

# 研究报告

RESEARCH REPORT

海外 ETFs 发展与实践研究

课题研究员 王霞



深圳证券交易所综合研究所

2002.1.7 深证综研字第 0049 号

## 内 容 提 要

1、随着基金市场的发展,基金产品的种类也不断创新,指数基金的出现和迅速发展,以及美国基金市场发展比较成熟后所呈现出的市场结构,为 ETFs 的出现创造了良好的市场条件。

2、1993 年 1 月,世界上第一个 ETF——SPDR 在美国交易所挂牌交易。在其后的几年中 ETFs 迅速发展,特别是进入 21 世纪以来,ETFs 成为 2000 年美国基金市场的新宠。ETFs 的迅速发展引起了全球广泛的关注,欧洲、亚洲和澳洲的各交易所纷纷与美国证券交易所签署了合作协议,并挂牌交易 ETFs。

3、ETFs 的运作中最具有特色的是其两种交易方式并存的交易模式。目前美国的 ETFs 一般都为投资者提供两种申购和赎回的方式,分别通过 ETFs 清算过程和在外 ETFs 清算过程外进行。盈富基金由于其独特的“持续发售机制”,为投资者提供两种申购方式:用一篮子股票或用现金申购。在 ETFs 特殊的交易模式下,由于两个市场间套利机制的作用,使 ETFs 的二级市场交易价格可以与其基金单位净值基本保持一致。

4、从海外 ETFs 的运作实际效果看,ETFs 的平均拟和误差明显低于开放式的指数基金。ETFs 的费用包括基金运作费用和调整投资组合的交易费用两部分,从实际运作结果看,ETFs 的这两项费用都明显地低于其他类型的基金。

5、由于 ETFs 本质上是一种特殊形式的开放式指数基金,而且通过交易所公开挂牌交易,因此其信息披露包括三部分:与开放式基金相一致的信息披露,与交易所交易产品相一致的信息披露和

由于 ETFs 的特殊性所需特别披露的信息。

6、ETFs 在美国得到了迅速发展 ,并引起全球基金业的关注 ,成为全球基金市场最引人注目的创新产品。这是因为 ,首先 ,与其他类型的基金产品相比 ,ETFs 具有其不可替代的优势 ;其次 ,由于 ETFs 可以帮助各类投资者更好地实现其长期、短期、中期等各种投资目标 ,因此受到了投资者广泛的欢迎 ;另外 ,由于 ETFs 发展的同时也促进了证券市场的良性发展 ,因此得到了各国政府和监管机构的欢迎。

7、通过对美国 ETFs 的发展过程和最成功的 ETFs 的分析发现 ,ETFs 的成功关键在于 :选择理想的目标指数、保证市场充分的流动性、集中交易方式、合理的产品设计和良好的推出时机。

## 目 录

一、导言 .....	1
二、ETFs 的产生和发展 .....	2
(一)ETFs 的产生背景 .....	2
(二)ETFs 的产生过程 .....	9
(三)ETFs 的发展过程和现状 .....	11
三、ETFs 的运作 .....	24
(一)ETFs 的发行 .....	24
(二)ETFs 的交易 .....	25
(三)ETFs 的管理 .....	46
(四)ETFs 的信息披露 .....	53
四、ETFs 的成功原因分析与借鉴 .....	55
(一)ETFs 的优势分析 .....	55
(二)ETFs 对证券市场的促进作用 .....	61
(三)ETFs 满足各类投资者的多种投资需求 .....	62
(四)ETFs 的成功关键分析 .....	67
五、结束语 .....	71
参考文献 .....	73

## 一、导言

ETF(Exchange-traded Funds) 顾名思义是一种在交易所交易的基金,但它又与传统的在交易所交易的基金完全不同。在 ETFs 出现以前,只有封闭式基金在交易所交易,而 ETFs 实际上是一种在交易所交易的开放式基金。它同时为投资者提供了交易所交易以及申购、赎回两种交易方式:一方面,投资者可以像买卖封闭式基金和股票一样,在交易所进行 ETFs 的交易,而且在海外允许股票卖空和进行保证金交易的市场,ETFs 也像股票一样可以卖空和进行保证金交易;另一方面,投资者可以像申购和赎回开放式基金一样,直接在一级市场进行 ETFs 的申购和赎回。但是,与普通开放式基金不同的是,在申购和赎回 ETFs 时,ETFs 与投资者交换的是基金份额和一篮子股票,而不是基金份额和现金,而且投资者申购和赎回 ETFs 的数量必须是设立单位的整数倍,低于一个设立单位数量的申购和赎回不予接受,并且该设立单位一般都较大。另外,由于 ETFs 的交易和信息披露等方面的特殊性,它们通常都跟踪某一选定的指数,采用完全被动的管理方式。

1993 年,ETFs 产生于美国,在 1998 年后得到迅速发展,到 2000 年已成为美国基金市场的新宠。ETFs 在美国市场的巨大成功引起了全球市场的关注,并在全球得到了迅速发展,目前北美、欧洲、澳洲和亚洲的很多交易所都纷纷挂牌 ETFs。我国的证券投资基金已有近 4 年的发展历史,基金规模不断扩大,基金产品也出现多样化的趋势,在这样的市场形势下,有必要研究海外 ETFs 的产生、发展和运作,并总结其成功的原因,以便于我们借鉴并进一步研究我国是否应推出类似的产品,以满足我国投资者的需求,适

应我国证券市场与基金市场稳定健康发展的需要。

本报告共分为 5 部分:第一部分为导言,简单介绍 ETFs 的基本情况及其研究的意义。第二部分为 ETFs 的产生和发展,介绍 ETFs 产生的背景和过程,以及 ETFs 在美国和其他国家以及它在全世界的发展过程和现状。第三部分,ETFs 的运作,介绍 ETFs 的发起、交易、管理和信息披露,由于 ETFs 最大特点是其交易方式的特殊性,因此该部分也将其 ETFs 的交易作为重点,同时介绍由于其交易方式的特殊性,使其在发起、管理和信息披露方面所具有的特色。第四部分,ETFs 成功原因分析,主要分析与其他类型的基金相比 ETFs 的优势、ETFs 的发展对证券市场的积极影响、以及 ETFs 如何满足各类投资者的多种投资需求,这些都是 ETFs 得以获得如此成功的重要原因。在此基础上,该部分还分析了决定 ETF 能否成功的关键因素,这也是对我国发展 ETFs 非常具有借鉴意义的问题。在最后一部分结束语中,通过对海外 ETFs 发展和实践的研究,展望 ETFs 在我国的发展前景和下一步需研究的内容。

## 二、ETFs 的产生和发展

### (一)ETFs 的产生背景

美国基金业产生于 1889 年,先后经历了初始发展阶段、混乱发展阶段、萧条期、稳定发展阶段和 80 年代后的迅速发展阶段。到 21 世纪初,美国基金业的资产规模已达到 7 万亿美元,基金个数达到 8000 多个,基金帐户多达 8000 多万个。随着基金市场的发展,基金产品的种类也不断创新,指数基金的出现和迅速发展,以及美国基金市场发展比较成熟后所呈现出的市场结构,为 ETFs 的

