



中国资产管理 ETF将引领下一波增长

作者

周之行, 董事合伙人
叶琮澔, 副董事合伙人

目录

背景: 2018年成为转折点	2
ETF产品需求上升	5
给ETF管理公司的建议	9
结语	14

执行摘要

中国的资产管理市场正进入一个全新的阶段：市场进一步向境外企业开放；同时，基金管理公司开始着手取替基于“影子银行资产”的财富管理产品。

我们观察到一个有趣的趋势：被动投资在中国日益受追捧。如今，越来越多的基金管理公司正在关注中国市场的交易型开放式指数基金（“ETF”）产品，将它们视作下一个增长引擎。本报告旨在探讨中国ETF市场的发展轨迹与增长动力，帮助资产管理公司了解未来的机遇，把握不断增长的需求，从而驾驭中国这个独特又充满挑战的市场。

在第一节里，我们指出2018年是ETF市场的拐点。2018年，ETF市场的资产管理规模迅速增长至人民币3,810亿元（约合560亿美元），并在年内推出了近40支新基金。然而，与其他市场相比，中国的ETF市场仍处于起步阶段。

在第二节里，我们评估了ETF市场未来增长的驱动所在。首先，个人投资者日渐成熟，并认识到ETF作为低成本投资工具的长处；同时，机构投资者也在不断地深化与拓宽投资领域。其次，随着分析能力的提升，基金管理公司能够开发更广泛的产品，包括窄基指数基金及“聪明贝塔”（smart-beta）指数基金。此外，随着基金管公司者开始降低管理与托管费用，中国的ETF产品真正成为“低成本工具”，这将有望提升投资者的接纳度。除了这些驱动因素外，监管机构与交易所也在积极地倡导发展ETF市场。

在第三节里，我们指出基金管理公司需要摆脱“以产品为中心”的思维模式，认真地研究不同投资者的需求，制定周全而明智的策略，以赢得投资者。具体而言，投资者可能会有不同的目标，有些需要进行战术型建仓，另一些则需要建立长期投资组合，这将转化为不同的买入标准。对前者来说，指数的独特性更为重要；而后者则看重成本效率。

2018年无疑是中国ETF市场的转折点。我们预计市场将会持续增长，但只有做好充分的准备，资产管理公司才能趁势在竞争中脱颖而出成为赢家。因此，资产管理公司应密切关注市场动态，把握每一个令人振奋的机会。

[1] 背景: 2018年成为转折点

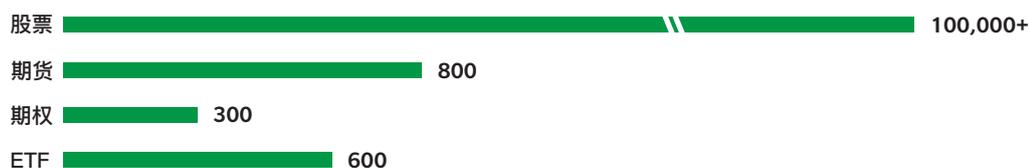
直到2004年，中国市场才出现了第一支ETF产品。中国ETF市场的历史较短，与其他市场相比，它仍处于初始阶段。

就资产管理规模而言，ETF产品目前仅占中国公募基金市场总额的7.5%左右，这个比例明显低于美国。与其他投资工具（如股票和期货）相比，上海证券交易所（上交所）的ETF投资者数量有限（见图1）。

图 1: 中国ETF市场规模

ETF市场规模 ¹ , 中国 vs 美国 2018 ² , 单位: 10亿元人民币	占公募基金资产管理规模的% ¹	ETFs 数量
 381	7.5%	173
 24,783	22.8%	1,977

