

中证指数研究报告

十年跨越 债券 ETF 的演进与展望



十年跨越，债券 ETF 的演进与展望

中证指数有限公司

近年来，随着国际经济危机的持续发酵，主要经济体发展的不确定性增加，使得金融市场呈现显著的高波动特征。在此背景下，无论是投资者投资策略选择，还是资产的战略和战术配置，稳定收益和低风险显然成为市场的考量重点。而作为当前市场中最热的投资工具之一——债券 ETF，越来越受到投资者的拥趸和青睐。

一、 债券 ETF 的“前世今生”

自 1971 年，美国 Wells Fargo 银行向机构投资者推出第一只指数基金开始，指数化投资经历了非周期的强劲增长。1993 年，ETF 产品横空出世，成为全球炙手可热的投资工具，而作为 ETF 的重要类别——债券 ETF 产品推出，不仅进一步丰富了 ETF 产品种类，同时也以其独特的魅力吸引了投资者的广泛应用。

首只债券 ETF 于 2000 年 11 月发行，主要跟踪加拿大债券指数。此后 3 年，美国、欧洲、亚太市场相继出现了债券 ETF 产品，资产规模由 2000 年的 1 亿美元上升至 58 亿美元，产品数量也由最初的 2 只，增长到 17 只。

而债券 ETF 的真正发展应始于 2007 年。美国证券交易监管委员会（SEC）针对指数型新发 ETF 产品颁布豁免法案极大地促进了美国 ETF 市场发展，尤其是债券 ETF 产品的发展。仅在 2007 年，新发债券 ETF 就达到了 102 只，超过了前 7 年的总和，资产规模增至 600 亿美元。可以说，2007 年是债券 ETF 发展之年。

也正是从 2007 年开始，为了满足投资者的不同需求，以特定敞口的债券 ETF 开始在美国发行。高收益债券 ETF、市政债券 ETF、主动管理债券 ETF 以及目标久期债券 ETF 成为市场追捧的主要品种。

2008 年美国次贷危机以及随后的欧洲债务危机，在重创全球经济和金融市场的同时，却为债券 ETF 发展提供了难得的发展机遇。2008 年以来，债券 ETF 取得了爆发式增长，产品规模年复合增长率达到 42%，产品数量年复合增长率达到 37%。



资料来源：Blackrock

图 1 债券 ETF 发展历程

债券 ETF 之所以深受市场投资者和资产管理者的青睐主要在于：

1. 管理费用低廉，以低费率吸引需求。 债券 ETF 及债券指数基金的管理费率远低于主动管理的债券基金。根据 BlackRock 统计，2011 年美国主动管理债券基金的加权平均费率为 0.66%，而指数型债券基金的加权平均费率只有 0.13%。而 2012 年美国全部固定收益 ETF 产品的加权平均费率也只有 0.261%，远低于主动管理的债券基金。在债券基金预期收益相对稳定的情况下，管理费率的高低成为投资者决定是否选择购买和持有的重要因素之一。

2. 交易成本较低，以低成本保护收益。 债券 ETF 在二级市场购买费率比普通指数型产品更为便宜，许多经纪商平台（如先锋基金旗下的经纪商平台）对 ETF 提供免费经纪服务。通常开放式债券基金申购费率一般为 0.8%，赎回费率一般为 0.1%。而债券 ETF 买卖可免收印花税，交易成本约为开放式债券基金的 1/4。

3. 收益长期稳定，以可预测吸引关注。 虽然债券 ETF 缺少积极主动的券种配置和个券选择，只能获取平均回报，但债券 ETF 减少了由基金经理管理不善带来的收益低于预期的不确定风险。历史数据显示，绝大部分主动基金经理难以长期战胜市场。所以，债券 ETF 可以提供相对长期、稳定且便于预测的收益，在波动加剧的市场环境下，这一特征足以吸引投资者的持续关注。

