

# 主动管理 ETF 发展报告（2019）



## 主动管理 ETF 发展报告（2019）

### 摘要

**发行速度较快。**2019 年，美国市场共有 34 家发行商，合计发行 81 只主动管理 ETF。老牌发行商 First Trust 共推出 10 只新产品，总规模增加 48%，达到 250 亿美元，稳居首位；新发行商 Innovator Capital 发行 25 只新产品，规模跻身前十名。截至 2019 年底，全市场共有 325 只主动管理 ETF，来自 64 家发行商，资产规模合计 989 亿美元。

**产品集中度高。**主动管理 ETF 近 80% 的资产来自五家发行商，而这些发行商的资产规模往往集中在单只固定收益 ETF 上。例如 PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF 规模达 137 亿美元，占公司全部主动管理 ETF 资产的 78%；JPMorgan 约 90% 的资产来自于 JPMorgan Ultra-Short Income ETF；Blackrock 约 65% 的资产来自于 iShares Short Maturity Bond ETF。

**短久期热度不减。**截至 2019 年底，主动管理 ETF 规模前四的产品全为短久期固定收益 ETF，全年资金流入前十的主动管理 ETF 中有 5 只为短久期固定收益 ETF。短久期固定收益 ETF 风险收益与货币基金类似，投资特征均为短期限、低风险。短久期固定收益 ETF 不仅能够提供具有吸引力的收益率，而且因其短久期，受到利率风险的影响相对较小，从而获得投资者青睐。

**非透明 ETF 获批。**经过多年酝酿，美国证券交易委员会于 2019 年 5 月批准了首个真正的非透明 ETF 结构——Precidian 的 ActiveShares ETF，交易和操作方式与其他 ETF 类似，但不需要每天披露持仓情况。其后，包括 Legg Mason、BlackRock、Capital Group、J.P. Morgan、American Century 等十多家公司取得 Precidian 授权，计划推出非透明的 ActiveShares ETF。

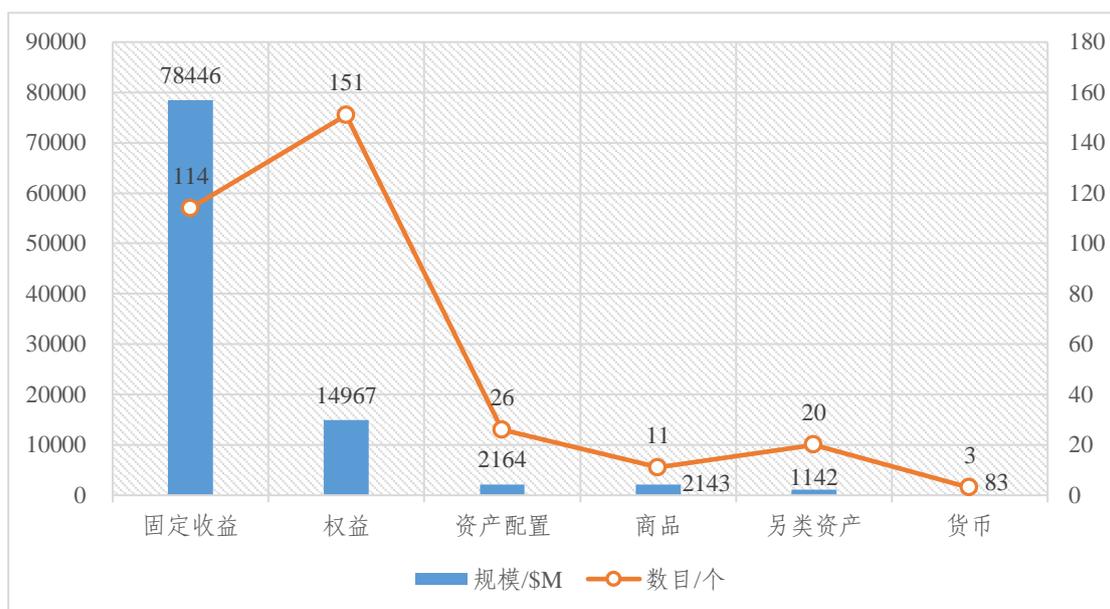
## 一、产品概况

### （一）资产规模较快增长

截止 2019 年底，美国市场主动管理 ETF 一共有 325 只，来自 64 家发行商，总规模为 989 亿美元，占 ETF 全市场规模的 2.24%。相比 2018 年底，产品数量增加 68 只，规模增加 294 亿美元，并连续两年保持较快增速。

从资产类别来看，除商品类 ETF 外，其他资产类别 ETF 在 2019 年均实现规模正增长，其中权益类增长 59%，固定收益类增长 44%，货币类增长 12%，资产配置类增长 5%。