出现创造了良好的市场条件。

### 1、指数基金的出现和迅速发展

在基金市场发展的初期,所有的基金都是由基金经理进行主动管理的。但是随着基金市场的发展,投资者开始认识到,只有少数的基金经理能够持续地击败指数,跑赢大势。但是对于一般投资者来说,怎样才能从上千个股票基金中选出这为数不多的几个基金经理呢?投资者在选择基金时,不可能都有很好的运气,能够选中由像彼得林奇般具有天才投资管理能力的基金经理所管理的基金。

为了挑选表现良好的基金,一些投资者认为应该投资于历史表现较好的基金,这种投资策略是否有效,取决于基金业绩的时间稳定性水平。对于基金业绩的时间稳定性问题,有很多学者进行了实证和理论研究,他们研究的结果尽管有所不同,但总体认为:基金的业绩具有一定的时间稳定性,但该稳定性较弱。从实证分析的结果看,历史上表现很好的基金,其未来表现通常好于历史表现很差的基金,但其未来表现并不优于所有基金的平均值。即投资者如果选择历史表现较好的基金进行投资,其未来投资收益会比他选择历史表现不好的基金进行投资高,但不会高于代表大盘走势的市场指数的收益。

根据有效市场假说,在完全有效市场中,市场的有效性集中表现在证券价格上,即证券的市场交易价格在任何时候都是证券投资价值的最佳评估。因此要取得优于市场的表现,只能凭运气,而通过基本分析法来寻找价值低估的股票,或者用技术分析法来预测股市走势都是不可能成功的。

从60年代末开始,学术界开始对基金的表现进行实证分析,实证分析的结果证明,大部分主动管理的股票基金的风险调整后

收益低于市场指数,而且实证研究的结果无法证明基金经理具有良好的股票选择和时机选择能力。

随着证券市场有效性的增强和有效市场理论的逐渐深入人心,受学术界基金表现实证研究结果的影响,人们开始考虑:如果不能击败指数,那我们至少可以接近指数。这可以通过持有大量足够分散的股票投资组合,并且尽量少地进行交易以尽量降低交易费来实现,这就是斯坦福大学的夏普(William Sharpe)教授提倡的指数化投资的基金。

所谓指数化投资是指基金的投资目标是为了与某一证券市场指数尽可能地保持一致,评价指数化投资绩效时,一般以某一证券指数为基准,将基金的投资收益与该指数进行比较,如果两者时刻吻合则基金表现非常理想,如果两者表现经常出现较大差异,则基金表现不理想。而主动管理基金的运作目标是,在一定的风险水平下获取较高的投资收益,或在较低的风险水平下获取一定的投资收益。评价主动管理基金时,一般以相对与评价基准(一般为某一证券市场指数)的风险调整后收益作为评价标准,如果该指标较高则基金表现理想,如果该指标较低则基金表现不理想。指数基金一般采用被动式管理的方式,所谓被动式管理是一个与主动管理相对应的概念,被动管理的基金只需通过某种方式确定其投资组合分布,而后不需再对它进行经常性调整。而主动管理基金的基金经理一般通过基本面分析或技术分析,在他们认为合适的时机买入他们认为价值被市场低估或有较高成长性的股票,卖出他们认为价值已经不再低估或成长性将下降的股票,其投资组合处于经常性调整中。

全球第一个指数基金——先锋 500 指数基金(Vanguard 500 Index Fund)是由美国的先锋指数信托(Vanguard Index Trust)于

1975 年发起设立的。先锋 500 指数基金在成立之初表现并不理想,1977 年到 1979 年,其收益仅高于 1/4 的基金,随着市场的规范化和有效性的增强,指数基金逐渐显示出其魅力,1980 年到 1982 年,该基金的收益已高于 1/2 的基金,而 1983 年到 1986 年,其收益则高于 3/4 的基金,在过去十年中的年平均收益率约为 15%。截止 2001 年 7 月 31 日,该基金的资产净值已经超过九百亿美元,其规模仅次于富达投资公司的麦哲伦基金,成为全球第二大基金。1986 年,先锋基金成立了第一个面向个人投资者的债券指数基金,跟踪 LBA 债券指数。1987 年,建立了跟踪 Wilshire4500 股票指数的基金,投资组合中包括市值最大的 2000 种股票和用最优化方法选取的 800 种股票。1987 年,他们又成立了另外两只股票指数基金,采用复杂的最优化程序并要求专业投资管理者随时注意其市场表现。尽管经历了 1987 年的股灾,但这两只指数基金 1987 年的收益率仍达到 5.1%,超过 76% 的股票基金收益。1992 年,成立了全市场指数基金、先锋平衡指数基金、增长型指数基金、价值型指数基金。1993 年,先锋基金又建立了 4 种债券指数基金,在国际股票指数基金中增加了新兴市场投资组合,开发了 3 种具有优化潜在税收优势的指数基金。

先锋 500 指数基金的成功逐步引起投资者的关注,指数化投资的概念逐渐被越来越多的投资者所接受。随着指数基金的逐步发展,指数基金在实际运作中表现出骄人的业绩,教育了投资者。如表 1 所示,主动管理的股票基金的平均年收益率比 Wilshire5000 指数基金低 1.5%。Bogle(1980)对共同基金在 1968-1977 年间投资表现进行了研究,也得到了类似的结果,发现共同基金的平均超常收益率(基金收益率与指数收益率之差)为 -1.4%。

表 1 主动管理与消极管理基金的收益率对照表

	1986.12.31 - 1996.12.31	
	总收益率	年均收益率
WILSHIRE5000 指数基金	356.52%	14.50%
股票基金平均值	314.36%	13.09%

资料来源 :LIPPER ANALYTICAL SERVICE INC.

指数基金的骄人业绩进一步加速了指数基金在美国的发展,20世纪90年代,指数基金发展成为美国最为流行的基金产品之一。目前,美国已有一百六十多种指数基金,管理指数基金的公司除了先锋集团外主要还有道富环球投资管理和巴克莱国际投资管理公司。1999年指数基金占美国全国股票基金资产值约26%、英国约23%、加拿大约18%、香港大约3%。

## 2、美国基金业市场结构的变迁

随着美国基金业的发展,开放式基金不断发展壮大,促使其基金市场结构发生了重大变化,由封闭式基金为主的市场格局逐渐发展到开放式和封闭式基金并存,后来进一步发展为以开放式基金为主的状况。

共同基金发展的雏形始于19世纪英国的共同投资方式,在1920年以前,所有的基金都采用英格兰单位投资信托的形式,即都是封闭式的。一直到20世纪20年代,开放式基金才开始出现,但这些信托当时都不面对公众。第一个面对公众的开放式基金是马萨诸塞投资者信托,成立于1924年。在一年内,它吸引了200名投资者,共有32,000股,价值39.2万美元。20年代后期市场投机气氛较浓,封闭式基金价格被哄抬起来,在1929年中期,封闭式基金

平均溢价 50% 交易。这一时期, 尽管继马萨诸塞投资者信托之后又出现了一些新的开放式基金, 但其发展速度仍大大落后于封闭式基金, 到 1929 年美国仍只有 19 个开放式基金, 资产总额仅 1.4 亿美元。1929 年的股灾使投资者对开放式和封闭式基金的偏好发生了根本的改变。这一时期, 封闭式基金对股市暴跌的局面无能为力, 甚至于反而进一步扩大了股市崩盘的影响。由于市场的过度投机、不合理的交易价格、以及股票市场的杠杆系数过大, 市场崩溃使封闭式基金股东的损失超过了其他普通的股票投资者。在 1929 年和 1930 年末, 股票市场的道琼斯工业指数从 248 点跌到 164 点, 下跌了 34%。同时, 封闭式基金从平均溢价 47% 跌到了平均折价 25%, 除了基金本身的净值下降外, 还下跌了 72%, 封闭式基金成为了投资者的监狱, 结果导致整个 30 年代都没有成立一个新的封闭式基金。