上交所ETF和其他产品的投资者数量
2018年上半年, 单位: 千

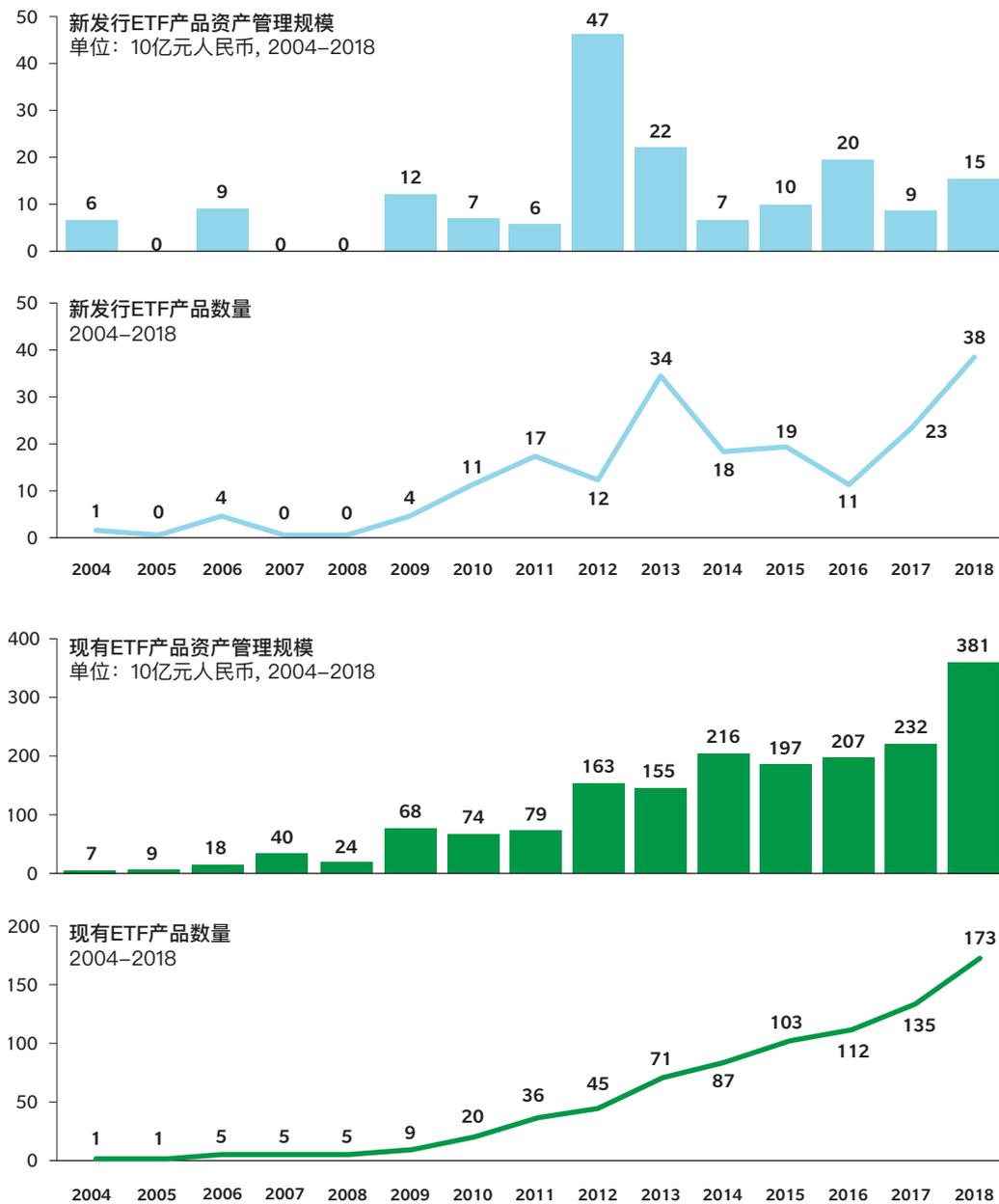


1. 不包括货币市场基金; 2. 中国数据截至2018年年底, 美国数据截至2018年11月

数据来源: Wind, ICI, 上交所, 奥纬咨询分析

在过去十年中，ETF市场持续缓慢增长。虽然ETF基金的数量已从2012年的45支稳步攀升至2017年的135支，然而相应的资产管理规模仅从人民币1,630亿元（约合240亿美元）增加至人民币2,320亿元（约合340亿美元），增幅为40%。（见图2）

图 2: 中国新发行及现有ETF基金的数量与资产管理规模



数据来源: Wind, 奥纬咨询分析

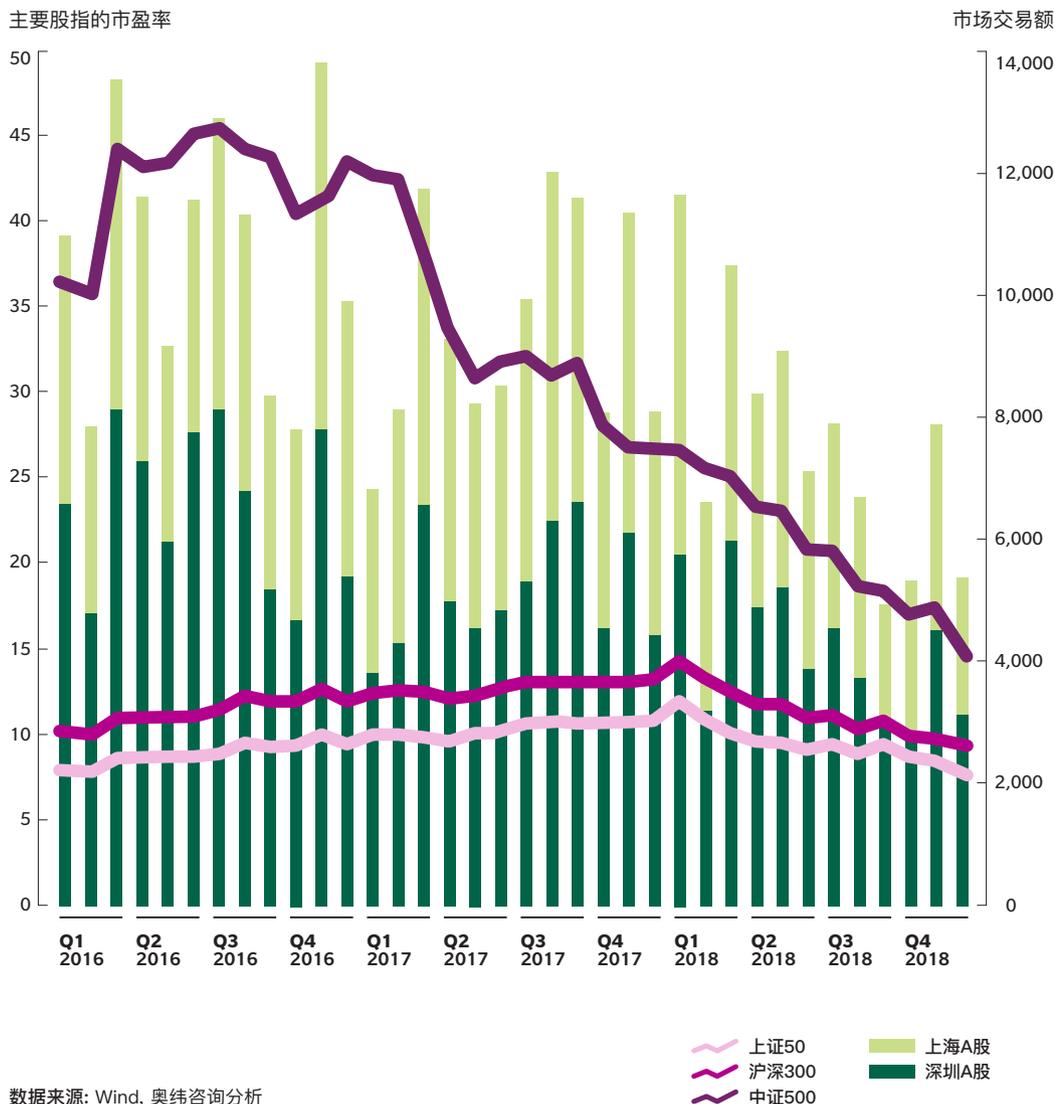
有趣的是，我们看到在2018年ETF市场的资产管理规模突然激增，达到人民币3,810亿元（约合560亿美元），并在年内推出了近40支新基金。