图 1 主动管理 ETF 资产类别分布

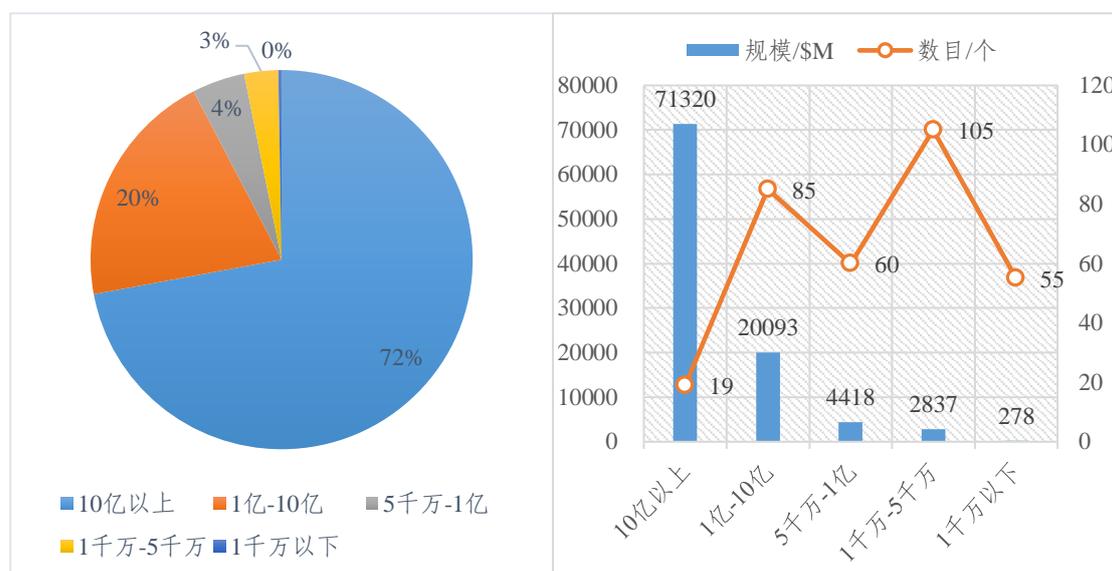


数据来源：ETF.com, 中证指数公司整理，截至 2019 年底。

固定收益类 ETF 仍然在主动管理 ETF 中占据绝对优势，2019 年产品数量新增 16 只达到 114 只，产品规模共 784 亿美元，占全部主动管理 ETF 的 79.3%。权益类 ETF 新增 52 只，数量达 151 只，规模共 149.67 亿美元，仅占全部主动管理 ETF 的 15%。此外，另类资产 ETF 和资产配置 ETF 相较于 2018 年基本持平，而商品类 ETF 数量和规模则略有下降。

主动管理 ETF 的规模集中度较高,Top 15 产品规模占全部产品 53.1%左右; Top 50 产品规模占全部产品 85%左右。截至 2019 年底,规模最大的主动管理 ETF 仍然是 PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF( MINT ),规模达 137 亿美元,相比 2018 年底增加 12.4%; First Trust North American Energy Infrastructure Fund (EMLP) 是最大的权益类主动管理 ETF,规模为 20.7 亿美元,相比 2018 年底增加 32.9%。

图 2 主动管理 ETF 规模分布



数据来源: ETF.com, 中证指数公司整理, 截至 2019 年底。

## （二）新老发行商竞争激烈

2019 年, 美国市场共有 34 家发行商, 合计发行 81 只主动管理 ETFs。老牌发行商 First Trust 新推出 10 只产品, 总规模增加 48%, 达到 250 亿美元, 稳居首位; 新发行商 InnovatorCapital 发行 25 只新产品, 规模跻身前十名。此外, JPMorgan 由于旗下产品 JPMorgan Ultra-Short Income ETF (JPST) 的强势吸金, 总规模从 2018 年底第五名再次上升至第三名。

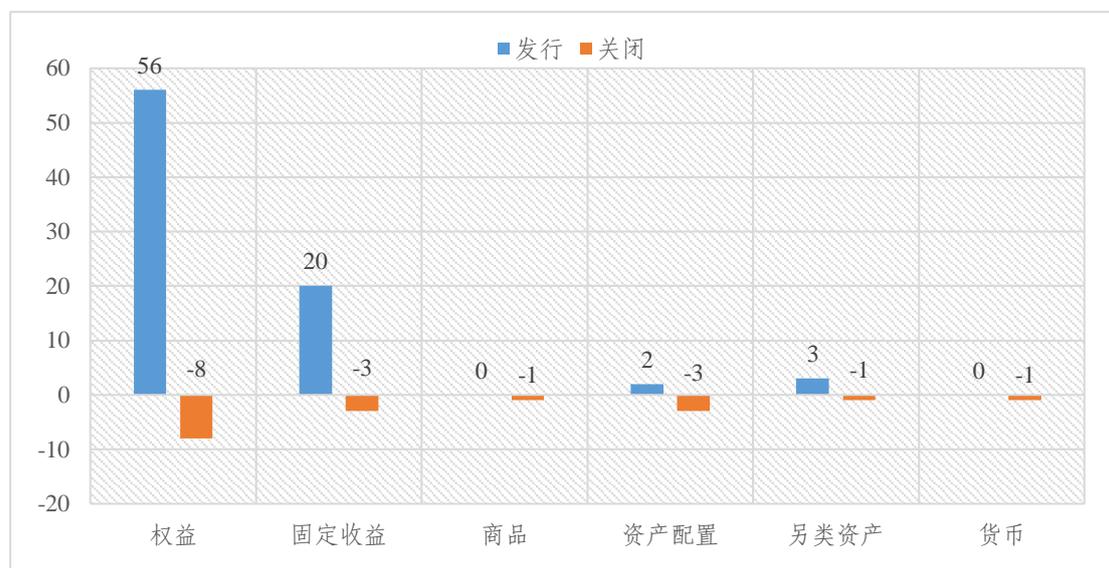
表 1 规模前十大主动管理 ETFs 发行商

Issuer	No. of ETFs	Total Net Assets(\$M)	Market Share
First Trust	43	25048	25%
Allianz	6	17545	18%
JPMorgan	12	11397	12%
Blackrock	19	9986	10%
State Street	13	6973	7%
Invesco	10	5098	5%
ARK	5	3116	3%
Franklin Templeton	10	1899	2%
Innovator Capital	31	1727	2%
Principal	5	1326	1%

数据来源：ETF.com, 中证指数公司整理，截至 2019 年底。

同时，今年有 17 只主动管理 ETFs 被关闭。截至关闭日，绝大部分产品规模不超过 1 亿美元，三分之一产品规模不超过 1000 万美元；从费率来看，大部分产品费率较高，平均费率达到 0.9%。这些产品关闭的主要原因是市场竞争力弱，吸纳资金能力差，基金管理人认为其不具有发展潜力。