股票市场的崩盘虽然也大大降低了开放式基金的价值, 但同时也向投资者展示了开放式基金相对于封闭式基金的优势, 证实了开放式结构的价值。由于开放式基金的投资者可随时按照基金净值赎回, 开放式基金为了应付投资者的赎回, 一般不会大比例投资于非市场化证券, 因此它们的资产流动性明显优于传统的封闭式基金。另外, 由于它们不能大比例地融资, 其交易价格为基金净值, 避免了市场投机份子操纵其交易价格的可能性。因此, 在这次股灾中, 开放式基金得到了投资者广泛的接受, 获得了较大的发展。如马萨诸塞投资基金, 从 1929 年 9 月到 1932 年 7 月道琼斯工业指数下跌了 89% 的期间, 资金规模仍然扩大了, 基金投资者人数也有所增加。

从表 2 可以看出, 美国开放式基金经过 30 年代的发展, 到 1940 年其规模已接近封闭式基金, 在 1940 年后美国基金业稳定发

展的 40 年和美国基金业的飞速发展的近 20 年中,美国基金业的发展以开放式基金的发展为主,使基金业市场结构发生了很大变化。如表 2 所示,到目前为止美国基金业资产总规模中开放式基金已超过 98%。

表 2 美国开放式与封闭式基金发展变化比较表

	成立时间	规模(美元)		
		1940 年	1993 年	2000 年
开放式	1924	44.7 亿	2.07 万亿	6.97 万亿
封闭式	1889	61.3 亿	1188 亿	1345 万亿

在美国基金市场中,封闭式基金已经历了较长时间的发展,而开放式基金已成为市场的主流,这两种交易形式的基金都已比较成熟,为交易形式的创新做好了充分的准备。

由于指数基金的投资者要求其投资收益与基金所追踪的指数收益率一致,而指数基金在管理过程中,采用各种技术所追求的目标也是基金收益率与指数收益率一致,因此为了满足指数基金投资者的要求,必须保证这类基金的基金收益率与投资者的投资收益率一致,由于封闭式基金的市场交易价格与基金资产价值不一定一致,折价或溢价的现象非常普遍,因此指数基金不适于采用封闭式的模式,必须采用投资者最容易接受的开放式的模式。在指数基金的发展过程中,一方面普通的开放式指数基金在迅速发展,另一方面,指数基金产品产生了创新的需求,一种具有部分封闭式基金特点的特殊开放式指数基金出现并迅速发展,这就是 ETFs。

## (二) ETFs 的产生过程

从 ETFs 产生的过程看,它在产生之初不是作为一种指数基金产品推出的,而是作为一种特殊的,可分享指数成长的优先股或超级信托单位出现的。

### (1) 对优先股(Supershare)的创新构想

1976年12月,金融分析杂志(Financial Analysts Journal)发表了尼尔斯哈坎松(Nils Hakansson)教授的一篇名为“购买力基金(Purchasing Power Fund):一种新的金融中介。”的文章。该文中提出了“购买力基金”的理论设想,该基金由一种特殊的“优先股”构成,普通优先股每年是按照固定收益率分得红利,而这种特殊的“优先股”则是按照某一预先确定的市场总体回报水平分得红利。

### (2) 超级信托(SuperTrust)的设想

80年代后期,Leland和Rubenstein教授及他们的学生O'Brein成立了一个专门开发投资组合保险产品——Leland,O'Brien,Rubenstein Associates(简称LOR),他们对哈坎松提出的“优先股”进行了研究,并对IBM退休基金等大型机构投资者进行了市场调查。根据得到的投资者反馈,LOR认为可以根据这一设想,对哈坎松提出的购买力基金进行简化,为机构投资者提供一种新的对冲产品。基于这样的出发点,LOR拟发起设立称为“超级信托(SuperTrust)的信托基金。

为了使超级信托可以正常运作,该信托必须选定一个确定的市场指数作为投资目标,它需要在股票交易所挂牌的同时,还能够使投资者能够持续申购和赎回该基金。因此,超级信托是ETF的原型。但是,该信托的交易方式等很多方面都不符合当时的法律规定,如美国证监会和交易所当时只允许基金开放或在交易所挂牌交易,但是不允许任何证券可以同时具有上述两种交易方式,因

此该信托在当时未能顺利推出,仅仅处于设想阶段。

### (3) 指数信托优先单位(Index Trust SuperUnit)的设立

1990年,LOR为了将超级信托的设想付诸实践,花费了大量的人力、物力和财力游说美国证监会,最终取得了成功。1990年,美国证监会公布了投资公司法免责条款17809号:超级信托条款。该条款规定LOR可免受1940年投资公司法的某些特定条款的规定,而且还规定了LOR可免受某些特定单位投资信托监管规定、美国证监会规定和投资公司监管规定,以及相关证券销售和交易规定的约束。这一法令的公布为了第一个ETF的推出扫平了法律上的主要障碍。

在其他相关监管条文推出后,LOR在1993年创立了超级信托和指数信托优先单位。LOR选择了S&P500指数作为投资组合的目标,并将其命名为“指数信托优先单位(Index Trust Super Unit)。超级信托和指数信托优先单位比其他对冲产品具有更多的优势。然而,尽管LOR已将购买力基金进行了简化,但对于市场来说它仍然显得过于复杂,结果导致超级信托没有得到如LOR原先所预想的财务回报。而且尽管LOR将指数信托优先单位作为对冲产品推出,它使投资者可以像交易某一个股票一样直接交易S&P500指数,市场上仍然有很多人怀疑仅仅基于S&P500的投资产品的意义。更为糟糕的是,该产品推出后由于市场状况的变化,所有对冲产品的市场需求都急剧下降,而指数信托优先单位的市场定位是一种对冲产品,因此它也难以独善其身,在恶劣的市场条件下,超级信托被迫于1996年终止。

超级信托尽管失败了,但LOR已尝试为推出ETF扫除法律障碍,并获得了成功,为以后的ETF设立得到法律认可铺平了道路。而且指数信托优先单位的实践也为以后ETF提供了有益的

失败教训。

#### (4) SPDR 的成功

得利于超级信托,1992 年美国证监会特别批准美国证券交易的子公司 PDR Services LLC 和标准普尔存托凭证信托(Standard & Poor's Depository Receipts, SPDRs),以单位投资信托的形式发行一个基于 S&P500 指数的 ETF。这一指令对 SPDR 给出了一些特别的豁免权,使交易更加容易,使之成为一个比超级信托更为先进的概念。SPDR 采用了单位投资信托的法律形式,由 PDR Services LLC 作为发起人,道富银行和信托公司(State Street Bank and Trust Bank)为信托人,美国证券存管信托公司(Depository Trust Company, DTC)为存托人,于 1993 年 1 月发行成功,并在当月 29 日正式在美国证券交易所挂牌交易。不同于指数信托优先单位,SPDR 获得了市场的接受,成为世界上第一个取得商业成功的 ETF。