研究表明，机构投资者正在加大对ETF产品的建仓力度。他们看中的是主要股票指数处于较低位且估值深具潜力。此前，中国股市大幅下挫，为三年以来的最差表现。同时，中国主要股票指数的市盈率也接近历史低位，低于全球市场的主要指数。对投资者来说，这样的估值极具吸引力（见图3）。

得益于市场环境，中国ETF产品的发展开始进入快车道。

图 3: 中国主要股指的表现

主要股指的市盈率(上证50指数、沪深300指数、中证500指数) vs. 市场交易额(上海, 深圳)
 倍数(市盈率), 10亿元人民币(交易额), 2016 - 2018



数据来源: Wind, 奥纬咨询分析

[2] ETF产品需求上升

鉴于中国ETF市场的历史较短，市场欠发达，投资者、基金经理及其他相关市场参与者受到各种牵制，包括产品知识缺乏、产品范围狭窄和分销渠道有限等（见图4）。

图 4: 各类消费者及价值链参与者的掣肘

个人投资者	机构投资者	销售渠道	做市商
<ul style="list-style-type: none"> • 缺乏对被动管理型投资产品的了解 • 不了解ETF产品的风险和回报 • ETF产品的流动性相对较低 	<ul style="list-style-type: none"> • ETF产品的流动性相对较低 • 产品选择有限，指数表现不佳，很难被用于实现长期回报及分散风险 	<ul style="list-style-type: none"> • 投资者偏好绝对回报，不了解资产配置的概念 • 投资渠道有限，例如ETF产品交易必须通过证券交易所账户完成 • ETF产品佣金较低 • 销售人员缺乏培训 	<ul style="list-style-type: none"> • 缺乏提升ETF产品市场流动性的动力 • 缺乏有效的对冲策略与工具
基金管理公司/ ETF管理公司	交易所	指数提供商	技术提供商
<ul style="list-style-type: none"> • 由于市场需求有限，缺乏发行ETF产品的动力 • 指数品质不佳 	<ul style="list-style-type: none"> • 交易所与OTC交易之间存在隔阂 • 交易所的ETF产品流动性较低，交易所缺乏优化ETF产品流动性的机制 	<ul style="list-style-type: none"> • 市场需求集中于股票指数，而非债券/大宗商品指数 	<ul style="list-style-type: none"> • 缺乏市场规模

尽管面临众多挑战，我们观察到市场正在经历快速演变，投资者行为不断变化，市场进入良性发展阶段¹。这些都为ETF市场的持续增长与蓬勃发展奠定了坚实的基础。

2.1 日益成熟的个人投资者与规模不断扩大的机构客户群

中国ETF市场面临的一大障碍是投资者类型有限。在其他成熟市场中，ETF作为被动投资工具，长期以来一直为机构投资者所主导，被用于进行资产配置。然而，中国市场则以个人投资者为主，而这些投资者通常追求短期收益。

尽管如此，我们看到自2018年以来投资者行为一直在变化。个人投资者的投资行为日趋成熟，这为公募基金市场的发展铺平了道路。尤为值得一提的是，投资者开始逐渐认识到ETF产品作为低成本投资工具的优势。为了推动ETF产品交易并提高渗透率，上交所已计划建立一个在线的“场外交易”（OTC）平台，允许没有开立股票交易账户的用户参与ETF产品交易。