图 3 主动管理 ETF 发行与关闭情况



数据来源：ETF.com, 中证指数公司整理，截至 2019 年底。

上图展示了主动管理 ETF 在各类资产领域的发行与关闭情况，从新发产品

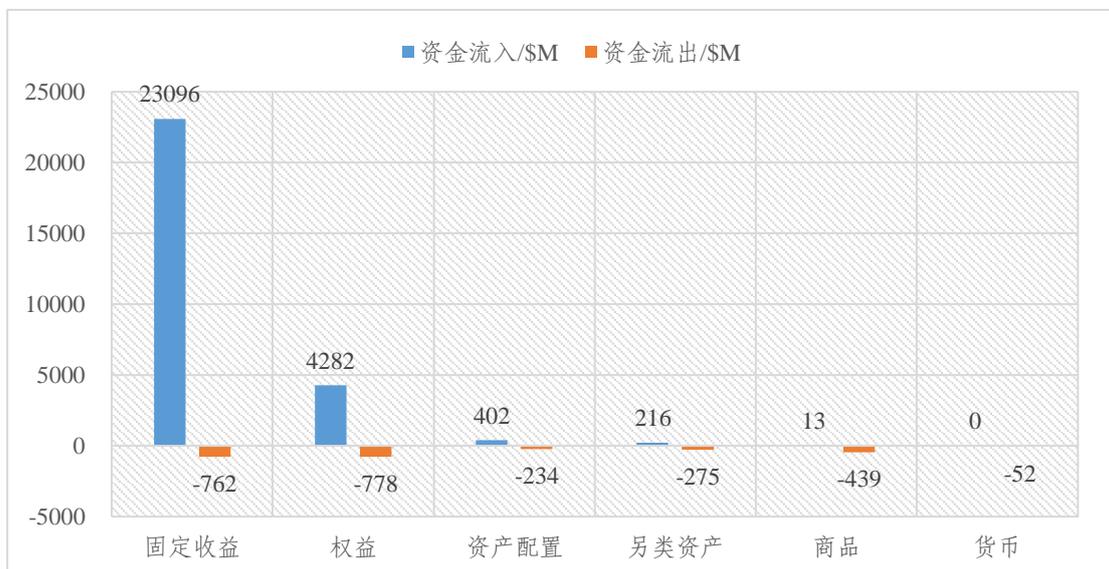
数量来看，主动权益 ETF 维持了数量高速增长的气势，发行数量占总发行数量的一半以上。

### （三）资金流入集中度较高

2019 年，共有 219 只产品获得资金净流入，资金流入总额为 280 亿美元；85 只产品发生资金净流出，资金流出总额为 25.4 亿美元；另有 20 只产品资金净流入或流出金额较小，合计均不超过 100 万美元。

从资产类别来看，固定收益类资金流入金额稳居第一，合计 231 亿美元，资金流出 7.6 亿美元。权益类 ETF 的资金流入相比去年有所增加，达到 42.8 亿美元。货币类 ETF 仍然发展低迷，没有资金净流入的产品，甚至还流出 5168 万美元。商品类 ETF 资金流入也远低于 2018 年，并且资金流出大大增加，导致资产规模负增长。

图 4 主动管理 ETF 资金流入流出情况



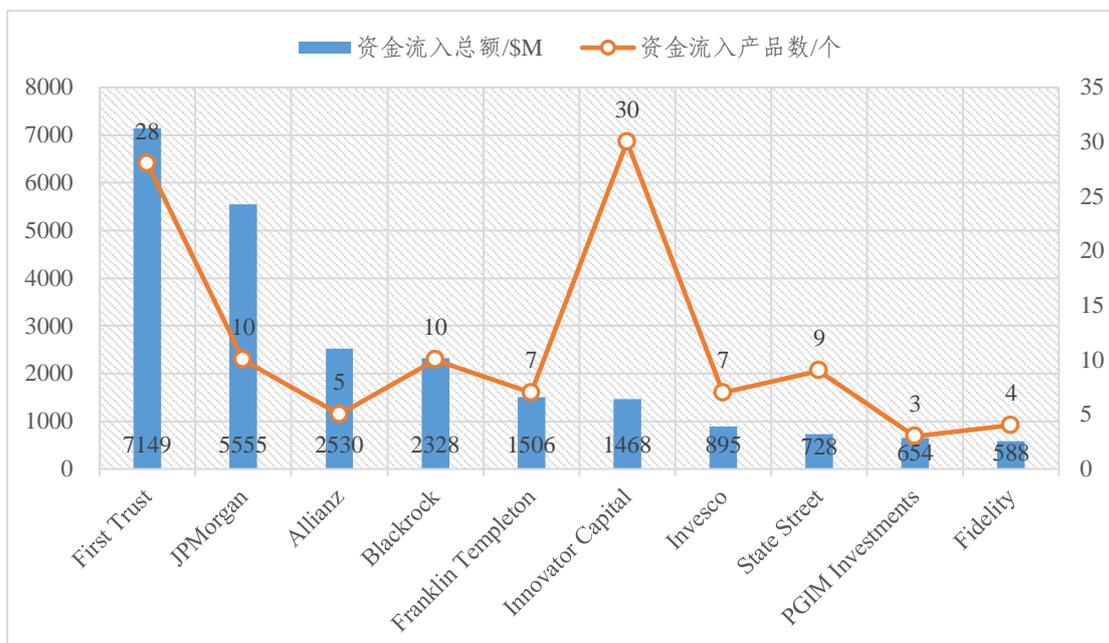
数据来源：ETF.com, 中证指数公司整理，截至 2019 年底。

从发行商来看，First Trust 牢牢占据龙头位置，产品数量和资金流入金额均居首位，2019 年有 28 只产品产生了资金流入，合计 71.5 亿美元。JPMorgan 的

10 只产品吸纳 55.5 亿美元的资金位居第二，其中有 51.0 亿美元的资金流入来自于 JPMorgan Ultra-Short Income ETF(JPST)。

Allianz 的 5 只产品吸纳 25.3 亿美元的资金排名第三，其中有 14.3 亿美元来自于旗下规模最大的主动管理 ETF：PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF（MINT）。紧随其后的 BlackRock 以 10 只产品吸纳的 23.3 亿美元排名第四，其中有 16.8 亿美元由旗下的 iShares Ultra Short-Term Bond 贡献。排名第五的 Franklin Templeton 资金流入 8.2 亿美元则主要由旗下 Franklin Liberty U.S. Core Bond ETF 贡献。

图 5 主动管理 ETF 资金流入前十大发行商



数据来源：ETF.com，中证指数公司整理，截至 2019 年底。

2019 年市场延续了 2018 年对于短久期固定收益产品的偏爱。全年资金流入排名前四的主动管理 ETF 发行商仍然主要是靠短久期固定收益 ETF 的大规模资金流入取得佳绩。从资金流入前十大产品来看更是如此，10 款 ETF 均为固定收益 ETF，其中 5 款为短久期固定收益产品。