4. 交易方便快捷，以灵活性促进应用。 相比普通开放式债券基金，债券 ETF 在交易时间可以实时买卖，交投简便。而且在提供波段操作机会的同时，还提供

杠杆和卖空的功能，投资者可以据此设计复杂化的策略。

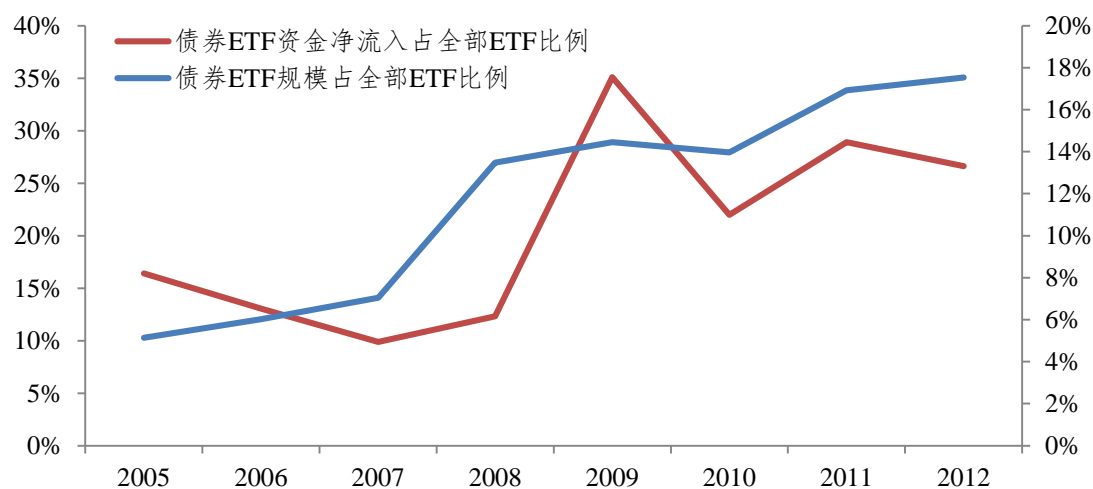
5. 创新种类不断，以多样化拓展市场。债券ETF种类繁多，所使用的标的指数比传统指数基金覆盖面更大，面向更广阔的市场。对于希望持有不同地域、多种债券类别头寸的投资者而言，债券ETF可以提供更全面的投资选择。在为场内中小投资者提供参与债券产品机会的同时，也满足了机构投资者负债管理和大类资产配置的需求。

二、国际债券ETF产品发展

经过近12年的发展，债券ETF从最初的创新产品，已经演变成重要的投资工具和资产配置工具，总体呈现如下特征。

1. 债券ETF增长迅速，产品规模双增长。2005年以来，债券ETF持续保持资产规模和产品数量的双增长。2012年全球债券ETF规模达到3389亿美元，产品数量达到714只，分别比2005年增长14倍和20倍。而债券ETF在全部ETF产品中的规模占比也从2005年的不足5%，上升至2012年的18%，增长非常迅速。

2. 资金持续保持流入，市场需求旺盛。在产品数量和规模迅速增长的同时，债券ETF还保持着持续的资金净流入。2005年以来，债券ETF产品年均资金净流入350亿美元，尤其自2008年以后，资金流入呈现加速趋势，年均资金净流入达到486亿美元。截至2012年底，债券ETF资金净流入达700亿美元，占当年ETF产品资金净流入的27%。