### (三) ETFs 的发展过程和现状

ETFs 产生于美国并获得了蓬勃的发展,成为美国基金业的新宠。ETFs 在美国市场的巨大成功,才引起全球基金业的重视。近几年来全球很多交易所都纷纷与美国证券交易所合作,开设了 ETFs 的交易。

#### 1、ETFs 在美国的发展

##### (1) ETFs 的发展过程

继 SPDRs 发行之后,美国逐渐出现了一些新的 ETF,其中比较有代表性的有:

##### ① OPALS(类上市证券优化投资组合)

1993 年,摩根斯坦利利用卢森堡证券发行监管较为宽松的优

势 发行了“类上市证券优化投资组合”(Optimized Portfolios as Listed Securities, OPALS),并在卢森堡交易所上市。OPALS 的目标指数为各摩根斯坦利国际资本(Morgan Stanley Capital International, MSCI)指数,它们针对的主要客户为允许投资 OPALS 的国家的机构投资者,其中 B 类 OPALS 则只面对管理资产规模超过 1 亿美金的美国机构投资者。OPALS 的费用很低,一般为 0.09 - 0.4%。通过 OPALS 的运作,摩根斯坦利获得了很多经验。由于 OPALS 不符合美国证监会对单位投资信托的要求,因此摩根斯坦利除了 OPALS 外不得不考虑设计其他投资管理产品,实验更新的投资管理技术,以达到美国证监会的要求。

### ②MidCap SPDR(中盘股标准普尔存托凭证信托)

1995 年,美国证监会为中盘股 SPDR 发了一个类似于 1992 年 SPDR 的法令,该中盘 SPDR 的拟和目标是标准普尔中盘股 400 指数(Midcap S&P 400)。该 ETF 在税收方面有定缺陷,导致基金需承担更多的税负,至到 1999 年才予以修正。该基金于 1995 年 5 月正式发行,并在美国证券交易所挂牌交易,该发起人、信托人和证券存管人与 SPDR 相同,基金管理人为纽约银行。

### ③WEBS(世界股票基准股份)及其引入的变革

1996 年,为了向美国的个人投资者提供一些类似于 OPALS 的投资产品,摩根斯坦利与巴克莱全球投资公司(Barclays Global Investment)和美国证券交易所合作设立了世界股票基准股份(World Equity Benchmark Shares, WEBS)。该 ETF 与 OPALS 类似,但在美国证券交易所注册。根据 OPALS 的经验,摩根斯坦利在设立 WEBS 时,将其法律形式登记为投资公司,合理地降低 ETFs 的税负。WEBS 是世界上第一个以投资公司形式设立的 ETF,在此之前,所有 ETFs 都是以单位投资信托的法律形式设立

的,因此尽管超级基金和 SPDR 是 ETFs 的先锋,但在 WEBS 出现以前,人们在观念中仍然把 ETFs 作为超级股份或超级投资信托的一种进化形式。而随着 WEBS 的出现,人们开始意识到 ETFs 实际是一种指数基金,从而改变了指数基金以前仅仅以开放式基金形式出现的状态,向市场灌输了指数基金在交易所交易的理念。

#### ④Diamond

1997 年,美国证监会为拟和道琼斯工业指数的 Diamond 发布了一个法令。Diamonds 的发起人、信托人以及基金存管人与 SPDRs 相同。Diamonds 吸收了 WEBS 的税收优惠方式,同时又保持了单位投资信托的形式。

#### ⑤Select Sector SPDR( 板块标准普尔存托凭证信托 )

1998 年,SPDRs 和 Diamond 的发起人在采用单位投资信托组织形式后,向美国申请采用投资公司形式设立 Select Sector SPDRs。美国证监会同年公告了 SPDR 法令,延续了原有的税收优惠。当年 12 月,PDR Services LLC 和道富银行和信托公司( State Street Bank and Trust Bank )发起设立了 Select Sector SPDRs,其拟和目标为板块标准普尔指数( Select Sector S&P indexes )。在板块 SPDRs 的发展中,美林证券发挥了重要的作用,拓展了 ETFs 的市场力量。所有 Select Sector SPDRs 的发起人、信托人以及基金存管人都与 SPDRs 相同。

#### ⑥QQQ

1999 年,美国证监会公告了以单位投资信托的形式发行 Nasdaq - 100 信托的法令。由于相关法律规定的原因,Nasdaq - 100 信托以一个修正的市值加权指数 Nasdaq - 100 为目标指数,该基金于 1999 年 3 月在美国交易所正式挂牌交易。由于当时 NASDAQ 市场非常火爆,该基金在上市后很快被市场接受,它在

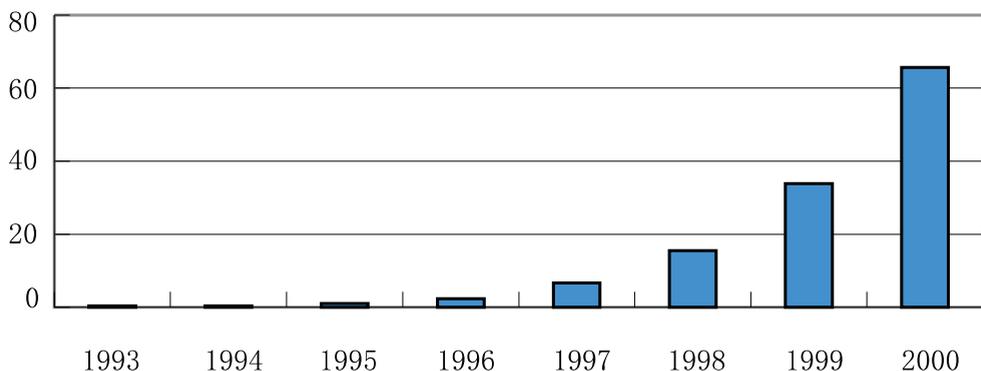
交易所挂牌的代号为 QQQ ,该名称简单易读 ,因此迅速被广大投资者广为流传 ,因此市场上通常将该基金称为 QQQ。QQQ 是由纳斯达克投资产品服务公司( Nasdaq Investment Product Services , Inc. )发起设立的 ,该基金的信托人为纽约银行 ,其基金存管人仍为 DTC。

### ⑦系列 iShares

巴克莱通过与摩根斯坦利在 WEBS 中的合作 ,学到了 ETFs 的管理经验。1999 年 ,巴克莱国际基金顾问公司向美国证监会申请了一个包括大约 50 个 ETFs 的法令 ,并将这些产品正式称为交易所交易基金(ETFs)。借鉴其 WEBS 合作者摩根斯坦利的经验 ,巴克莱于 2000 年 5 月采用投资公司形式设立其所谓基于 Russell , S&P 和道琼斯等一系列指数的优化指数基金。在巴克莱给美国证监会的申请书中 ,尽管它仍将其产品称为基于指数的投资 ,但实际上已为其产品管理保留了较大的主观判断空间。