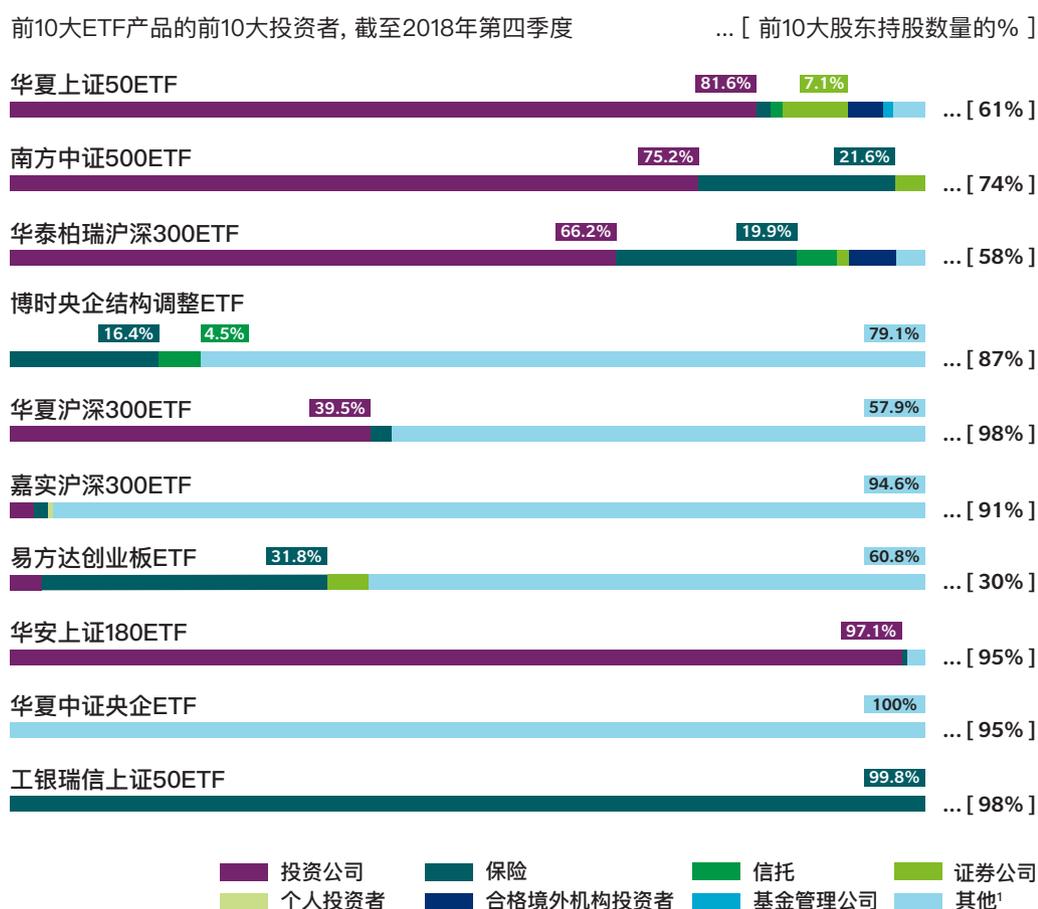
1. 摘自上海证券交易所产品创新中心总经理刘澌于2018年4月19日的讲话

此外，我们还看到保险公司、养老基金及信托基金等各类机构也正在追加对ETF产品的投资（见图5）。

为了进一步提高ETF产品对机构客户的吸引力，上交所要求为ETF做市商提供更好的激励措施与政策扶持，以改善市场流动性。

因此，随着投资者接纳度的不断提高，ETF产品正越来越受到个人与机构投资者的青睐。以易方达创业板ETF为例：作为追踪中国创业板规模最大的ETF产品，该基金2018年机构与个人投资者的持股数量分别比2017年激增超过480%和340%。

图 5: 中国前10大ETF基金的投资者结构



1. 包括银行的ETF联接基金，企业养老金计划，国有企业（石油与天然气、能源、制造等）

数据来源: Wind, 奥纬咨询分析

2.2 产品开发逐渐多样化

中国ETF产品数量有限，超过90%的产品为股票型ETF，其中大多为追踪大盘指数的产品，占ETF资产管理总额约70%。而债券型ETF与大宗商品ETF的发展相当有限。窄基指数产品也处于起步阶段。近几年，行业/主题型ETF、跨境ETF以及聪明贝塔ETF产品初露头角，但种类有限。（见图6）

图 6: 美国与中国的ETF产品开发及产品范围

美国		中国		
首发时间	ETF产品类型	各ETF产品类型首发公司		首发时间
1993年	宽基 ETF	华夏基金	510050 ¹	2004年12月
1996年	跨境 ETF	华夏基金; 易方达资产管理	159920/ 510090 ²	2012年8月
1988年	行业/主题型 ETF	招商基金	510150 ³	2010年12月
2000年	聪明贝塔 ETF	博时基金	159008 ⁴	2011年6月
2002年	债券型 ETF	嘉实基金	159926 ⁵	2013年5月
2004年	大宗商品ETF	国泰基金; 华安基金	518800/ 518880 ⁶	2013年7月
2006年	杠杆 ETF			
2008年	主动管理型 ETF			
2017年	人工智能 ETF	平安基金	152930 ⁷	2019年5月

1. 华夏上证50ETF; 2. 华夏恒生ETF/易方达恒生H股ETF; 3. 招商上证消费80ETF; 4. 博时深证基本面200ETF; 5. 嘉实中证中期国债ETF; 6. 国泰黄金ETF/华安黄金ETF; 7. 平安人工智能ETF