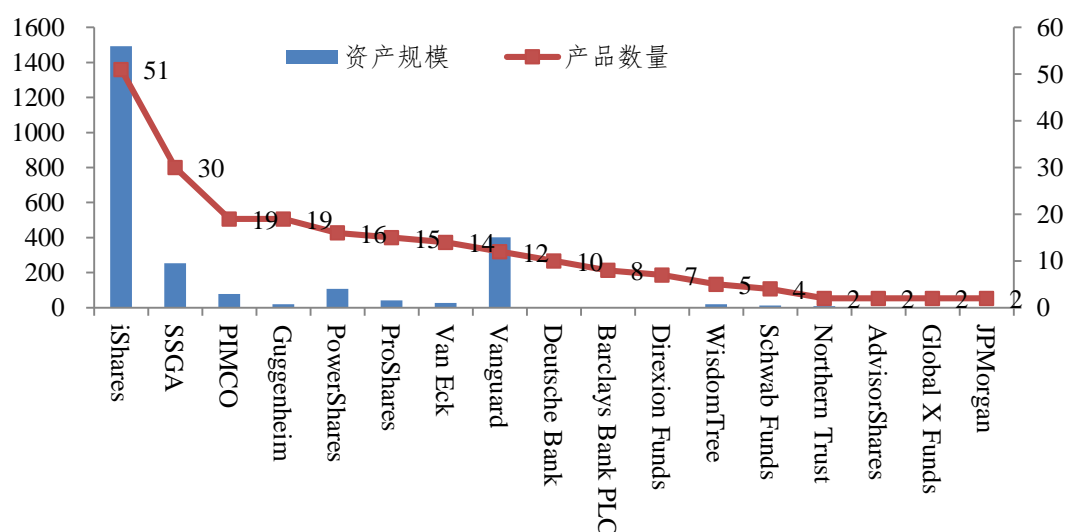
资料来源：BlackRock

图2 债券ETF规模及资金流入占全部ETF的比例

3. 产品类别日益丰富，高收益债吸引关注。债券 ETF 的良性发展推动债券 ETF 产品种类日益丰富。通常，债券 ETF 主要跟踪政府债券、通胀挂钩债券、投资级的公司债券以及宽基债券指数。近年来，高收益债、新兴市场、主动管理成为债券 ETF 拓展的重要类别。其中，高收益债发展尤为引人注目，从 2007 年高收益债开始发行，截至 2012 年底，高收益债券 ETF 资产规模已经达到 384 亿美元，在全部债券 ETF 产品中占比为 12%。

4. 选样加权方式多样，债券 ETF 不断创新。以美国市场债券 ETF 为例，其选样方式包括市值、久期、信用评级、信用降级、基本面、多因子、发达市场、行业、红利、固定选样等多种选样方法。在上述选样方式中，债券 ETF 产品规模超过 10 亿美元的分别为市值、专属、美元计价、久期和基本面方法，其中基本面债券 ETF 资产规模为 11.44 亿美元。在加权方式上，债券 ETF 主要采用市值加权、专属加权、基本面加权、等权重、分层加权等方式。

5. 产品规模呈现集中化，产品数量呈现分散化。在美国市场共有 220 只债券 ETF，资产规模接近 2475 亿美元。从资产规模来看，债券 ETF 主要集中在 iShares、Vanguard 和 SSGA 三家机构，规模分别占美国全部债券 ETF 的 60.3%、16.2%和 10.3%。而从产品数量分布来看，共有 9 家机构发行 10 只以上债券 ETF，排名靠前的分别为 iShares、SSGA、PIMCO、Guggenheim、PowerShares 和 ProShares，债券 ETF 只数分别为 51 只、30 只、19 只、19 只、16 只和 15 只，整体呈现相对分散化的特征。



资料来源：IndexUniverse，中证指数公司研发部

图 3 美国债券 ETF 规模及数量分布（按发行人）

三、 债券 ETF 在我国的应用前景

近年来，债券市场已经成为各类企业直接融资的主要渠道。截至 2012 年底，全年新发债券 2947 只，比 2011 年全年增加 1211 只，其中，信用债发展尤为突出，发行数量和规模分别占全年新发债券的 89% 和 45%，较去年全年增长 89% 和 64%。债券市场的持续火热，不仅表明了市场需求的强劲，同时也为债券 ETF 以及债券指数基金产品提供了难得的发展契机。