表 2 资金流入前十名主动管理 ETFs

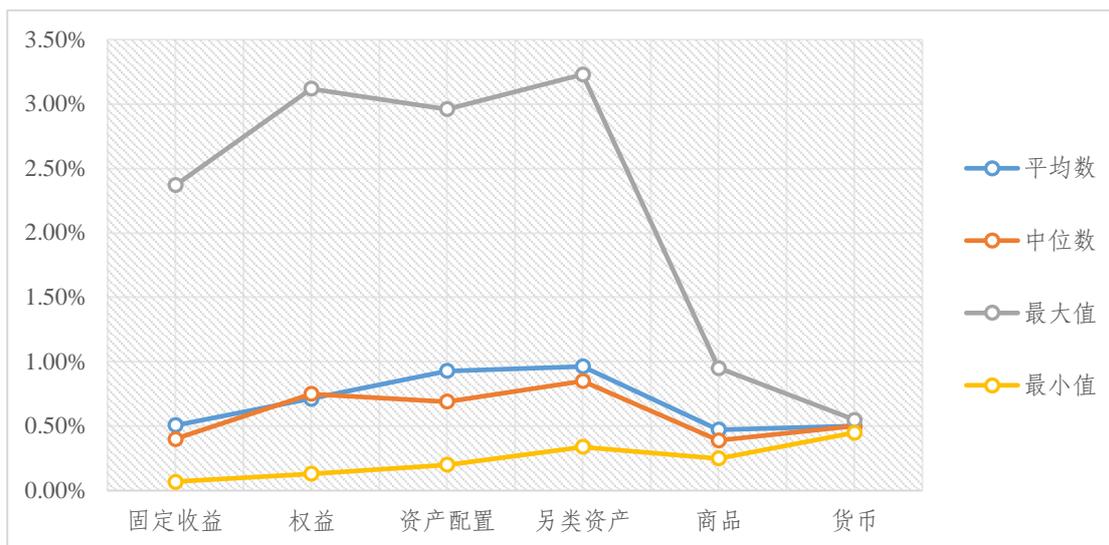
Ticker	Fund Name	Asset Class	Launch Date	Net Flows (\$M)	AUM (\$M)	Expense Ratio
JPST	JPMorgan Ultra-Short Income ETF	Fixed Income	2017/5/17	5085.41	10260	0.18%
LMBS	First Trust Low Duration Opportunities ETF	Fixed Income	2014/11/4	1860.66	3930	0.68%
ICSH	iShares Ultra Short-Term Bond ETF	Fixed Income	2013/12/11	1682.08	2530	0.08%
FPE	First Trust Preferred Securities & Income ETF	Fixed Income	2013/2/12	1553.36	4970	0.85%
MINT	PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF	Fixed Income	2009/11/16	1431.56	13710	0.36%
FTSM	First Trust Enhanced Short Maturity ETF	Fixed Income	2014/8/5	840.58	4980	0.40%
FLCB	Franklin Liberty U.S. Core Bond ETF	Fixed Income	2019/9/17	822.97	920.28	0.15%
BOND	PIMCO Active Bond ETF	Fixed Income	2012/3/1	812.76	2900	0.73%
FIXD	First Trust TCW Opportunistic Fixed Income ETF	Fixed Income	2017/2/14	799.03	1230	0.55%
FMB	First Trust Managed Municipal ETF	Fixed Income	2014/5/13	694.22	1220	0.50%

数据来源：ETF.com, 中证指数公司整理，截至 2019 年底。

#### （四）费率面临下降压力

不同主动管理 ETF 之间存在费率差异，主要受资产类别以及策略复杂程度等因素影响。从资产类别来看，权益、资产配置以及另类资产等类别的产品费率较高，固定收益和大宗商品类别的产品费率相对低一些。

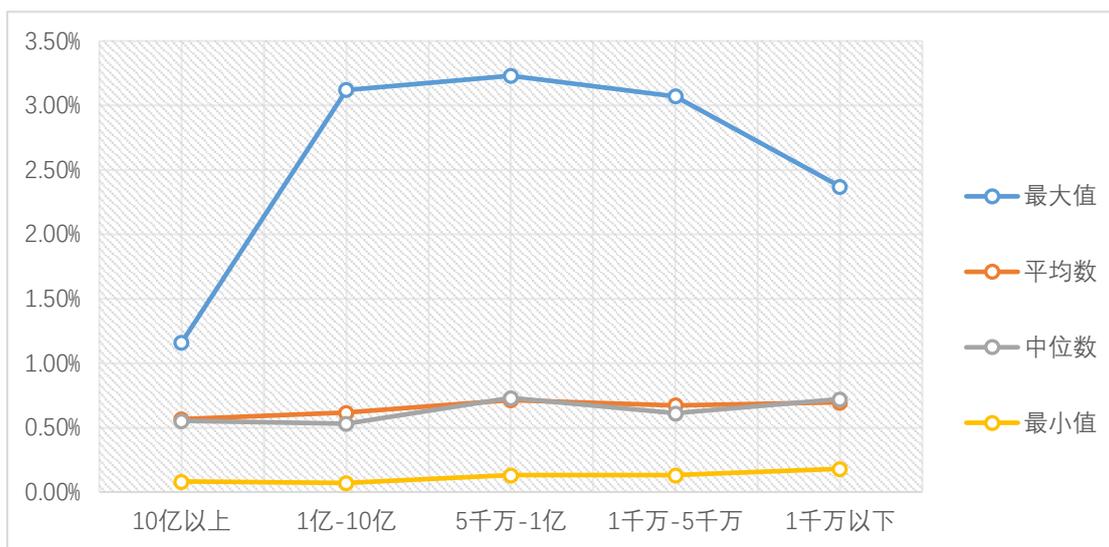
图 6 不同资产类别主动管理 ETF 费率统计



数据来源: ETF.com, 中证指数公司整理, 截至 2019 年底。

主动管理 ETF 将主动管理方法与 ETF 产品结构相结合, 相比完全被动的普通 ETF 而言, 费率水平整体更高。但选择主动管理 ETF 的投资者更多是为了追求主动管理的灵活性或投资策略的复杂性, 对费率的敏感程度低于普通 ETF。然而在行业整体费率下降的大趋势下, 主动管理产品也面临费率下调压力。从下图可以看出, 不同规模范围的产品费率平均值和中位值基本在 0.5%-0.8% 之间, 但 10 亿以上和 1 亿-10 亿范围的产品费率整体略低于规模较小的产品。

