# 首批主动ETF今日上市 揭秘持仓“底牌”与运作“算盘”

□本报记者 张舒琳 王鹤静

11月23日,首批18只主动管理ETF正式上市,中国证券报记者从业内获悉,上市前基于对市场长期向好的判断,首批产品普遍按照既定节奏稳步推进建仓。而在产品上市前夕发布的公告中,主动ETF的建仓节奏、持仓图谱和持有人结构已十分清晰。从建仓策略看,不同风格产品各有特色。

上市后,主动ETF的持仓情况将通过申购赎回清单(PCF)每日公开展示。业内人士提示,投资者可重点跟踪申赎上限、现金替代标志、替代溢价比例、现金差额、逐日持仓变化及异常状态等六类信息,以判断建仓摩擦、仓位变化和折溢价风险。同时,透明持仓虽然为投资者提供了参考,但“抄作业”式复制持仓并不可取。



视觉中国图片

## 上市后配置思路详解

11月23日,首批主动ETF正式上市,价值、成长、量化等不同风格的产品操作思路各有特色。

在价值风格主动ETF方面,价值精选主动ETF华泰柏瑞的基金经理杨景涵表示:“不会因短期市场波动改变中长期配置逻辑,而是着眼于中长期估值修复空间进行布局。行业配置上,在有所侧重的同时,保持相对均衡。在个股选择上,坚持自下而上挑选,基于对股票内在价值的动态判断,精选中长期股价相对内在价值显著低估的个股进行重点配置。”

在产品上市后,杨景涵透露,将持续跟踪个股基本面与估值变化,根据估值修复程度,动态调整组合。

“我们的建仓思路是平稳、均衡,以保证产品的平稳开局。节奏上,产品成立后至11月16日的8个交易日内股票仓位建到70%以上,期末仍保留约四分之一现金,上市前将保持平稳节奏。”均衡主动ETF华宝的基金经理丁靖斐表示。

经历了下半年一轮行情调整后,成长风格基金经理面对的是一个短期分歧加剧的市场。聚焦成长风格的大盘成长主动ETF摩根的基金经理李博表示:“在投资操作上将延续‘多想少做’的态度,力争在保持组合相对均衡、不大幅偏离业绩基准的情况下,重点挖掘有超额收益的个股。”其介绍,该ETF将重点关注成长性较高的锂电、电子板块,电子板块细分领域主要集中在海外算力链。

李博认为,当前A股整体估值处于低位区间,全A非金融板块2026年业绩增速有望实现双位数增长。放眼更长的周期,中国经济正从规模扩张转向创新驱动,未来的增量更多来自技术突破与产业升级,人工智能、自动化、先进制造等技术的应用有助于提高生产效率,增强企业盈利能力,并推动更加可持续的增长。在此背景下,投资机会不再普遍,而是集中在持续创新驱动的领域,这是成长风格长期的土壤。

量化策略的差异则更多体现在方法论上。聚焦量化策略的价值优选主动ETF富国基金经理王保合表示:“组合构建主要包括优选投资池和优选个股两个环节。首先,基于PB-ROE投资框架,筛选估值相对合理、现金流较为充裕且盈利能力具有可持续性的上市公司,构建基础投资池;在此基础上,进一步将基本面量化模型与价量选股模型相结合,通过多维度识别个股投资价值,并采取分散化持仓方式构建投资组合,在积极挖掘超额收益机会的同时,注重控制组合风险。”

## 上市前建仓节奏和净值分化

在产品上市前夕,主动ETF的建仓节奏与净值表现已出现明显分化。从产品净值来看,据Wind数据,截至11月20日,有4只产品单位净值高于1元。其中,红利主动ETF平安以1.0195元居首,其次是价值主动ETF鹏华,为1.0181元,景气均衡主动ETF永赢、品质均衡主动ETF易方达也在1元以上。

从上市前仓位、重仓股来看,首批18只主动ETF的投资思路和风格各有特色。根据上市公告,截至11月16日,首批主动ETF产品股票仓位最高超九成,最低不足三成。其中,仓位最高的是价值主动ETF招商,仓位达到91.39%。均衡智选主动ETF汇添富、均衡主动ETF华宝仓位均已超过七成。均衡优选主动ETF建信、质量主动ETF华夏、均衡量化主动ETF天弘等仓位约六成。

也有管理人选择缓慢建仓。鑫汇均衡主动ETF国泰的股票仓位仅29.49%,为首批产品中最低。景气均衡主动ETF永赢、大盘成长主动ETF摩根、价值精选主动ETF华泰柏瑞同样保留了较大腾挪空间。

不少主动ETF聚焦均衡或价值红利策略,从截至11月16日的重仓股来看,银行、白酒等价值蓝筹股成为多只产品的压舱石。例如,价值主动ETF鹏华对金融业的配置比例高达30.13%,前十大重仓股囊括中国平安、招商银行、建设银行等9只金融股。价值精选主动ETF华泰柏瑞、红利主动ETF平安持仓中金融股占比亦超两成,其中,红利主动ETF平安的前六大重仓席位被中信银行、交通银行、建设银行、中国银行、招商银行、工商银行六大银行包揽。

品质均衡主动ETF易方达、红利智选主动ETF大成、均衡智选主动ETF汇添富等均重仓了采矿业,煤炭、油气等红利资产的配置权重较高。

算力芯片、光模块等热门科技股则成为不少成长和质量策略以及部分均衡策略基金经理的进攻选择。例如,鑫汇均衡主动ETF国泰、大盘成长主动ETF摩根、均衡优选主动ETF建信、均衡智选主动ETF汇添富的前十大重仓股中均出现了光模块龙头中际旭创。