## (2)ETFs 的发展现状

2000 年 ,ETFs 成为继指数基金和科技股基金后美国基金市场的新宠。如图 1 所示 ,1999 年底美国仅有 32 只 ETFs ,到 2000 年 ,ETFs 的数目已达 92 只 ,几乎为 1999 年的 3 倍。从资产规模上看 ,1999 年全美 ETFs 的资产总额约为 359 亿美元 ,而到 2000 年 ,ETFs 的资产规模已达 703 亿美元 ,几乎增加了一倍。同时 ,美国的一些著名基金研究机构(如 Morningstar 公司)已设立 ETFs 专栏 ,美国投资公司协会(ICI)也从 2001 年 1 月开始收集和发布有关 ETFs 的数据。目前美国几乎所有的 ETFs 都在美国证券交易所(AMEX)上市 ,ETFs 的交易量很长一段时间约占 AMEX 的 50%。据美国金融研究公司( Fiancial Research Corp. )预测 ,到 2007 年 ETFs 的资产规模将达到 5000 到 1 万亿美元。



资料来源：Investment Company Institute and Strategic Insight Mutual Fund Research and Consulting, LLC

图 1 美国 ETFs 资产规模(十亿美元)

根据 Indexfund.com 的评选结果,目前美国最受欢迎的十大 ETFs 依次排名第一名为 Vanguard Total Stock Market ,iShares

表 3 美国规模最大的 10 个 ETFs

按资产规模排名	基金名称	资产规模(截止 2001 年 11 月 16 日)
1	SPDR	\$ 27 439 200 000
2	QQQ	\$ 23 226 300 000
3	Midcap SPDR	\$ 4 392 215 360
4	iShare S&P500	\$ 3 163 894 000
5	DIAMOND	\$ 2 799 476 480
6	iShare Russell2000	\$ 1 963 004 000
7	iShare Russell3000	\$ 1 532 475 000
8	Technology select sector SPDR	\$ 1 224 546 000
9	Vanguard Total Stock Market VIPERs	\$ 1 046 814 000
10	Fiancial Select Sector SPDR	\$ 856 071 880

Russell 3000 和 iShares EAFE 并列位居第二 ,后面依次为 iShares Dow Total Stock Market ,Diamond Trust ,iShares S&P 500 ,SPDR - S&P 500 ,Cube - Nasdaq 100( QQQ ) ,Street Small Value 和 Street Small Growth。其评比是根据广泛的分散性、低费率和投资组合的低交易换手率等标准进行评选的。表 3 列出了美国规模最大的 10 个 ETFs ,可以看到这 10 个 ETFs 中有 6 个是都被评为最受欢迎的 ETFs。

美国 ETFs 的发展不仅表现在其规模的迅速扩大 ,其品种也不断增加。从 1993 年第一个 ETFs 设立以来 ,到 2000 年底已发展到 80 个 ,截止 2001 年 9 月底 ,美国已有 92 个 ETFs。

2000 年以前 ,美国所有的 ETFs 都在美国证券交易所 ( AMEX )上市 ,交易所之间没有对 ETFs 形成竞争。然而 ,ETFs 的蓬勃发展引起了纽约证券交易所的重视 ,2000 年 12 月 ,纽约证券交易所上市了第一个 ETF——iShares S&P Global100 ,并在 2001 年为 QQQ ,SPDR 和 Diamond 提供挂牌交易 ,而且还计划在 2002 年上市跟踪 FTSE 新华中国 25 指数的 ETF ,美国各交易所之间对 ETFs 的竞争开始了。

## 2、ETFs 在世界其他地区的发展

ETFs 在美国的迅速发展 ,引起了世界其他国家基金市场的关注 ,他们纷纷与美国证券交易所合作 ,开设 ETFs 的交易。世界各国在发展 ETFs 时 ,一般采用两种方式 :与美国证券交易所交叉挂牌 ,加入为 ETFs 在全球实现 24 小时不间断交易而努力的行列中 ;或设立以本地指数为拟和目标的 ETFs。几乎所有国家都采用了同时发展上述两种类型 ETFs 的策略。

### (1) 欧洲

受美国 ETFs 发展浪潮的影响 ,2000 年 4 月中旬 ,欧洲交易所

交易基金公司(European Exchange Traded Fund Company)在德国交易所发行设立了两个被称为 LDRS(listed diversified return securities,上市分散收益证券)的 ETFs,这两个基金的目标指数分别为道琼斯欧洲股票 50 指数(Dow Jones Euro Stoxx 50)和道琼斯股票 50 指数(Dow Jones Stoxx 50),由美林资产管理公司负责管理,该基金后来先后在瑞士交易所和 Euronext 交叉挂牌,这是欧洲市场最早设立的两个 ETFs。2000 年 4 月 28 日,英国伦敦交易所又挂牌了拟和 FTSE100 指数的 ETF——iFTSE100,该 ETF 由巴克莱

表 4 Euronext 挂牌的 ETFs 一览表

基金家族	基金管理人	基金名称	目标指数	设立时间
Master	Lyxor International Asset Management	Dow Jones Master Unit	Dow Jones Industrial Average	2001.5.17
		Master Share CAC 40	CAC 40	2001.1.22
		Master DJ Euro Stoxx 50	Dow Jones Euro Stoxx 50	2001.3.13
iShares	Barclay Global Investors	iBloomberg European Technology	Bloomberg European Investable Technology	2001.2.12
		iBloomberg European Telecoms	Bloomberg European Investable Telecoms	2001.2.12
		iBloomberg European Financials	Bloomberg European Investable Financials	2001.2.12
		iBloomberg European Pharmaceuticals	Bloomberg European Investable Pharmaceuticals	2001.2.12
EasyETF	State Street Global Advisor	EasyETF Euro Stoxx 50	Dow Jones Euro Stoxx 50	2001.4.25
		EasyETF Stoxx 50 Europe	Dow Jones Stoxx 50	2001.4.25
		EasyETF Global Titans 50	Dow Jones Global Titans	2001.4.25
LDRS	Merrill Lynch Investment Managers	DJ Stoxx 50 LDRS	Dow Jones Stoxx 50	2001.4.11
		DJ Euro Stoxx 50 LDRS	Dow Jones Euro Stoxx 50	2001.4.11

资料来源: Euronext

全球投资管理公司负责管理。2001年3月17日,瑞士交易所又上市了一个新的拟和瑞士本地蓝筹股表现的ETF——XMTCH。

在2000年9月阿姆斯特丹、布鲁塞尔和巴黎证券交易所合并为Euronext后,2001年1月9日Euronext为ETFs的交易创建了一个新市场板块——NextTrack,该市场将ETFs称为Tracker。该市场开辟后交易非常活跃,在开始交易的前三周,成交量即达4.15亿欧元。2001年2月7日,Euronext又与美国证券交易所签订了谅解备忘录,拟成立合资公司相互挂牌并交易各自的ETFs产品,共同从事美国、欧洲及其它国际性的ETFs产品的开发与交易。双方协定,这种合作在美国与欧洲都具有排它性,并准备以NextTrack为基地,努力推动ETFs及Trackers市场在欧洲的发展,将NextTrack建成欧洲最大的ETFs交易市场。截止2001年5月17日,Euronext共有12个ETFs挂牌交易,它们的基本状况如表4所示。