美国与中国的ETF产品类型2018

概况



股票型ETF产品细分



数据来源: SWS Research, Wind, 奥纬咨询分析

但是，随着资产管理公司开始围绕另类数据与分析建立更多的能力，这种趋势将会发生变化。这也将给基金经理与指数提供商带来新的机会，帮助它们发行更多不同类型的ETF产品。2018年，我们看到越来越多的基金管理公司加入到ETF领域的竞争。在这一年间，共有20家基金管理公司发行了38支ETF产品，而相比之下2016年仅有6家基金管理公司发行了9支ETF产品。过去，大多数ETF产品为股票型ETF。而2018年新发行的ETF产品类型要宽泛得多，包括多只债券型ETF、聪明贝塔ETF与国企改革主题ETF。

为了推动持续创新，上交所指明了一些潜在的发展方向，包括跨市场债券ETF、绿色金融主题ETF、国企改革主题ETF、金融科技ETF以及主动管理型ETF。随着更多基金管理企业进入市场，同时政府陆续推出激励政策，中国ETF产品有望得到持续开发，产品表现将得以提升，产品类型也将进一步拓宽。

2.3 价格竞争浮现

长久以来，较高的管理费和托管费阻滞了中国ETF市场的发展。高成本背后的原因包括市场基础设施不足、规模有限以及付费服务市场的高昂分销成本。中国ETF产品的年均管理费和托管费约为0.5%和0.1%，而在美国，相关费用可低至每年0.05%。在全球范围内，一些大型基金管理公司甚至推出了零管理费ETF产品以及涵盖各类ETF产品的零佣金交易平台。

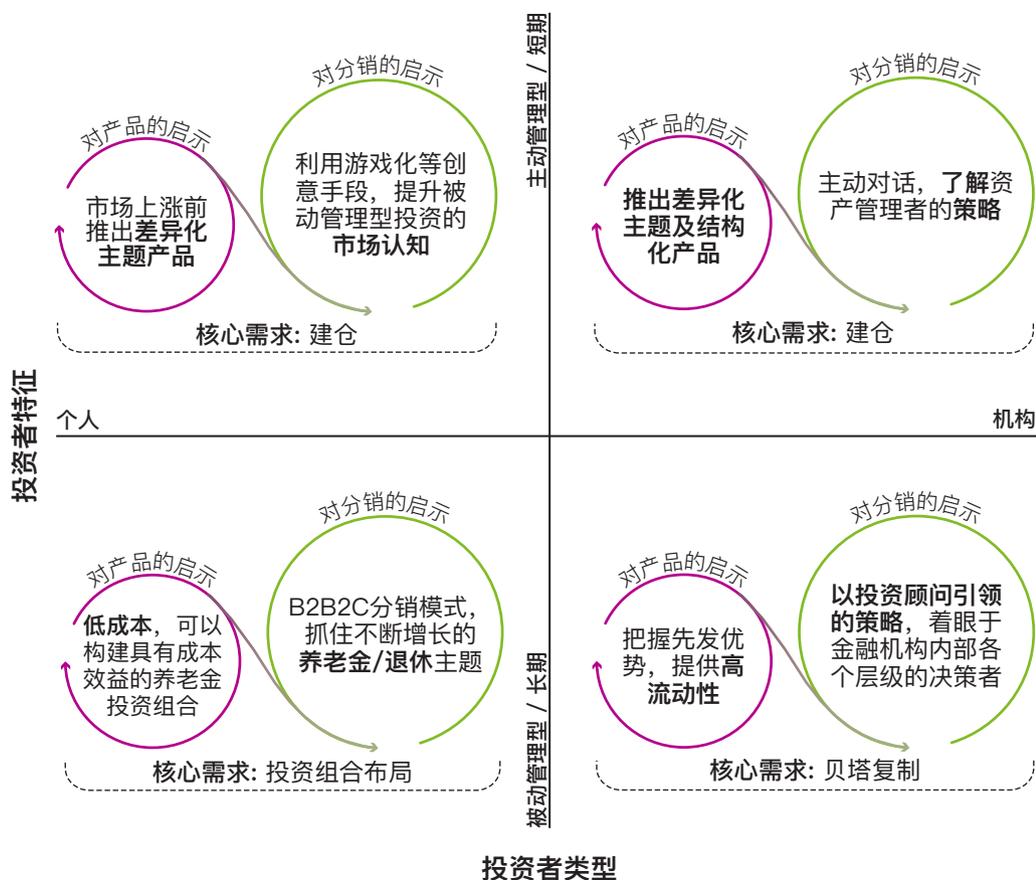
与前面提到的两个趋势相比，“价格竞争”在中国尚未完全展开。不过，一些大型基金管理公司在最近推出新产品时，已经尝试将管理费与托管费分别降至0.15%和0.05%。我们认为，ETF管理公司商可能需要进一步调整本地ETF产品的费率构成，吸引投资者。

[3] 给ETF管理公司的建议

从历史上看，中国的基金管理公司往往采用“以产品为中心”的策略。我们认为，随着投资者变得更加成熟，需求差异呈现，基金管理公司将需要更多地转向“以客户为中心”的策略。

尽管个人和机构投资者都会以短期技术操作和长期资产配置作为他们部署ETF产品时的出发点，但他们的投资目标和决策过程却大相径庭。为了提升投资者对ETF产品的接受度，基金管理公司需要更好地了解投资者的具体投资需求与偏好，并制定相应的策略（见图7）。