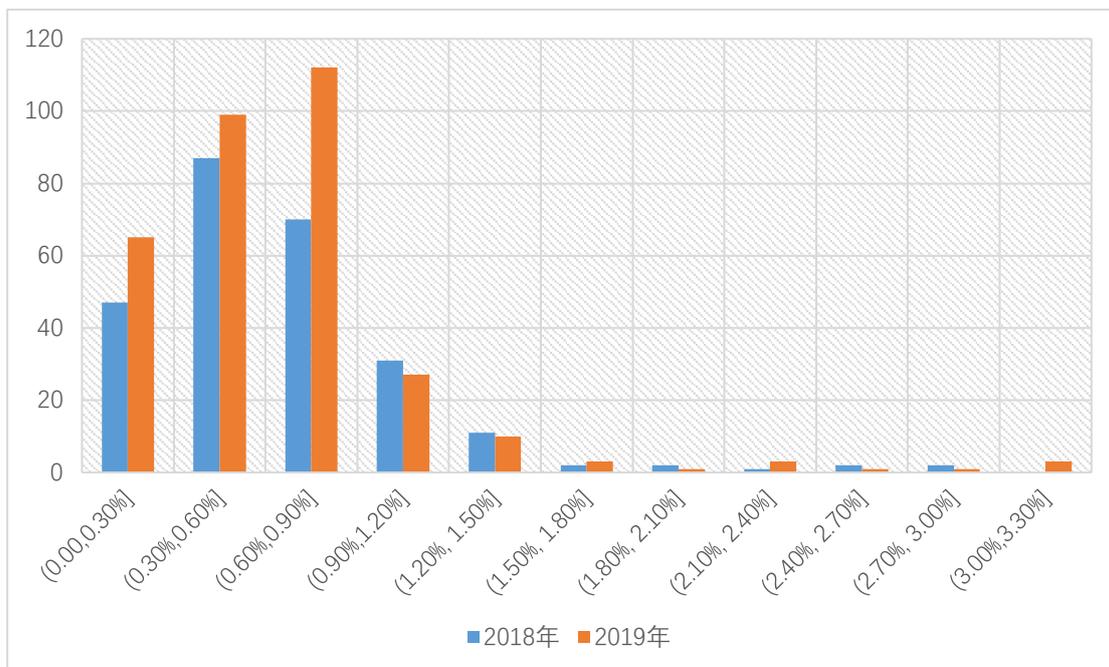
图 7 不同规模主动管理 ETF 费率统计



数据来源: ETF.com, 中证指数公司整理, 截至 2019 年底。

从平均费率来看,2019 年底所有主动管理 ETF 的平均费率为 0.67%,与 2018 年底持平。但从费率分布来看,2019 年底低费率区间的产品数量明显高于 2018 年底的产品数量。

图 8 主动管理 ETF 费率分布



数据来源: ETF.com, 中证指数公司整理, 截至 2019 年底。

## 二、产品分析

### (一) 产品格局不变, 固收依然领先

目前, 主动管理 ETF 中仅有 19 只产品规模超过 10 亿美元, 从资产类别来看, 其中有 16 只固定收益 ETF, 2 只权益 ETF 和 1 只商品 ETF。近年来, 主动管理 ETF 产品格局较为稳定, 固定收益 ETF 始终遥遥领先其他类别产品。固定收益投资本身适合主动管理方式, 特别是投向某些类型的债券时, 很难构建出一个完全被动的债券基金。

表 3 规模前十五名主动管理 ETFs

Ticker	Fund	AssetClass	Launch Date	Expense Ratio	AUM (\$M)
MINT	PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF	Fixed Income	2009/11/16	0.36%	13710
JPST	JPMorgan Ultra-Short Income ETF	Fixed Income	2017/5/17	0.18%	10260
NEAR	iShares Short Maturity Bond ETF	Fixed Income	2013/9/25	0.25%	6450
FTSM	First Trust Enhanced Short Maturity ETF	Fixed Income	2014/8/5	0.40%	4980
FPE	First Trust Preferred Securities & Income ETF	Fixed Income	2013/2/12	0.85%	4970
LMBS	First Trust Low Duration Opportunities ETF	Fixed Income	2014/11/4	0.68%	3930
TOTL	SPDR DoubleLine Total Return Tactical ETF	Fixed Income	2015/2/23	0.55%	3330
BOND	PIMCO Active Bond ETF	Fixed Income	2012/3/1	0.73%	2900
EMLP	First Trust North American Energy Infrastructure Fund	Equity	2012/6/21	0.95%	2750
GSY	Invesco Ultra Short Duration ETF	Fixed Income	2008/2/12	0.25%	2720
SRLN	SPDR Blackstone / GSO Senior Loan ETF	Fixed Income	2013/4/3	0.70%	2550
ICSH	iShares Ultra Short-Term Bond ETF	Fixed Income	2013/4/3	0.08%	2530
ARKK	ARK Innovation ETF	Equity	2014/10/31	0.75%	1860
FTSL	First Trust Senior Loan Fund	Fixed Income	2013/5/1	0.87%	1680
PDBC	Invesco Optimum Yield Diversified Commodity Strategy No K-1 ETF	Commodities	2014/11/7	0.58%	1650

数据来源：ETF.com, 中证指数公司整理，截至 2019 年底。

相对于主动管理方式在固定收益类 ETF 中的蓬勃发展，主动管理在权益类 ETF 中却一直发展较为缓慢。虽然 2019 年产品发行数量进一步增加，但产品规模增速却难以突破。截至 2019 年底，在美国全部 ETF 市场中，权益类 ETF 规模占比约为 78.5%，而在主动管理 ETF 领域，权益类 ETF 规模占比仅为 15.1%。目前只有 2 只产品资产规模超过 10 亿美元，分别为 First Trust North American Energy Infrastructure Fund (EMLP) 与 ARK Innovation ETF (ARKK)。