## (2) 香港

在香港联交所挂牌的第一只ETF是盈富基金(TraHK),该基金成立于1999年11月,由道富环球投资管理亚洲有限公司(State Street Global Advisors Asia Ltd)为基金管理人,道富银行及信托公司(State Street Bank and Trust Company)为该基金的信托人。该基金成立的背景是由于香港政府在1998年8月金融危机中,在应付国际游资对香港股市和汇市的袭击的过程中,收购了大量的香港股票。1998年10月,香港政府成立了外汇基金投资有限公司,以将这一投资组合以一种有序的方式减持。在选择官股减持方案时,香港政府决定通过成立一个交易所买卖基金——盈富基金来进行。该基金吸取了ETFs的主要特点,根据实际情况进行了创新。与普通ETFs不同的是,该基金的一

篮子股票已经存在,香港特区政府通过外汇基金已经持有大量恒生指数股;“持续发售机制”开放时,盈富基金接受投资者现金认购,再从外汇基金手中买回一篮子股票;“持续发售机制”关闭时盈富基金只接受一篮子股票申购,而且香港盈富基金对申购赎回的要求较一般的 ETFs 高,一个设立单位为 100 万基金单位(市值大约为 1400 万港币)。盈富基金的发行规模为 333 亿港币,跟踪目标为恒生指数,交易单位为 500 股为 1 手,该基金成立后至今大约有 870 亿港币的恒生指数成份股从政府手中流回了市场,成功地实现了其设立的目标。

目前,香港联交所为 ETF 发展建立了新的市场架构,在新的市场架构下,ETF 可以在联交所上市,也可以在其他交易所上市,然后以“非上市可交易”的方式,在联交所进行交易。2001 年 5 月,香港联交所挂牌了两只与美国证券交易所交叉上市的 ETFs——由巴克莱全球投资家公司管理的 iShares MSCI Taiwan 和 iShares MSCI South Korea,分别跟踪摩根斯坦利台湾和南韩指数。这些基金都以“非上市可交易”的形式在联交所推出,并通过联交所第三代自动对盘及成交系统(AMS/3)以美元进行交易。2001 年 11 月 28 日,又挂牌了一个 iShares MSCI China,跟踪目标为摩根斯坦利中国指数,该指数现有 31 个成份股,其中有两个是 B 股,其他则全部为香港上市的红筹股和国企股。

### (3) 日本

ETF 在日本称为“上市投资信托”或“股价指数波动性投资信托受益证券”。2001 年 3 月日本自民党与公明党和保守党,三党共同协定紧急经济对策,提出“活跃证券市场报告”,有关证券市场导入上市投资信托的议题被正式提出,该经济对策加速了日本推动 ETF 的脚步。2001 年 6 月 6 日,日本金融厅发布法规允许设立

ETFs,并规定了ETFs允许投资的4种指数:日经225(Nikkei225)、日经300(Nikkei300)、东京证券交易所综合指数(TOPIX)和标准普尔东京证券交易所150成份指数(S&P/TOPIX150)。2001年6月19日,东京证券交易所与美国证券交易所签订了策略联盟备忘录(MOU),依据协定,两交易所将共同努力为ETF的上市及交易建立基本架构,并共同销售和开发投资客户,以期最终使两交易所的ETF产品可以在对方交易所交叉上市。

2001年7月13日,东京证券交易所设立了ETF市场,并上市了3个ETFs,分别为Daiwa ETF-TOPIX、TOPIX ETF和Nikkei Exchange Traded Index Fund 225。而后又分别于8月22日和29日分别上市了iShare TOPIX和iShare S&P/TOPIX 150。大阪证券交易所也于7月13日上市了两个ETFs:Daiwa ETF-Nikkei225和Nikkei 225 Exchange Traded Fund。

日本金融厅当时允许推出ETFs的初衷与香港政府类似,希望能通过ETFs来解决日本银行间交叉持股严重的问题,但是这一策略未能达到预期的目的。其中一个主要原因是由于银行希望解除的交叉持股都是它们所持有的最差的股票,这些股票难以为市场所接受。

总的来说,日本的ETFs市场并不成功,如表5所示,各ETF的成交都不够活跃。主要原因是当时日本在推出ETFs时情况比较混乱,如表6所示,同一指数在不同交易所同时挂牌了几个ETF,结果大大降低了ETF的交易集中度和流动性;另外,日本推出ETFs时比较匆忙,市场的投资者教育工作做得很不充分,导致三大证券商忙于争取市场占有率,而忽视了新产品的开发。

表 5 日本主要 ETFs 的交易量(截止 2001 年 10 月 8 日)

排名	ETF	交易量(股)	占市场 ETFs 总交易量比例
1	野村 TOPIX	22 422 200	27.68%
2	野村 Nikkei225	13 255 660	16.372%
3	日兴 Nikkei225	13 230 610	16.33%
	ETFs 总和	81 000 000	100%

表 6 日本 ETFs 的基金管理人、跟踪指数及交易地点

	野村证券 (Nomura)	大和证券 (Daiwa)	日兴(Nikko)	巴克莱全球投资者 (BGI)
日经 225(Nikkei 225)	大阪交易所	大阪交易所	东京交易所	东京交易所
TOPIX	东京交易所	东京交易所		东京交易所
S&P/TOPIX150				东京交易所

#### (4) 新加坡

2000 年 6 月 1 日,新加坡交易所宣布与美国证券交易所合作,筹组联合公司,计划将美国证券交易所的 ETF 产品进行交叉挂牌,达到北美、亚洲交易零时差的目的。2001 年 5 月 4 日,新加坡交易所正式推出与美国证券交易所交叉挂牌的 5 个 ETFs,分别跟踪 DJIA(DJIA DIAMONDS Trust),MSCI Singapore(iShares MSCI Singapore),S&P500(iShares S&P500 和 SPDR)和道琼斯美国技术股指数(iShares Dow Jones US Technology)。这 5 个 ETFs 的结算交收由美国证券存管信托公司(DTC)和新加坡中央托收公司(CDP)承担,这样投资者可以在新加坡买入 ETF,然后在美国卖出,反之亦然。2000 年 10 月 18 日,新加坡交易所宣布与道富集团

(SSGA)签署了一项合作备忘录(MOU),两公司将合作发行以新加坡海峡指数为目标指数的ETF,预计将于近期在新加坡交易所上市。

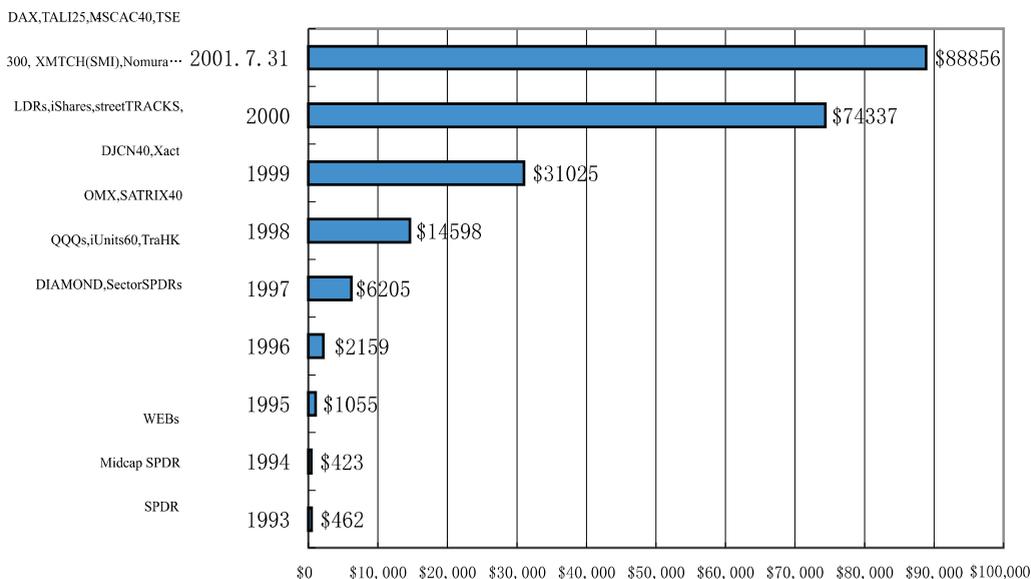
### (5)其他

台湾和韩国对ETFs的推出已作了很多准备工作,估计韩国将于2002年4、5月份推出ETFs的法规,随后将在韩国证券交易所和科斯达克(KOSDAQ)同时推出适用于其本国KOSPI和KOSDAQ指数的ETFs,泰国和马来西亚交易所也在积极准备推出ETFs。