图 7: 针对不同客户群体的不同业务模式

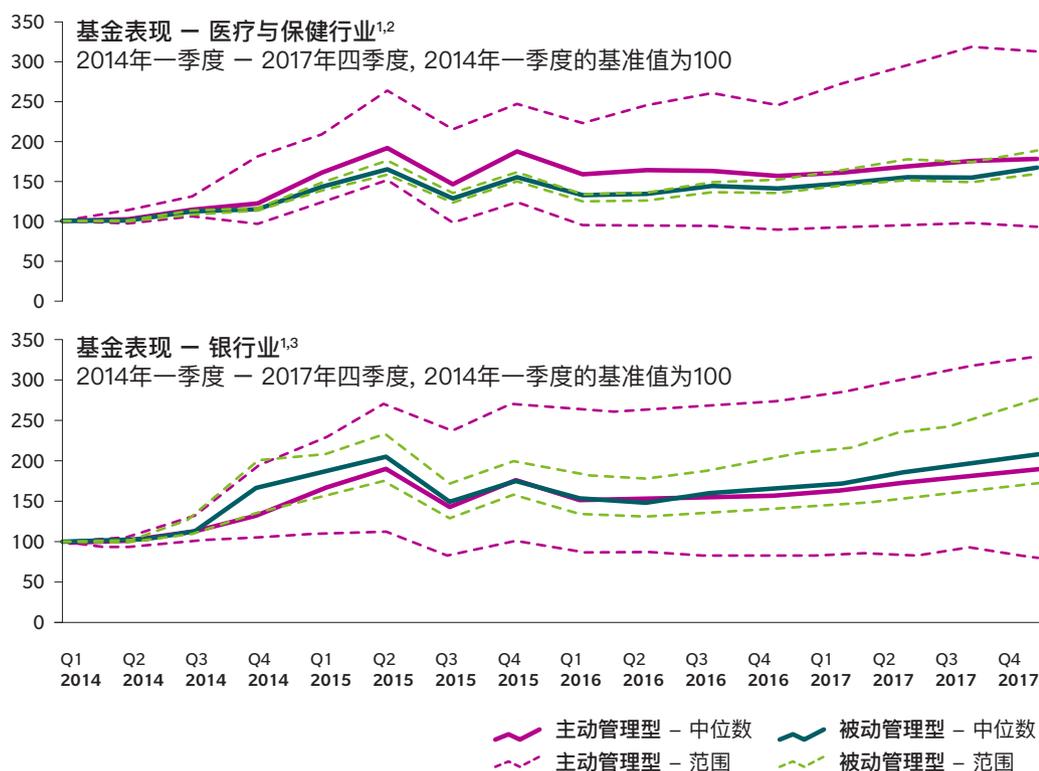


3.1 主动/短期个人投资者的“建仓”

长期以来，中国个人投资者一直以“短线投机”的形象出现。在牛市中，这个特征尤为明显，个人投资者会竞相投资于主题股和/或主动管理型基金。

因此，基金管理公司可以考虑为这些投资者提供行业/主题型ETF产品，帮助投资者实现降低交易成本的目的（见图8）。

图 8: 与主动管理型基金相比，ETF可以作为成本较低的替代品



1. 基金样本基于WIND分类，且仅包括在整个观测期内运行的基金；2. 样本包括43支主动管理型基金与4支被动管理型基金；3. 样本包括133支主动管理型基金与58支被动管理型基金

数据来源: Wind, 奥纬咨询分析

近年来，我们看到窄基指数ETF实现了快速增长。以创业板ETF为例，乘着市场对新兴行业炒作的东风，2018年8支创业板ETF产品的规模增长了约6倍。

我们期待主题型产品加大创新力度，捕捉即将到来的热点。例如，第一只专注于粤港澳大湾区的ETF产品预计将于2019年中期上市。

此外，聪明贝塔 ETF产品也开始受到投资者的关注。例如，富国基金最近推出了一支ETF产品，跟踪100家具有长期增值潜力却被低估的公司。与大多数由机构投资者主导投资的ETF产品不同，个人投资占该产品资产总额的95%以上。

为了确保获得成功，基金管理公司必须能够预测市场“热点”，并设计出引人注目的产品，从而把握先发优势。其次，基金管理公司应考虑如何以更具吸引力的方式向个人投资者营销ETF产品。例如，全球的资产管理公司正在积极探索利用游戏化的方式向投资者普及教育、鼓励投资。鉴于中国现有大量的线上资产管理平台，基金管理公司可以考虑与这些平台合作，从而吸引更广泛的投资者群体。

3.2 主动型机构投资者的“建仓”

资产管理公司在建仓时需要有效的工具。事实上，有关研究表明²，中国机构投资者的交易频率远高于其全球同行们。

ETF产品可以作为一种快速便捷的手段参与这类战术性资产配置。机构投资者可以将主题型ETF作为替代品，以更低的成本投资于特定的增长主题/领域。ETF当日回转的交易性质使得投资者也可以押注短期市场走势。

对资产管理公司来说，这样的布局至关重要，既帮助他们对市场进行全面投资，收获短期战术性收益，同时也能确保流动性，满足投资者申购/赎回时的资金需求。想要打入这个细分市场，基金管理公司应开发相关产品功能，提供一系列主题型产品，对特定资产、行业或国家进行战略性建仓。

在全球范围内，杠杆/反向ETF产品是深受投资者欢迎的工具，这类产品旨在实现预设期限内的预期回报，能够帮助投资者在高度波动的市场中进行特定投注。虽然这类产品尚未在中国上市，但一些本地的基金管理公司已宣布了相关发行计划，以期满足不断增长的市场需求。