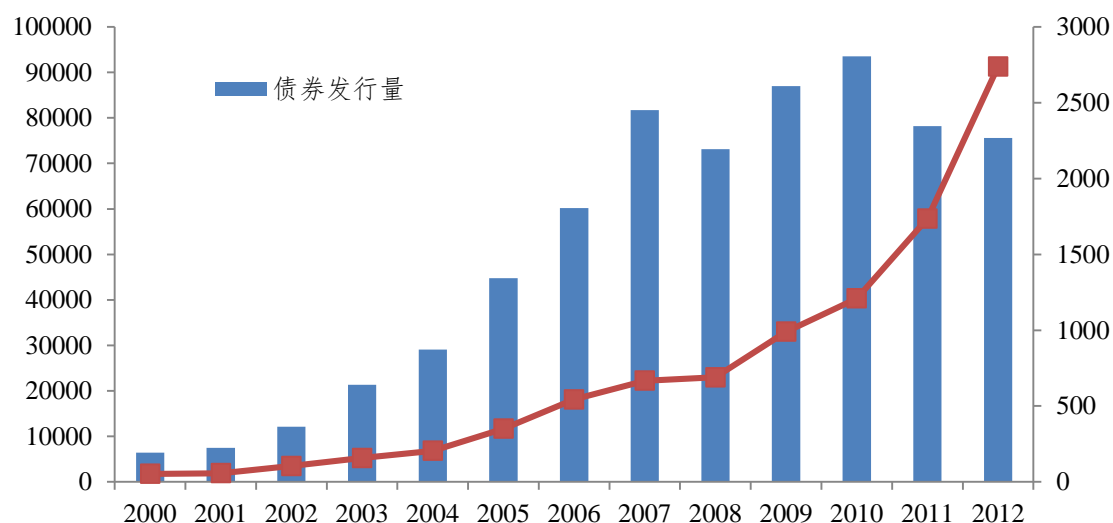


图 4 我国每年债券发行数量和规模

与此同时，我国指数化产品发展如火如荼，被动化投资方式正逐渐为投资者接受并践行为当前和今后一段时期的主流投资方式。截至 2012 年底，我国共有 162 只指数型产品，规模为 3746.96 亿元。而作为指数化产品的重要品种，债券指数基金刚刚起步，债券 ETF 正陆续推出，债券指数化产品具有非常大的发展空间。

1. 满足多样化需求的投资工具。债券 ETF 跟踪的是债券指数，其一揽子债券组合的形式在实现稳定回报和下行保护目标的同时，能更大限度的分散化组合风险。与此同时，债券 ETF 在选样方式和加权方式上有多种选择，如等权重、基本面、分层加权等方式，能够为投资者提供更加多样化的风险调整收益，满足投资者的不同需求。

2. 养老金等机构投资者目标实现的重要工具。养老金等机构是固定收益市场的主要投资者。根据 OECD 统计，美国、英国、德国等主要发达国家私人养老金计划中固定收益配置都在 30% 以上。

对于养老金、保险资金和企业年金等机构投资者而言，ETF 不仅仅作为获取特定资产类别的 Beta 风险敞口的工具，同时还能够实现战术调整、过度时期资产管理、现金证券化、再平衡、流动性管理、补充组合以及固定收益久期和信用调整等多种目标。根据统计，60%以上的养老基金、基金会和捐赠基金使用 ETF 实现现金证券化、再平衡和过度时期资产管理等目标，50%以上的资产管理人使用 ETF 实现战术调整、再平衡和过度时期资产管理等目标。