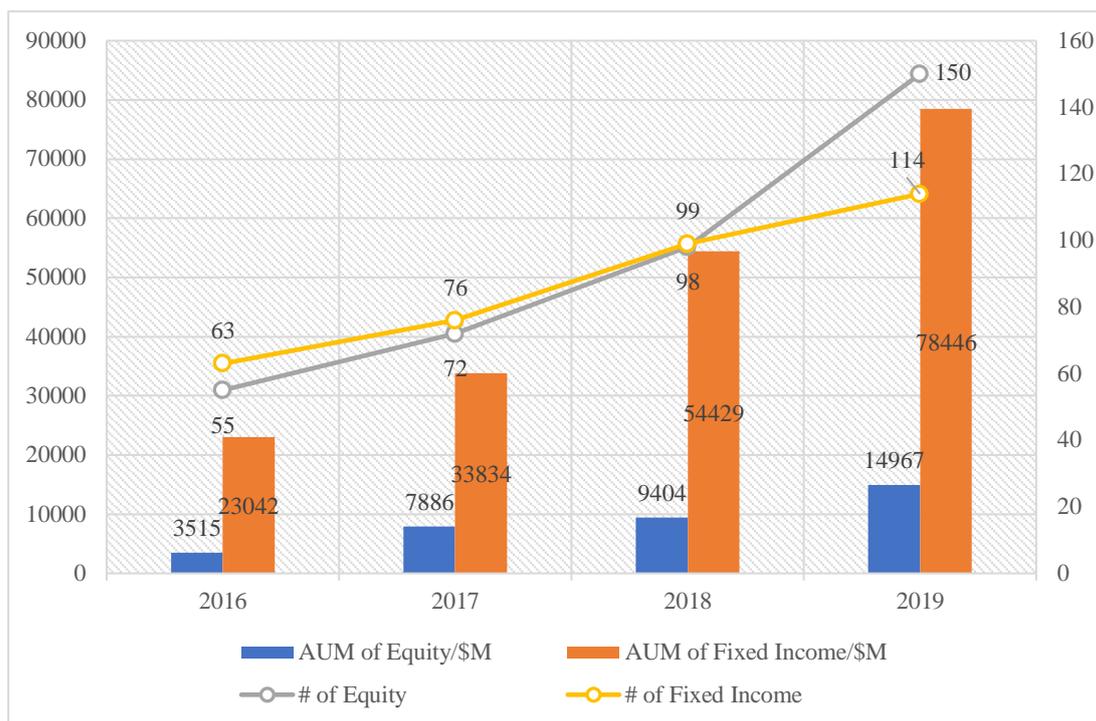
表 4 主动管理权益 ETF 资金流入榜单

Ticker	Fund Name	Launch Date	Expense Ratio	Net Flows (\$M)	AUM (\$M)
ARKK	ARK Innovation ETF	2014/10/31	0.75%	350.3	1860
EMLP	First Trust North American Energy Infrastructure Fund	2012/6/21	0.95%	291.9	2750
POCT	Innovator S&P 500 Power Buffer ETF - October	2018/10/1	0.79%	259.86	300.15
LRGE	ClearBridge Large Cap Growth ESG ETF	2017/5/22	0.60%	162.79	197.6
AVUS	Avantis U.S. Equity ETF	2019/9/24	0.15%	144.88	167.27
ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	2014/10/31	0.75%	134.73	499.74
BOCT	Innovator S&P 500 Buffer ETF - October	2018/10/1	0.79%	128.76	171.02
PAUG	Innovator S&P 500 Power Buffer ETF - August	2019/8/1	0.79%	105.87	114.42
SECT	Main Sector Rotation ETF	2017/9/5	0.83%	98.1	561
AVDE	Avantis International Equity ETF	2019/9/24	0.23%	92.4	101.83

数据来源：ETF.com, 中证指数公司整理，截至 2019 年底。

对于选择 ETF 的投资者来说,主动管理权益 ETF 的费率通常高于普通 ETF。而对于偏好主动管理的投资者而言,主动管理 ETF 需要每日披露持仓信息,基金策略和持仓信息保密性较差。主动管理 ETF 虽然兼顾了 ETF 产品结构与主动管理投资方式,但同时也失去了二者的特定优势。此外,除了成本和透明度的制约,基金业绩对主动管理 ETF、普通 ETF 和主动型基金都是至关重要的,虽然主动管理 ETF 采用了灵活的主动管理方式,但收益却未必可以超越被动基金。因此,除非业绩具有明显优势,主动管理权益 ETF 很难吸引投资者。

图 9 主动管理权益类与固定收益类 ETF 历史规模统计



数据来源：ETF.com，中证指数公司整理，截至 2019 年底。

## （二）短债热度不减，ESG 产品首现

### 1、短久期仍是市场热点

2019 年，短久期固定收益 ETF 仍然受到投资者追捧。不仅老产品如 PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF（MINT）和 iShares Short Maturity Bond ETF（NEAR）吸引投资者进行持续投资，成立时间较短的新产品如 JPMorgan Ultra-Short Income ETF（JPST）也获得最高的资金流入，达到 50.85 亿美元。

截至 2019 年底，主动管理 ETF 规模前四的产品全为短久期固定收益 ETF，2019 年全年资金流入前十的主动管理 ETF 中也有 5 只为短久期固定收益 ETFs。短久期固定收益 ETF 风险收益与货币基金类似，投资特征均为短期限、低风险。面对利率不断上升、收益率曲线持平、信用利差收紧的环境，短久期固定收益 ETF 不仅可以提供具有吸引力的收益率，而且因其短久期，受到利率风险的影响相对较小，从而获得投资者青睐。

表 5 规模前十名短久期固定收益主动管理 ETFs

Ticker	Fund Name	Launch Date	Expense Ratio	Net Flows (\$M)	AUM (\$M)
<b>MINT</b>	PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF	2009/11/16	0.36%	1431.56	13710
<b>JPST</b>	JPMorgan Ultra-Short Income ETF	2017/5/17	0.18%	5085.41	10260
<b>NEAR</b>	iShares Short Maturity Bond ETF	2013/9/25	0.25%	499.74	6450
<b>FTSM</b>	First Trust Enhanced Short Maturity ETF	2014/8/5	0.40%	840.58	4980
<b>LMBS</b>	First Trust Low Duration Opportunities ETF	2014/11/4	0.68%	1860.66	3930
<b>GSY</b>	Invesco Ultra Short Duration ETF	2008/2/12	0.25%	634.81	2720
<b>ICSH</b>	iShares Ultra Short-Term Bond ETF	2013/12/11	0.08%	1682.08	2530
<b>VNLA</b>	Janus Henderson Short Duration Income ETF	2016/11/16	0.35%	200.83	1060
<b>PULS</b>	PGIM Ultra Short Bond ETF	2018/4/5	0.15%	647.13	838.07
<b>LDUR</b>	PIMCO Enhanced Low Duration Active ETF	2014/1/22	0.79%	221.33	445.33