### 3、ETFs的全球总体发展状况

ETFs不仅在美国得到了迅速发展,而且已经在全球范围内得到了初步发展,并且将在全球范围内进一步发展壮大。图2和图3分别描述了全球ETFs发展的规模状况及目前全球ETFs市场分布的状况。从图2可以看出,从1999年开始,ETFs规模迅速增长,ETFs的类别也从开始的个别基金发展为跟踪各种指数的门类齐全的基金系列。全球ETFs所跟踪的指数范围已非常广泛,可以说是覆盖了各种板块、各种类型、不同规模和全球及不同区域。

从图3中可以看出,全球ETFs市场的分布非常不均匀,截止2001年7月31日,全球共有150个ETFs。其中最大的三个——SPDR、QQQs和iShares的资产规模之和达到目前全球ETFs总资产规模的78%,前九大基金的资产规模占全球ETFs资产总规模的95%以上。这时由于不同的ETFs所追踪的目标指数不同,目标指数的涵盖面越大、市场关注程度越高,相应的ETFs的规模就越大,另外决定ETFs规模的因素还包括:基金运作结果是否能较好地拟和指数,投资者交易ETFs的成本,以及是否可得到税收优惠等。



资料来源：SsgA EIF group, AMEX, 数据截止 2001 年 7 月 31 日

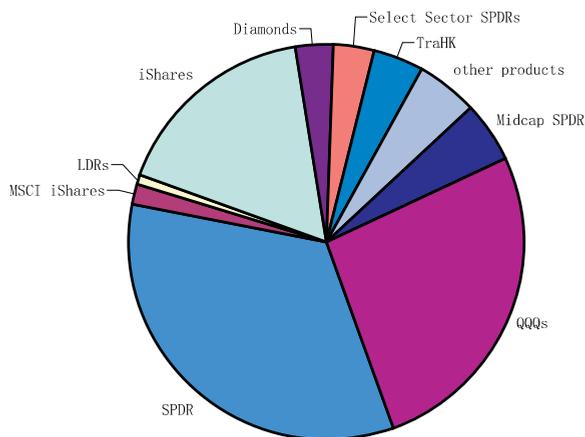
图 2 全球 ETFs 资产规模状况(单位：百万美元)

同时,从图 3 中可以还看到,目前全球规模最大的 3 个 ETFs 都在美国,规模最大的 9 大基金中除 LDRS 和 TraHK(盈富基金)外也都在美国,可见美国在全球 ETFs 的发展中仍占据着显著的领先地位,这也解释了为什么目前所有其他国家和地区的交易所在发展 ETFs 时都要与美国证券交易所进行合作。

表 7 全球管理指数资产规模最大的公司排序

公司	全球管理指数资产规模(亿美元)
Barclay Global Investors	7818
State Street Global Advisors	3950
Vanguard Group	2368
Deutsche Asset Management	1446
TIAA - CREF	1004

从图 3 也可以看到,是目前世界上在 ETFs 领域最成功的两大金融集团。从表 7 可以看出,道富全球顾问公司(SSGA)和巴克莱全球投资公司(BGI)也是目前全球管理指数资产规模最大的两家公司。目前全球 9 大 ETFs 中,有 5 个都是由道富银行和信托公司作为发起人和信托人的,包括 SPDR,Select Sector SPDRs, Midcap SPDR, Diamond 和 TraHK,这些 5 个 ETFs 的资产规模占全球 ETFs 总规模的近一半。另外,由巴克莱全球投资公司管理的 ETFs 仅 iShares 和 MSCI iShares,资产规模以接近全球 ETFs 资产总规模的 20%。



资料来源: SSGA ETF group, amex, 数据截止 2001 年 7 月 31 日

图 3 全球 ETFs 市场分布情况

### 三、ETFs 的运作

#### (一) ETFs 的发行

ETFs 除盈富基金外,目前国际上其他的 ETFs 的发行方法基本相同,首先在基金的初次发行期中通过参与经纪商,发行成功一

个规模比较小的基金“种子”。在初次发行期结束后,再在交易所挂牌交易,同时允许机构投资者在一级市场进行申购和赎回,使基金规模逐步扩大。下面以 iShares MSCI CHINA 为例,介绍 ETFs 初次发行的具体过程:

iShares 的初次发行期为一天,经基金管理人申请,该基金的初次发行期可以适当延长。初次发行期中其基金单位只向参与经纪商发售。所谓参与经纪商是指与该基金的管理人、信托人、过户代理人 and 香港结算公司签定有“参与协议”的证券商。初次发行期中,参与经纪商除了可以自己申请买入基金单位,还可以为其机构客户和个别高资产客户申请买入基金单位,而 iShares 的基金单位在初次发行期中不会发行给散户投资者,参与经纪商为散户投资者帐户提交的买入申请也会被拒绝受理。

在初次发行期结束之前,参与经纪商需向基金管理人提交正式的申购申请,并提供相应的一篮子股票和现金。在初次发行期结束前,基金管理人所接受的基金份额或资产价值必须达到预先设立的最低线的规定,基金方可成立,并在初次发行期结束两个交易日后,在联交所正式挂牌交易。

## (二) ETFs 的交易

### 1、两种交易方式共存的交易模式

ETFs 为投资者同时提供了两种不同的交易方式,它们分别类似于传统的封闭式和开放式基金的交易方式。如图 4 所示,一方面,投资者可以在一级市场交易 ETFs,即进行申购和赎回;另一方面,投资者可以在二级市场交易 ETFs,即交易所交易。但是,与普通开放式基金不同的是,投资者在申购和赎回 ETFs 时,ETFs 与它们交换的是基金份额和一篮子股票,而普通开放式基金在申购和

赎回时交换的是基金份额和现金。另外,投资者申购和赎回的数量必须是设立单位的整数倍,低于一个设立单位数量的申购和赎回不予接受,而且 ETFs 申购和赎回的设立单位一般都较大。正是由于 ETFs 这一独特的交易模式,它一方面具有与开放式基金、封闭式基金和普通股票相似的特点,同时又具有一些独特之处:

(1) 由于 ETFs 可以接受投资者的申购和赎回,因而其基金规模不固定,也没有确定的存续期,所以 ETFs 本质上是一种特殊形式的开放式基金。但是其申购赎回方式与普通开放式基金的不同。投资者在申购和赎回 ETFs 时,申购时所付出的和赎回时得到的都是一篮子股票,而在申购和赎回普通开放式基金时,申购时所付出的和赎回时所得到的都是现金。