具体来看,质量主动ETF华夏聚焦制造业,目前持股相对分散,第一大重仓股海康威视占比仅2.44%,其后依次为华测检测、华峰化学、阳光电源、中国海油、华利集团、潍柴动力、桐昆股份、迎驾贡酒、星宇股份等。此外,景气均衡主动ETF永赢仓位仅有三成,主要聚焦于算力赛道。第一大重仓股为寒武纪,占净值比例达5.61%。海光信息、中科曙光、伟测科技、中芯国际、圣邦股份、浪潮信息等芯片、服务器标的亦进入其前十大持仓。

## 保险、年金、FOF、私募等多方认购

此次,首批18只主动ETF全部达到20亿元募集规模上限,离不开个人投资者的积极认购。

从持有人结构来看,首批主动ETF中,个人投资者持有基金份额的平均占比在七成以上。其中,红利智选主动ETF大成、均衡量化主动ETF天弘的个人投资者持有占比超过九成,大盘成长主动ETF摩根、价值主动ETF鹏华等产品的个人投资者持有占比也超过八成。

均衡优选主动ETF建信、红利主动ETF平安等产品,则吸引了更多的机构投资者认购,机构投资者持有占比超过四成。均衡优选主动ETF建信不仅有建信基金自购1亿份,保险等资金也积极认购,建信人寿、中国人寿、平安人寿合计持有1.77亿份该ETF。红利主动ETF平安则有众多平安系保险资金“捧场”,平安人寿、平安财产保险合计持有8.97亿份该ETF。

均衡主动ETF华宝吸引了多只年金计划布局,河北省伍号职业年金计划-交通银行、江西省柒号职业年金计划-浦发银行、北京市(陆号)职业年金计划-浦发银行各自持有1000万份该基金。

均衡主动ETF华安则有多只FOF集合资产管理计划出手参与,上海证券、国泰海通资管旗下FOF集合资产管理计划合计持有2.35亿份该ETF。

此次,多家知名私募机构也参与了主动ETF的首发认购。据私募排排网统计,22家私募证券管理人或旗下产品出现在15只主动ETF的前十大持有人当中,合计持有基金份额5.24亿份。知名投资人但斌执掌的百亿私募深圳东方港湾,旗下的东方港湾颍川生瑛私募证券投资基金,持有716万份大盘成长主动ETF摩根;百亿私募玄元投资旗下的玄元科新233号私募证券投资基金,持有1000万份价值主动ETF鹏华。

另外,多家主动ETF基金管理人也已兑现自购承诺,富国基金、华夏基金、易方达基金、汇添富基金、工银瑞信基金、建信基金、华安基金分别持有2.84亿份、2亿份、1.6亿份、1.49亿份、1亿份、1亿份、0.97亿份各自旗下的主动ETF。

## 关注PCF清单六类信息

上市后,主动ETF将接受流动性与透明度的考验。这批产品将每日披露申购赎回清单(PCF),从中可持续观察主动ETF的风格和持仓变化。华泰柏瑞基金指数投资部基金经理尤家妤表示,申购赎回清单是主动ETF相较于传统场外主动基金的关键设计。一份常规的PCF通常会包括持仓证券清单与数量、现金差额与预估现金部分、最小申赎单位对应的资产净值、替代标志等。投资者可以通过交易所网站或基金公司官网查看各个ETF都买了什么、权重多少、仓位多高、支持多大规模的申购赎回。

尤家妤表示,对于普通投资者来说,重点可以关注六类信息:一是头部的申赎门槛与上限,一旦出现限购或申购上限,通常意味着由于额度、流动性、容量约束等原因,管理人判断边际资金已经难以有效投出去。二是成分股明细里的现金替代标志,被标记为“必须”的往往是停牌、退市整理或跨境受限的标的,这类券越多,说明这只ETF的实际建仓摩擦可能越大。三是随附的现金替代溢价比例与固定替代金额,比例越高意味着流动性越差或受限越严重。四是现金部分,是判断仓位和申赎资金流向的高频变量。五是成分股清单的逐日变化,新增剔除、股数增减、集中度与行业权重迁移都能当日核验。六是异常状态,比如停牌股、长期停牌的估值处理、跨境时差标的,当成分股大面积停牌或大面积必须现金替代时,基金份额参考净值(IOPV)的参考价值会明显下降,折溢价也可能更容易走阔。

主动ETF的流动性维护也将成为市场关注焦点。王保合表示,组合日常调整时会设置换手上限,通过采取小幅稳健调仓的方式,降低组合调整对IOPV偏离的扰动。此外,该ETF将采用持仓法制作申购赎回清单,并委托IOPV发布机构实时计算IOPV,公司联合市场主流做市商提供流动性服务,可以维持场内流动性和折溢价相对稳定。

尽管主动ETF的透明持仓为投资者提供了参考,但业内人士也表示,不建议投资者简单“抄作业”或复制持仓。一方面,基金经理的价值投资组合是一个整体,个股选择与行业配置均经过统筹考虑和风险管理,如果拆解为单只个股,无法保证任意一只个股都能取得较好投资结果。另一方面,基金经理的投资建立在系统的价值投资框架之上,研究支持、投资流程和风险管理形成了逻辑自洽的闭环,若投资者缺乏相应体系支持,简单复制而不理解背后逻辑,难以复制组合整体效果,甚至可能产生不理想的结果。