

寻求被动与主动之间的第三条道路 “主动+工具化”ETF时代启幕

□本报记者 王鹤静 张舒琳

6月17日,中国证监会主席吴清在2026陆家嘴论坛发表演讲,宣布支持在沪深交易所推出主动ETF,同日,沪深交易所均发布了主动管理ETF业务指引,对投资运作要求、持仓披露方式及管理人资质等作出明确规定。消息落地,主动ETF从行业畅想正式进入筹备阶段。

这类兼具主动管理超额能力与ETF低费率、高透明度的产品,被视为介于主动基金与被动ETF之间的“第三条道路”。然而,这一创新形态也是对中国公募行业多年主动管理和ETF生态建设经验的一次综合检验,每日全透明持仓这一核心机制,将主动ETF的吸引力与复杂性同时摆在了所有参与者面前:基金公司是否做好了准备迎接这一创新产品?透明度能否与超额收益共存?未来哪些管理人将受益,哪些管理人又将面临直接冲击?



视觉中国图片

主动ETF发展时机成熟

主动ETF的推出并非仓促之举,背后是基金行业主动投资能力和ETF管理能力的厚积薄发。一方面,ETF生态已具规模基础。据Wind数据,截至6月18日,我国ETF市场规模达到4.76万亿元,2025年底曾一度超过6万亿元,品类覆盖广泛,ETF管理人58家,呈现百花齐放的发展态势。另一方面,主动管理体系已成熟。华泰柏瑞基金表示,我国公募基金行业自1998年起步,28年以来涌现了大批优秀的基金管理人和基金经理,大部分头部基金管理人已构建了较为完善成熟的投研体系,积累了丰富的投研经验,足以支持主动ETF的投资运作。

此前已有多只增强ETF完成“演练”,从产品收益来看,超额表现可圈可点。中信证券研报指出,自2021年末境内首批增强ETF上市后,截至2026年5月末,境内共有55只增强型ETF上市。近一年来,中证1000、创业板综、中证2000相关增强ETF平均超额收益均超过7%,超额收益最高的某上证50增强策略ETF近一年超额收益高达21%。

中信建投金融工程及基金研究首席姚紫薇指出,虽然指增ETF仍处于发展初期阶段,但相关产品已在申赎清单编制、盘中估值、做市和流动性管理等方面积累宝贵的实例经验。国内ETF市场近年来快速发展,券商、托管机构和做市商之间的业务协作也较为成熟,投资者对ETF交易方式和产品属性已有一定认知,这为主动ETF的发行奠定了基础。此外,国内公募基金已在主动权益领域建立了较成熟的基本面研究、组合管理和风险控制体系,能够为主动ETF提供稳定的策略。

从全球市场来看,主动ETF已成为ETF行业重要的增量资金来源。据国泰海通证券研究所金融工程团队统计,截至2026年3月,全球主动ETF市场共有4851只基金,管理规模合计2.23万亿美元,2025年规模增长69.3%,处于高景气扩张阶段。发行商资源正在持续向主动型ETF倾斜,被动ETF逐步转向细分赛道,同质化竞争与费率压力加速行业格局重塑。

“近年来,主动ETF是海外基金产品布局、规模增长的重点。未来也有望成为我国ETF重要的规模增长极。相比于传统的主动管理基金,主动ETF在二级市场交易时主要产生交易佣金,整体费率水平通常低于传统主动基金的申赎费率,而且交易机制便捷、交易效率更高。因此,未来有望对主动基金产生一定的替代效应。美国市场已开始呈现主动基金份额持续萎缩、主动ETF持续增长的格局。”博时

基金指数与量化投资部总经理兼投资总监赵云阳表示。

如何平衡透明度与超额收益

当主动基金ETF化之后,最重要的转变之一就是持仓披露的频度由季度大幅提升至日度,这难免让投资者担心主动管理ETF是否将面临持仓被“抄作业”、超额收益下降等衍生问题。

“每日披露持仓可能会引起市场关注以及被跟风复制持仓,这样确实会提高产品的建仓或换仓成本,进而影响超额收益。”天相投顾基金评价中心表示。某公募机构人士在接受中国证券报记者采访时表示,客观来说,持仓透明度的提升确实会牺牲一定的超额能力,但这一程度与产品的投资策略以及基金规模具有重要关系。

一方面,在策略上,主动管理ETF可以优先选择红利类、价值类等超额牺牲程度更为可控的基本面策略,而高换手率、高集中度策略可能暂不适用于主动管理ETF;另一方面,基金管理人需要在产品设计与运作阶段前置规模管理机制,通过合理把控产品发行规模、动态管控申赎节奏,规避规模过大带来的策略拥挤、收益摊薄问题,从产品源头实现高透明度运作与稳定超额收益的双向平衡。

参考海外经验,国泰海通证券研究所金融工程团队表示,主动管理ETF的生存可能并不取决于是否主动选股,流动性匹配、适度分散、可规模化才是主动管理ETF存活的首要条件。

具体而言,考虑到投资策略的容量限制,高流动性的大盘股可能是更理想的选择;对于小盘股、新兴市场股票容量受限领域,“广覆盖+因子倾斜”的多元化组合更能缓解容量瓶颈;集中度高的主题或选股策略容量小、波动大,能够吸引流量,但规模不稳,可能仅适合作为卫星配置产品。