图 9: 中国基金管理公司未来ETF产品构想

产品类型	观点
股票型ETF (包括主题型ETF)	<ul style="list-style-type: none">• 目前基金大多数基于“宽基指数”，而“窄基指数”仍有发展空间——尤为值得一提的是，中国投资者偏爱基于主题进行投资• 基金管理公司应专注具有更长期投资可持续性的主题，来真正为投资者创造价值，新兴主题包括人工智能、区块链、新经济等• 环境、社会与企业管治 (ESG) 是近期受到政策制定者关注的另一个主题
债券型ETF	<ul style="list-style-type: none">• 当前渗透率较低；但非常符合预定日期型FOF的资产配置需求• 目前的债券型ETF产品主要基于主权债券，一些入市者正在研究子领域的指数，例如政策驱动型债券/债务等
聪明贝塔ETF	<ul style="list-style-type: none">• 目前，投资策略无差别地侧重于基本面与风格投资，应考虑探索更多有效因子（如高股息和低波动性），甚至是基于另类数据（如社交数据）和人工智能等创新因素• 同样可以复制顶级本地对冲/私人证券基金的成功策略
大宗商品ETF	<ul style="list-style-type: none">• 可以采用基于指数的商品交易顾问 (CTA) 策略
跨境ETF	<ul style="list-style-type: none">• 目前专注于香港与美国市场• 预计对此类产品的需求仍将上升，一方面为满足投资多元化的需求，另一方面是为了投向独特、高品质的中国海外上市企业
另类ETF	<ul style="list-style-type: none">• 可以创造出基于非标资产（例如私人证券基金、私人债务等）的指数，然后基于这些透明的指数推出ETF产品

2. 布朗兄弟哈里曼2018年大中华区ETF投资者调研结果

3.3 个人投资者的“长期投资组合”

如前所述，中国的个人投资者仍倾向于将公募基金（包括ETF）视为短期投资工具。基金管理公司很难说服个人投资者为长期投资计划购入ETF产品。

对基金管理公司来说，中国人不断上升的对养老规划的需求是一大利好因素。尽管中国的养老金制度尚不成熟，但养老金组合型基金（养老金FOF）正成为养老保险体系中的“第三大支柱”。自去年中国推出第一支养老金FOF以来，市场持续蓬勃发展。迄今为止，已逾40支养老金FOF获批。

基金管理公司可以从养老金角度切入，将其作为撬动长期个人投资者财富管理市场的重要杠杆。华安基金与博时基金等几家著名的养老金FOF管理公司已公开强调：有鉴于被动管理型基金的高效率、低成本，他们已使用这些基金（包括ETF产品）来进行投资组合布局。

针对ETF业务，基金管理公司应利用这一趋势，在开放式架构下与各类养老金FOF管理公司合作开发更多ETF产品，以满足不同投资者的需求。基金管理公司也应联手开展和推广投资者教育，让投资者了解养老金FOF作为打包解决方案所带来的益处。

举例来说，对于具有高风险承受能力的年轻投资者来说，养老金FOF投资组合可以纳入更多的中小盘产品，这些产品通常能带来持续的超额收益；而对于那些进入退休阶段的投资者而言，他们可能更愿意通过固定收益ETF产品或分红股ETF产品来获取稳定的回报。

3.4 长期机构投资者的“贝塔复制”

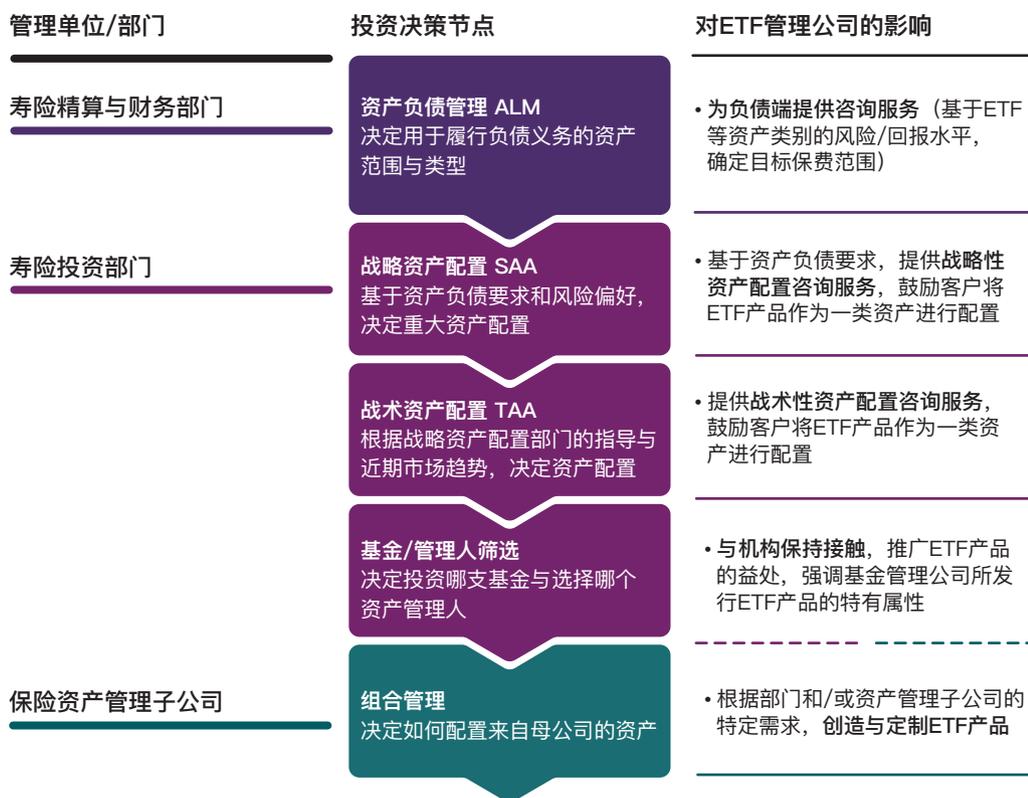
对于保险公司等长期机构投资者而言，它们的核心需求是既要保持多元化的贝塔敞口，又要维持流动性。因此，ETF产品成为一种完美的工具，帮助它们以较低的成本有效地投资于不同的资产、行业和市场。

