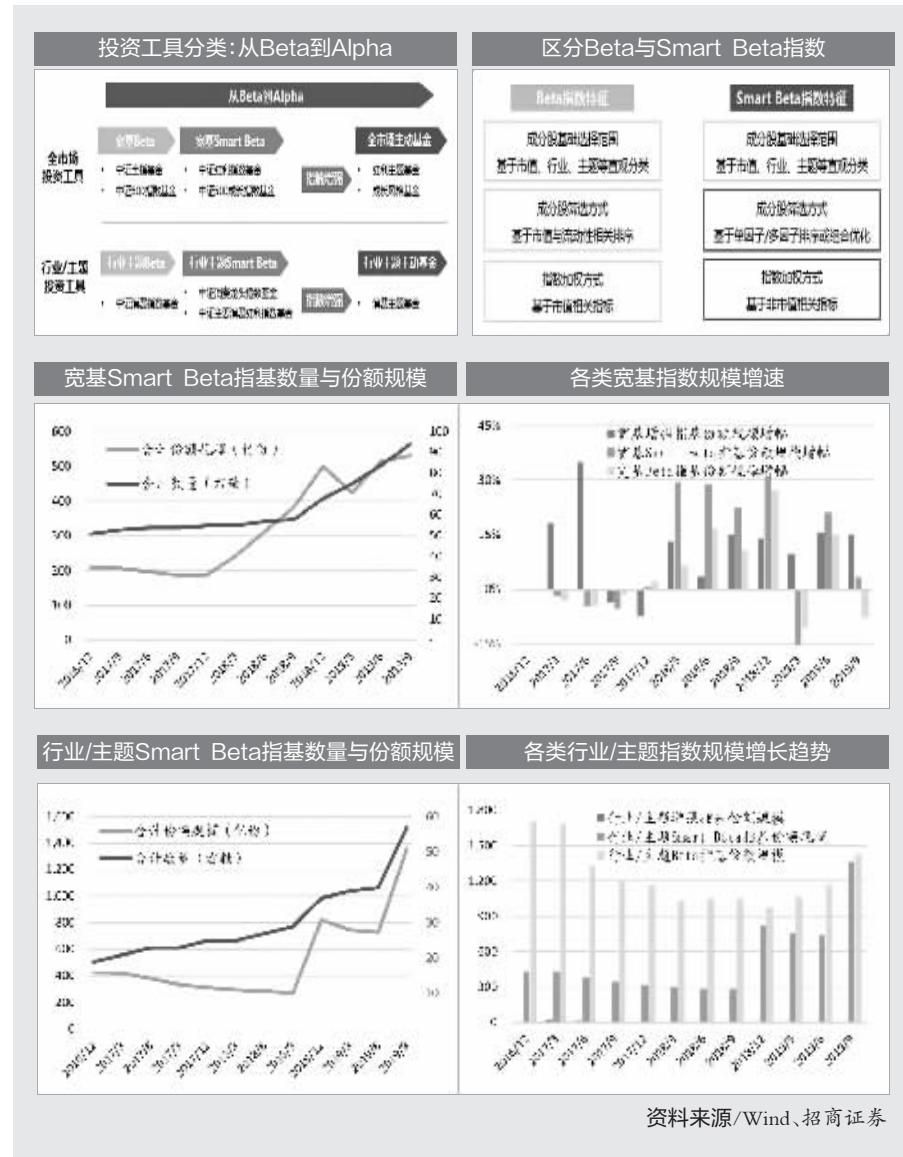
##### \* 红利相关策略

目前发行了产品的红利Smart Beta指数大多采用高股息率、红利稳定对成分股进行筛选,采用市值加权,或股息率与市值结合进行加权。

参照份额规模变化来看,中长期策略有效性(跑赢对应Beta指数)促进了红利主题Smart Beta基金整体规模的增长,但策略的有效程度(相对Beta指数的超额收益)并非产品规模增长的决定性因素。虽然深证红利指数中短期均跑赢中证红利指数与上证红利指数,但跟踪深证红利指数的基金增幅并不如跟踪中证红利与上证红利的基金增幅。

##### \* 低波动与高Beta策略

目前发行了产品的低波动Smart Beta指数大多采用选取低波动个股、波动率倒数进行加权的方式进行编制,仅有MSCI中国A股国际



资料来源/Wind、招商证券

低波指数以MSCI中国A股国际指数成分股为样本空间,通过最小方差策略构建组合。

低波动Smart Beta指数与相应Beta指数相比无疑降低了波动率,但从2019年最大回撤可以发现,低波动策略在上涨市场中,回撤未必低于相应Beta指数。采用最小方差策略构建组合的MSCI中国A股国际低波指数波动率与选取低波动个股构建组合的其他低波动Smart Beta相比并未展现出优势。

由于红利低波Smart Beta基金均为2017年以来发行,中长期策略有效性仅促进了首只该类型基金规模增长,后来者即便超额收益更为显著,规模上差距仍较大,策略有效程度并非规模增长的决定性因素。

##### \* 成长、价值相关策略

目前发行了产品的成长、价值Smart Beta指数大多采用一系列指标选取展现出成长、价值特征的个股,并采用市值加权,仅中证国信价值指数采用等权重编制。

目前已备案即将发行产品的成长指数还有中证800相对成长指数与中证500成长估值指数。

中证800相对成长指数产品将为市场引入相对成长策略:中证800风格指数系列以中证800指数为样本空间,根据成长因子和价值因子计算风格评分,分别选取成长得分与价值得分最高的250只股票构成中证800成长指数与中证800价值指数。此外,中证800成长指数与中证800价值指数分别与样本空间剩余股票组成中证800相对成长指数与中证800相对价值指数。