姚紫薇认为,随着国内产品体系逐步完善,围绕主动ETF有望形成基本面主动选股、主动固收、多资产配置、期权收益增强及缓冲型策略,并进一步发展基金投顾组合、核心卫星配置和动态资产配置等应用方式。

6月17日,沪深交易所发布的主动管理ETF业务指引对于主动管理ETF的基金管理人和基金经理提出多项明确要求,经验丰富、风格稳定、风控完备等成为重要条件。

其中,基金管理人需要满足公司治理健全、稳定,最近3年没有重大违法违规行为;公司具备5年以上主动权益公募基金管理运作经

验,近3年平均主动权益公募基金管理规模不少于100亿元;公司具备健全有效的投资运作与风险管理制度、充足的投研人员、稳定的ETF运作团队与技术系统等条件。基金经理需要满足具备丰富的证券投资、证券研究经验;中长期业绩良好,投资风格稳定;以投资者利益为优先,勤勉尽责,近3年无证券违法违规记录等条件。

“在主动管理ETF的基金管理人以及基金经理的资质筛选上,基金管理人需要兼顾主动投研以及ETF运营的双重能力,基金经理需要历经长期市场周期检验、历史业绩稳健、具备优秀组合管控与风险适配能力,这样的安排有助于这一创新品类实现平稳开局。”华泰柏瑞基金表示。

对运营管理提出较大挑战

主动ETF对公募行业的影响,不只在投资端,更在运营端和行业格局层面。

相比被动ETF,主动ETF这套系统工程更加复杂,在运营管理上面临实质性的升级挑战。业内人士认为,核心难点在于PCF清单(申购赎回清单)的管理方式。一家华东基金公司表示,由于主动ETF由基金经理主动调仓,组合持仓动态变化,PCF清单需随持仓每日更新,校验逻辑和核对维度大幅增加,系统须具备更高的灵活性和实时处理能力。

更重要的是,当日开盘公布的申购赎回清单可能会对日内调仓构成制约。华泰柏瑞基金指出,若涉及较大幅度调仓,基金经理需要至少提前一个交易日进行规划并做出调整。因此,基金管理人必须加强跨部门之间的沟通协调,根据调仓计划及时调整申购赎回清单相关参数,保障ETF运营风险可控以及调仓计划的顺利实施。

这也意味着,主动ETF基金经理的投资节奏必须做出适应性改变,若是快进快出的高频操作思路或与ETF运营规则产生结构性冲突,投资决策的前瞻性要求更高。

此外,上述华东基金公司指出,主动ETF需要重点监控组合与业绩基准的偏离度,防止投资风格漂移、违背产品既定策略。一旦持仓风格、行业配置、个股选择与基准偏离过大,将触及产品合规底线。

因此,业内对首批主动ETF的畅想,大多集中于偏稳定风格的产品形态。国泰海通证券研究所金融工程团队认为,为减少策略被复制或抢先交易,应优先选择难以被简单复制的策略作为试点,比如主动量化基金经理、风格清晰且稳定的基金经理。

中信证券研报认为,首批主动ETF大概率将围绕大盘均衡、量化多头、红利价值等方向布局,且产品有望于近期上报。

姚紫薇认为,从策略适配角度看,主动ETF更适合中大盘、流动性较好、换手率较低的基本面选股策略。在持仓披露形式方面,从沪深交易所业务指引看,首批主动ETF将以全透明模式推进,相较之下,半透明和非透明主动ETF现阶段尚不具备开展条件。

天相投顾基金评价中心表示,从交易所发布的相关主动ETF业务指引来看,首批主动ETF应会符合基金公司投研及ETF运作团队系统稳定、基金经理投资风格稳定、基金产品业绩相对稳定等特征。在发行节奏上,或是先试点一批产品,待市场充分反馈并进一步完善相关匹配规则后再逐步放开。

或重构行业竞争格局

一个备受行业关注的问题是,主动ETF推出后,是否会对场外的主动产品形成冲击?主动投资的行业格局是否会加速洗牌?

业内人士普遍认为,未来,两类产品将形成差异化竞争。华泰柏瑞基金认为,从短期来看,在主动ETF推出之初,产品数量预计相对有限,投资者对这类产品需要有一个认识和理解的过程;同时,此类产品主要在场内券商渠道销售,与场外主动产品的销售渠道存在错位,短期可能不会对场外主动产品形成实质性冲击。但中长期来看,若后续主动ETF开始常态化注册,交易属性较强的主动产品有望以ETF形式打开场内交易市场,而中长期配置型主动产品在场内活跃度相对偏弱,或将维持场外主渠道的地位。

姚紫薇认为,主动ETF推出后,预计会对部分场外主动基金形成结构性分流,但不会全面替代场外主动产品。这两类产品在策略承载能力上存在明显差异,小微盘、高换手、集中持股、事件驱动以及依赖交易灵活性的策略,更适合继续通过场外基金运行。量化及多因子策略也可能因透明披露而加速策略拥挤和超额衰减,因此未必适合大规模主动ETF化。

对于基金公司而言,有ETF管理经验的基金公司或主要受益,而无相关经验的基金公司可能受到直接冲击。天相投顾基金评价中心指出,主动ETF相对场外主动产品而言,持仓透明度及产品交易灵活性大幅提升,若主动ETF在超额方面相对减弱不明显,将对场外主动产品形成较大冲击,部分场外主动产品或转化为主动ETF,以满足投资者对持仓透明度等方面的要求。