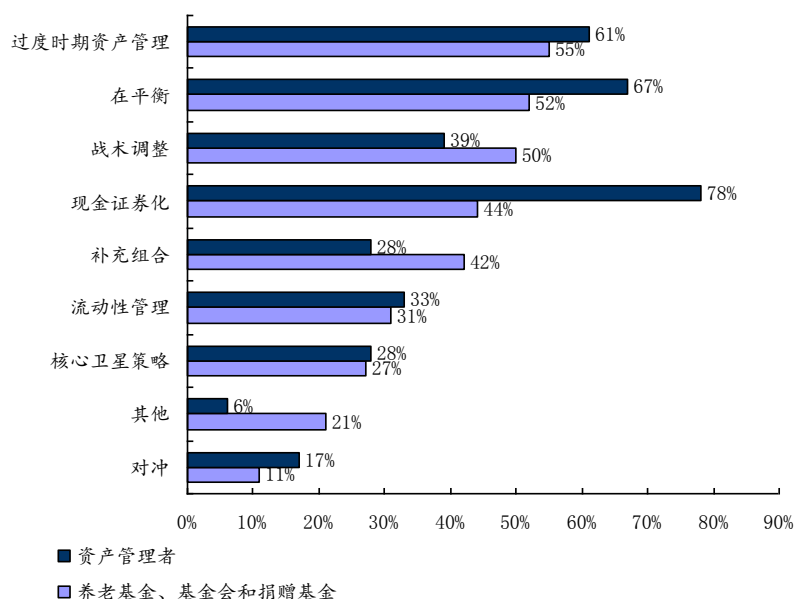


图 5 ETF 在养老金等机构投资者和资产管理人的应用

债券 ETF 的出现不仅为养老金、保险资金和企业年金等机构投资者各种目标实现提供了更加丰富的工具，同时其流动性好、成本低廉、交易便捷等优势对机构投资者更具吸引力。

3. 进行套利交易的重要工具。随着金融市场的发展，各种金融创新工具不断涌现，这为债券 ETF 等在内的指数化产品提供了重要的应用空间。日前，证监会已明确表示国债期货准备已经基本就绪，而以国债 ETF 为代表的债券 ETF 显然是国债期货理想的现货工具。在中国现有市场环境下，债券 ETF 推出不仅有利于投资者在银行间和交易所两个市场买卖债券，更重要的是可以为投资者提供在银行间、交易所、债券 ETF 间存在的定价差异进行套利活动的机会，提升债券市场的流动性。

四、我国债券 ETF 的发展展望

债券 ETF 是国际市场倍受瞩目的产品类别之一。对于中国市场，也是极为

重要的 ETF 创新类别。

新年伊始，国泰上证 5 年期国债 ETF 和博时上证企债 30ETF 的同时获批，标志着我国资本市场债券 ETF 正式起航，既为投资者提供更加多样化的投资标的，也为 ETF 市场增添了新的活力。随着债券市场的持续升温，基础设施日益完善以及债券衍生产品的不断涌现，债券市场的流动性将会得到显著改观，债券 ETF 产品将具有非常广阔的发展空间。

基于国际市场发展经验以及国内市场实际情况，未来债券 ETF 发展将会在如下方面进行拓展：

第一，综合类债券 ETF。伴随指数化运作经验的积累以及抽样复制等技术日趋成熟，综合类债券 ETF 将会有进一步发展的空间。此外，随着国债期货推出的临近，与国债期货相关概念的债券指数投资主题将会成为市场的新宠。

第二，细分信用类债券 ETF。细分信用类债券 ETF 主要着眼于特定的风险敞口和更加细分的投资主题。截至 2012 年底，银行间和交易所市场存量信用债券共计 4348 只，其中企业债 1277 只，公司债 438 只，中期票据 1603 只，短期融资券 953 只。而随着各种信用类型债券数量的持续增多，规模的不断扩大、期限的日益完整，以细分类型、级别、期限、细分行业以及细分主题的信用类债券 ETF 将会成为市场关注的重点。

第三、策略类债券 ETF。随着投资者需求的个性化特征愈发突出，投资者专业化程度不断提高，以追求特定投资目标，特定风险收益的策略类债券 ETF，如更具流动性选择标准，多样化的加权方式，复杂的量化策略等，也将成为市场投资者追逐的热点。

（完）