中证500成长估值指数产品将为市场引入类GARP投资策略:中证500成长估值指数由中证500指数中兼具预期净利提升与低估值特性的股票构成,等权重加权。

2017年以来市场偏向价值风格,价值风格Smart Beta指数相对价值风格Beta指数更有

超额收益,因此价值风格Smart Beta产品份额规模有所扩张。成长风格Smart Beta指数相对成长风格Beta指数超额收益较为显著,但由于绝对收益难及价值风格Beta/Smart Beta指数,产品份额规模萎缩。

2019年以来,创业板综指与沪深300指数收益相近,成长风格Smart Beta指数更体现出超额收益,但目前规模扩张并不明显,可能是由于被“科技创新”主题指数基金分流。

##### \* 基本面策略

目前发行了产品的基本面策略Smart Beta指数均采用一系列指标选取基本面稳健的个股,并采用市值加权,仅中证锐联沪港深基本面100指数采用基本面价值加权。

从收益来看,深证基本面指数超额收益与绝对收益均表现突出,不但相对深证新综指有超额收益,相对沪深300指数与全市场指数也有超额收益。相比而言,深证基本面Smart Beta指数基金份额规模扩张趋势也较为明显,但规模不及红利指数。

我们认为,对于非机构投资者而言,红利、低波、成长/价值等投资逻辑较为直观,基本面投资逻辑稍显复杂,可能影响产品规模的扩张。此外,由于中证基本面指数超额收益并不稳定,投资者可能会质疑深证基本面指数的超额收益有一定偶然性,超额收益主要来源于部分深证个股。

### 行业/主题Smart Beta指数基金规模迅速扩张

#### 数量与规模

截至2019年10月底,国内市场有59只行业/主题Smart Beta指数基金,合计规模1,323.4亿元(2019年9月底规模数据)。由于2018年10月以来发行的央企、国企系列指数均采用Smart Beta方式进行编制,行业/主题Smart Beta指

数基金份额规模迅速扩张。

#### 策略类别

根据策略关注的核心点,将策略分为六类主题:央国企、科技创新、地域主题、行业龙头/行业等权(基于行业划分的策略)、港股通及其他。

从发行时间来看,行业等权策略出现较早,央国企类指数基金主要从2018年下半年开始发行,科技创新、行业龙头类指数基金主要从2019年下半年开始发行。

#### 规模变迁

从过往发行规模前十行业/主题Smart Beta指数基金来看,除易方达并购重组外,其他9只均为ETF,规模主要来自央企、国企与地方国资集团换购,主要影响因素为基金公司的资源禀赋和销售能力。从非机构投资者申购比例来看,除央企、国企指数基金外,其他行业/主题Smart Beta指数基金发行规模主要基于主题对非机构投资者的吸引力。

从2019年第三季度末披露的规模来看,目前市场中有14只行业/主题Smart Beta指数基金规模在20亿以上,其中11只为央国企类指数基金。由于换购主体减持,央国企类指数基金规模均有不同程度缩小。

剔除由于换购首发规模较大而后续持续缩水的基金后,仅有4只行业/主题Smart Beta指数基金过往份额规模曾超过5亿份,即富国国企改革、申万菱信中证环保产业、方正富邦中证保险、广发中证环保产业ETF。前三者为分级基金,规模扩张可以部分归因于分级基金产品类别,广发中证环保产业ETF在分级基金热度退潮后逐渐成为跟踪中证环保产业指数规模最大的指数基金,规模逐渐增长。

#### 持有人结构

从机构持有量来看,剔除因换购被机构大额持有的国企、央企指数基金外,目前其他行业/主题Smart Beta指数基金机构持有规模均较小。

#### 各策略发展

##### \* 行业龙头/行业等权策略

为了实现差异化竞争,过往行业Beta指数产品从选股范围(从沪深300/中证500/中证全指成分股中选股)与细分领域(行业/子行业)两个角度进行差异化,但均运用市值进行选股、加权。

近期发行的行业龙头Smart Beta指数则采用多因子选股,从因子角度来定义“行业龙头”。目前消费与军工行业发行了行业龙头Smart Beta指数产品,已备案的还有先进制造与医药健康领域的行业龙头类产品。

行业龙头策略适用投资处于集中度提升阶段的行业,而等权策略更适用于投资处于高速发展阶段的行业。目前发行了产品的行业等权策略Smart Beta指数有4只,即中证环保产业指数、中证健康产业指数、沪深300地产等权重指数和中证煤炭等权重指数。

##### \* 科技创新策略

科技创新策略Smart Beta指数基金无疑是2019年下半年Smart Beta指数基金发行的热点。科技创新Smart Beta指数均采用多因子选股,选股指标各有不同,大部分采用市值加权。中证科技50策略指数采用因子得分加权,中证新兴科技100策略指数采用基本面加权。

##### \* 港股通与沪港深策略

港股通相关策略寄希望于南向资金能为可投范围内港股标的带来流动性与估值修复,进而带动股价上涨。但与恒生指数相比,港股通Smart Beta指数超额收益并不显著。

沪港深相关策略则寄希望于北向资金带来的流动性。与主动管理沪港深基金相比,沪港深策略指数难以灵活地在港股与A股之间调整,因此港股跑赢A股的阶段,沪港深策略指数相对中证全指有超额收益,A股跑赢港股的阶段则收益低于中证全指。由于收益主要受到两地市场走势影响,而非策略本身,沪港深Smart Beta产品工具属性较弱。