数据来源: ETF.com, 中证指数公司整理, 截至 2019 年底。

## 2、首只主动管理债券 ESGETF

目前 ESG 在主动管理 ETF 领域已经应用于权益类 ETF 中, 今年 PIMCO 推出首只采用 ESG 方法选取短久期债券的主动管理 ETF, 名称为 PIMCO Enhanced Short Maturity Active ESG ETF (EMNT), 旨在为那些寻求投资于具有最佳 ESG 实践的公司的投资者提供保本、日常流动性和有吸引力的回报潜力。

该产品投向货币市场工具和短期债券工具, 并基于 PIMCO 的 ESG 框架评估公司的 ESG 状况, 并与发行人接触, 以改善其 ESG 实践。该产品的投资组合将自动排除那些大量涉足酒精、烟草、国防、赌博、煤炭和色情行业的发行人。入选证券需要满足财务高质量, 同时环保实践、公司治理和社会政策等方面表现良好。

EMNT 的费率为 0.24%，与 EMNT 最接近的竞争对手是一只规模为 1.5 亿美元的被动 ETF，名称为 iShares ESG 1-5 Year USD Corporate Bond ETF (SUSB)，SUSB 基于 MSCI 的 ESG 研究构建组合，于 2017 年 7 月发行，费率为 0.12%。

## （二）权益发展不易，策略寻求差异

虽然主动管理权益 ETF 发展步伐缓慢，但仍然有一些产品表现突出，靠着特色产品策略和优异市场表现，吸引了投资者的眼球，例如 ARK 的新技术 ETF。与此同时，一些 ETF 发行商也在寻求产品策略的差异化布局，例如 Vanguard 和 BlackRock 相继推出低费率的多因子主动管理 ETF。

### 1、以独特方法构建创新 ETF

ARK Innovation ETF (ARKK) 自成立以来规模连续快速增长，继 2018 年底规模同比增长 184% 之后，2019 年底再次实现 72% 的规模增长，目前资产规模为 18.6 亿美元，迅速攀升至主动管理权益 ETF 规模第二位。

ARK 基金采取自上而下的研究过程，关注的五项技术是 DNA 测序、机器人、能源存储、人工智能和区块链。其主要思路是当这些技术的成本下降到临界点，或者已经足够便宜，可以实现指数级增长，则意味着这些技术可以被纳入投资范围。例如，第一个完整的人类基因组在 21 世纪初被绘制出来时，花费了 27 亿美元，但是今天的 DNA 测序大约是 1000 到 2000 美元。

创新本身就是有争议的，ARK 基金对这些颠覆性技术的看法与其他主动和被动 ETF 公司或华尔街分析师不同。而且，ARK 寻找那些积极投资于研发以获得长期机会的公司，并持有这些公司至少五年，以给这些公司赢得未来市场份额的时间。但 ARK 并不简单地买进并持有，反而交易活跃，逢低买进，然后卖出，以实现再平衡。该产品业绩表现良好，过去一年收益超过 30%。

## 2、巨头相继布局主动多因子 ETF

早在 2018 年，Vanguard 就推出一系列多因子主动管理 ETF，Vanguard U.S. Multifactor ETF (VFMF) 是其中最成功的一只产品，目前管理资产达 9155 万美元。VFMF 依赖于一个量化模型，采用价值、动量、质量和低波动性四个因子，费率为 0.18%。

今年，BlackRock 跟随 Vanguard 的脚步，也推出了主动管理多因子 ETF，名称为 BlackRock U.S. Equity Factor Rotation ETF (DYNF)，费率为 0.30%。该 ETF 基于一个质量、价值、规模、低波动和动量 5 个因子的因子轮动模型，从美国市场大盘股和中盘股中选择成份股。模型着眼于长期回报溢价和不同因子的周期性行为，同时结合当前市场周期、估值和近期趋势，将资金配置到五个目标因子上，每个因子配置上限为 35%，不过由于该基金是主动管理的，该上限在适当时机可以灵活调整。

以多因子策略为代表的 Smart BetaETF 竞争激烈，策略表现也面临较大挑战。Vanguard 和 BlackRock 另辟蹊径，在主动管理 ETF 领域推出多因子策略产品，可以通过主动管理方法更及时、更灵活地调整组合以保持因子的持续准确暴露，有希望提高策略效果。而同时，面对费率整体较高的主动管理 ETF 市场，两大公司推出的多因子产品费率水平相对较低，具有成本优势。

### （三）非透明终获批，未来发展可期

对于主动管理权益 ETF 来说，ETF 的高度透明性是一把双刃剑。在美国市场，美国证券交易委员会（SEC）规定主动管理 ETF 必须每日披露持仓信息，这让很多试图进军 ETF 市场的主动基金经理望而却步。对他们来说，在追逐 alpha 收益时，基金策略和持仓信息的保密性是十分重要的。

许多主动基金经理认为，每天及时和详细地披露组合信息是在泄露他们的“秘密武器”，让其他市场参与者有可能对他们的策略进行逆向设计。更重要的

是，基金管理人买进或卖出较大头寸时，通常需要几天才能完成，此时竞争对手可以利用这些公开信息，提前介入并借机实现盈利，这被称为“抢先交易”。如此一来，主动管理 ETF 实现超额收益的目标可能会变得十分困难。

如果有一只 ETF 既保留常规 ETF 结构的所有税收优惠、成本优势和日内交易收益，又可以隐藏投资组合，那么仍在场外观望的主动基金经理可能最终会受到诱惑，正式进入 ETF 市场。在这样的市场需求背景下，近年来许多基金公司开始探索非透明或半透明的新型 ETF 结构。