针对这一部分客户，产品设计的关键在于确保高流动性。例如，最近推出的10年期国债ETF产品为投资者提供了一种具有高度流动性的投资工具，使其能够投资于流动性相对较差的地方政府债券。该产品受到了机构投资者的高度追捧，首次申购便吸引了超过人民币60亿元（约合9亿美元）的资产。需要指出的是，全球市场经验告诉我们，那些先发制人的基金管理公司往往能取得更大的流动性，从而坐收更高的费用。

为成功打入机构客户市场，基金管理公司必须了解这些机构是如何做出投资决策的，进而为他们提供建议，最终说服他们认可ETF产品作为“贝塔复制”工具之有利之处。

例如，保险公司的投资决策可能会涉及资产负债管理部门、资产配置与基金筛选部门以及资产管理子公司。这些职能部门有着不尽相同的投资目标。因此，基金管理公司需要了解如何才能为不同的部门提供最符合其需求的ETF产品（见图10）。鉴于当前的ETF市场还相对稚嫩，基金管理公司需要进一步高屋建瓴，指导机构投资者利用ETF产品来管理其投资组合，从而为战略投资目标提供支撑。

图 10: 中国保险公司的“多层次”投资决策过程



结语

我们相信，中国ETF市场将在未来几年继续保持快速发展。想要赶上这波财富增长的热潮，基金管理公司应更好地了解不同类型投资者的需求，并为其提供差异化的方案。

我们认为，基金管理公司应将ETF产品纳入自身的整体战略规划。想要壮大规模、取得流动性优势，掌握先机与长期投入是两个先决条件。

更重要的是，基金管理公司应当认识到，ETF市场的发展将取决于整个ETF生态体系的成熟度。对于发行ETF产品的基金管理公司来说，它们需要应对各种挑战，包括构建新指数、管理ETF的流动性等等。因此，它们应与其他金融机构密切合作，包括指数公司、另类数据（alternative data）供应商、做市商与分销商等（见图11）。它们还应该探索如何更好地调动集团内部的资源，同时满足合规与企业管治等方面的要求。

图 11: ETF价值链上不同类型企业所拥有的机遇



关于奥纬咨询

奥纬咨询 (Oliver Wyman) 是一家全球领先的国际性管理咨询公司, 在全球29个国家的60个城市设有分支机构, 拥有深厚的行业经验和在战略、运营、风险管理、组织转型等领域的精深专业能力。奥纬咨询在全球范围内有5000多名专业人士, 帮助客户优化业务、改善运营、改进风险管理、提升组织绩效, 从而抓住最具吸引力的机遇。奥纬咨询是 Marsh & McLennan Companies (纽交所代码: MMC) 全资拥有的子公司。

作者

周之行

奥纬咨询金融服务业务

董事合伙人

ray.chou@oliverwyman.com

叶琮瀚

奥纬咨询金融服务业务

副董事合伙人

jasper.yip@oliverwyman.com

致谢

作者对以下同事为本报告作出的宝贵贡献致以衷心的感谢:

唐怡君 (Claire Tang)、郑乐生 (Sandy Cheng)、张梦一 (Mengyi Zhang)、程琮 (Angela Cheng) 及高级顾问 杨文斌 (Philip Young)。

AMERICAS

+1 212 541 8100

EMEA

+44 20 7333 8333

ASIA PACIFIC

+65 6510 9700

For more information, visit www.oliverwyman.com.

Copyright © 2019 Oliver Wyman

All rights reserved. This report may not be reproduced or redistributed, in whole or in part, without the written permission of Oliver Wyman and Oliver Wyman accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.

The information and opinions in this report were prepared by Oliver Wyman. This report is not investment advice and should not be relied on for such advice or as a substitute for consultation with professional accountants, tax, legal or financial advisors. Oliver Wyman has made every effort to use reliable, up-to-date and comprehensive information and analysis, but all information is provided without warranty of any kind, express or implied. Oliver Wyman disclaims any responsibility to update the information or conclusions in this report. Oliver Wyman accepts no liability for any loss arising from any action taken or refrained from as a result of information contained in this report or any reports or sources of information referred to herein, or for any consequential, special or similar damages even if advised of the possibility of such damages. The report is not an offer to buy or sell securities or a solicitation of an offer to buy or sell securities. This report may not be sold without the written consent of Oliver Wyman.