2016 年，Eaton Vance 推出一系列 NextShares ETF，这些基金可以在交易所交易，但每季度只披露一次投资组合，有 60 天的延迟。但是，NextShares 系列其实不能归属于 ETF，按照 SEC 的批准条件，其产品形式只能被称为 ETMF

（exchange-traded managed fund），尽管能够场内交易，但交易价格是与下一日基金净值挂钩的，而不像 ETF 一样由实时市场交易决定。ETMF 上市时也曾受到广泛关注，但最终未能发展壮大。截至 2019 年 11 月底，NextShares 只剩下三只产品，总规模仅 2050 万美元。

2019 年 5 月，经过多年酝酿，美国证券交易委员会（SEC）批准了首个真正的非透明 ETF 结构——Precidian 的 ActiveShares ETF，这些 ETF 交易和操作方式与其他 ETF 类似，但不需要每天披露实际持仓情况。2019 年 11 月，SEC 发出通知，有意再批准四种非透明 ETF 结构，希望通过这一新型产品结构吸引更多主动基金经理进入 ETF 市场。

除了 ActiveShares 之外，非透明 ETF 结构还包括 Blue Tractor Group 设计的 Shielded Alpha 系列，Natixis 联合纽交所设计的 NYSE PDA 形式，T.Rowe Price 构建的 Hedged Portfolio 模型，以及 Fidelity 的 AMETF 形式等。这些非透明 ETF 结构各有差异，最大的区别在于日内价格计算方式以及如何隐藏实际持仓同时完成申购/赎回，这也是 SEC 最关心的问题。

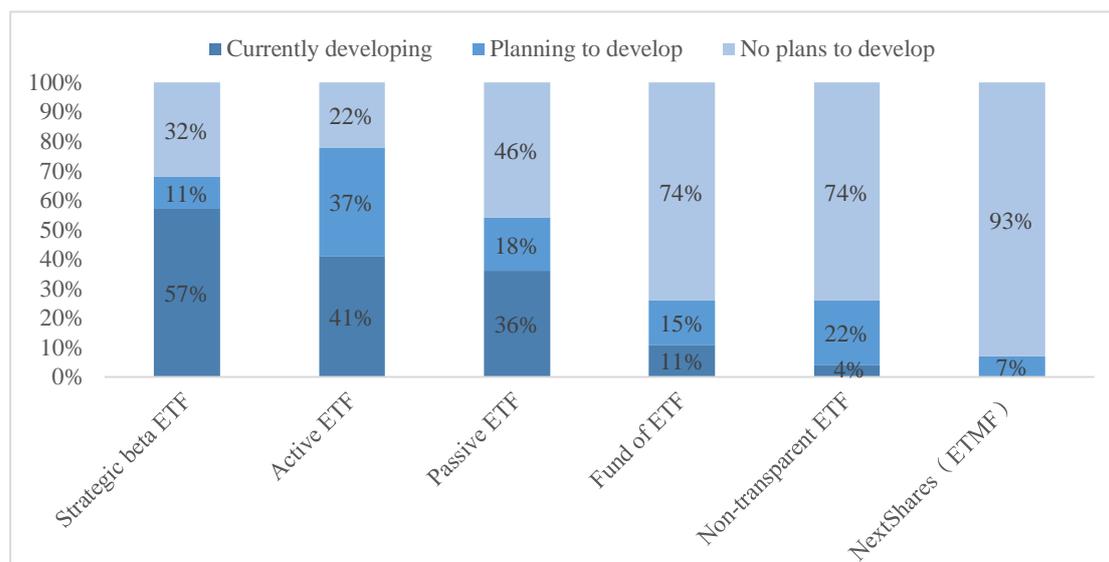
表 6 非透明主动 ETF 结构对比

	Precidian's ActiveShares ETFs	Blue Tractor Group's Shielded Alpha ETFs	NYSE's Periodically Disclosed Active ETFs	Fidelity's Actively Managed ETFs	T. Rowe Price's Active ETFs
如何隐藏实际持仓信息	采用 Authorized Participant (“AP”) 作为代表	随机生成一个与实际组合存在 90%-100%重叠的组合, 即动态 SSR 组合	使用实际持仓但不同权重组成的代理组合	使用实际持仓 (不同权重)、代表性 ETF 和现金组成的代理组合	使用覆盖实际组合的 80%持仓的代理组合
日内价格公布频率	每秒钟提供实际基金组合的 iNAV	--	--	每隔 15 秒提供跟踪篮子的 iNAV	每隔 15 秒提供实际组合的 iNAV
申购/赎回方式	实际基金组合	动态 SSR 组合	代理组合	跟踪篮子	对冲篮子
实际持仓披露频率	每季度一次	每季度一次	每季度一次	每 30 天一次	每季度一次, 并滞后 15 天

资料来源: 中证指数公司整理

ActiveShares ETF 结构正式获批后, 包括 Legg Mason、BlackRock、Capital Group、J.P. Morgan、Nationwide 以及 American Century 等十多家基金公司取得 Precidian 授权, 计划推出非透明结构的 ActiveSharesETF。此外, 还有许多基金公司密切关注非透明 ETF 的动态。根据 Cerulli 的调研结果, 37%的基金经理计划开发主动型 ETF, 22%的基金经理计划开发非透明 ETF。

图 10 Cerulli 关于 ETF 产品开发计划调研统计



数据来源: Cerulli

毫无疑问，非透明 ETF 结构引起了市场的广泛关注和热烈讨论。许多主动基金公司摩拳擦掌，计划推出非透明 ETF 产品；许多基金经理将非透明 ETF 视为 ETF 市场发展的未来方向。但这些主动基金公司面临的一个挑战就是无论选择透明 ETF 还是非透明 ETF，它们都将蚕食现有的共同基金业务。

而对于投资者而言，无论是否透明，是共同基金还是 ETF，对于任何类型的基金产品，业绩才是影响他们选择的关键因素。非透明的主动 ETF 相比主动基金，基金费用和税收对收益的侵蚀将少一些。但相比普通 ETF，费率仍然较高，如果业绩没有实现提升，非透明 ETF 的生命周期将会很短。

尽管承载诸多期望，但每一类创新产品最终能否取得成功将有待市场验证。但对于当前主动管理 ETF 市场而言，创新意味着突破，无论是否成功，都将推动行业继续前进。

（完）