(2) ETFs 的市场交易价格一般与其净值基本一致,即基本具有开放式基金无折溢价的优点。在有效的市场中套利机会不可能持续存在,当 ETFs 的一级和二级市场出现较大套利机会时,一级市场参与者的套利行为会缩小两个市场的价差,使其二级市场的交易价格与净值基本一致。从美国 ETFs 的实践看,ETFs 的市场交易价格与单位净值基本是一致的。

(3) ETFs 的二级市场交易方式比开放式基金的交易方式更加方便灵活。开放式基金每天只开放一次,投资者每天只有一次交易机会(即申购赎回),而且投资者在申购和赎回时是以未知价交易的,而 ETFs 在交易所上市,因此它可以全天交易,投资者可以他们已知的确定价格成交,而且交易价格也更有弹性。

(4) ETFs 的两种交易方式所面对的投资者不同。由于 ETFs 一般要求达到一个设立单位以上,而设立单位的要求通常较高,普通的个人投资者一般达不到这一要求,因此其申购和赎回主要是面对机构性的专业投资者。而 ETFs 对投资者在交易所交易的基

金份额一般没有特殊要求,因此 ETFs 的交易所交易形式是面对所有基金投资者的,包括普通个人投资者和机构性专业投资者。

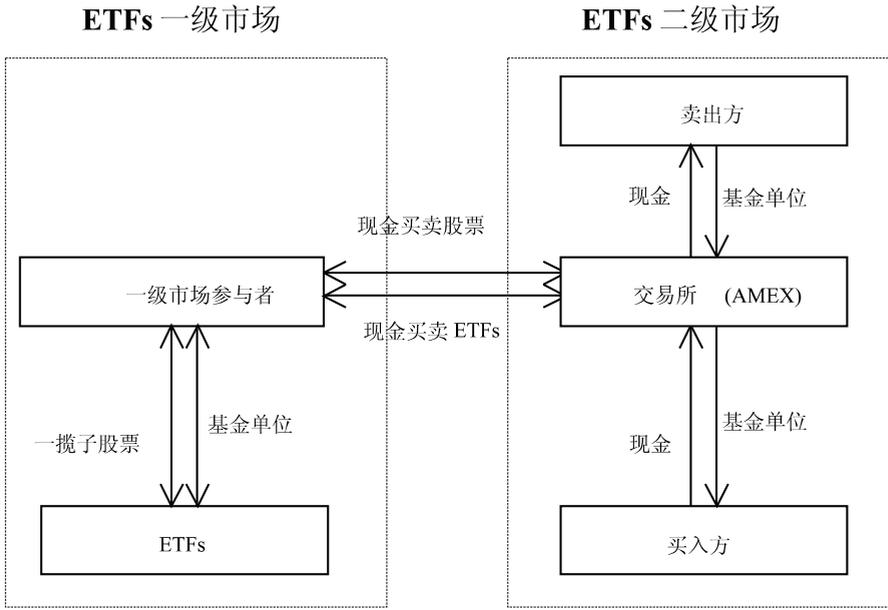


图 4 ETFs 的交易模式

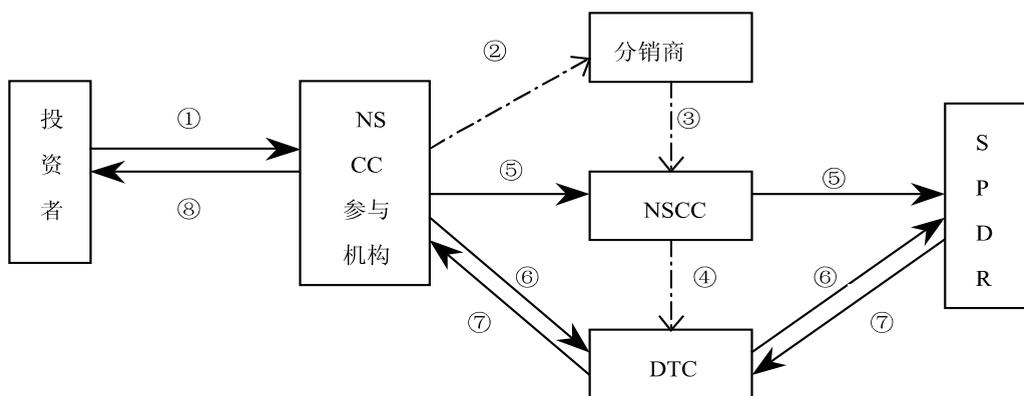
## 2、ETFs 的一级市场交易方式

ETFs 的申购和赎回一般都有规模上的限制,要求其申购和赎回的规模为“设立单位(Creation Unit)”的整数倍。不同的 ETFs,其设立单位的规定也不一样,但一般都要求较高,如 SPDRS 的设立单位为 5 万个基金单位,而 MidCap SPDRS 的设立单位为 2.5 万个基金单位,盈富基金的设立单位为 100 万个基金单位。因此,ETFs 的一级市场交易实际上是面对机构投资者和资产规模较大的个人投资者的,而一般的散户投资者不可能有如此大的资金实力,无法参与 ETFs 的一级市场交易。

从图 4 可以看到,投资者在一级市场交易 ETFs 时,通常需要用一篮子股票进行申购,而且赎回的通常也都是一篮子股票;另一

种比较特殊的一级市场交易方式以香港的盈富基金为代表,其赎回时所赎回的也是一篮子股票,但在申购时,投资者可以选择用现金或用一篮子股票进行申购。下面对这两种方式分别进行介绍,美国的ETFs,如DIAMOND,SPDR,Select Sector SPDRs,NASDAQ-100 TRUST(QQQ)等,它们的一级市场交易方式非常相似,因此下面以SPDR为例介绍它们的一级市场交易方式:

### (1) SPDR 的一级市场交易方式



- ① 投资者向其参与经纪商或其他参与机构提交申购申请,参与经纪商冻结投资者帐户下的资金或一篮子投资组合
- ② 参与机构为其机构投资者或资金量较大的个人投资者,或者为其自己向分销商提交申购申请
- ③ 分销商受到申购申请后,在有效申购日将申购确认发给 NSCC
- ④ NSCC 向 DTC 发出证券转帐指令
- ⑤ NSCC 接到申购确认后,将参与机构的现金转移给 SPDR 帐户
- ⑥ DTC 将参与机构的一篮子股票转移给 SPDR 帐户
- ⑦ SPDR 在 T+3 日产生基金份额,并通过 DTC 将基金份额登记到参与机构的帐户
- ⑧ 参与机构将基金份额登记到投资者帐户

图 5 投资者通过 SPDR 清算过程的申购流程

SPDR 成立于 1993 年,由道富银行及信托公司 State Street Bank and Trust Company 为该基金的信托人。SPDR 的申购和赎回都有两种方式:对于全美证券清算公司(NSCC)的会员,其申购

或赎回都通过 SPDR 清算过程进行,该过程通过 NSCC 的连续净额交收系统进行;而对于非 NSCC 会员的证券存管信托公司(Depository Trust Company, DTC,负责 SPDR 基金份额所有权的记录和登记)的参与者,他们的申购或赎回则可以在 SPDR 清算过程外进行。

### A. SPDR 的申购

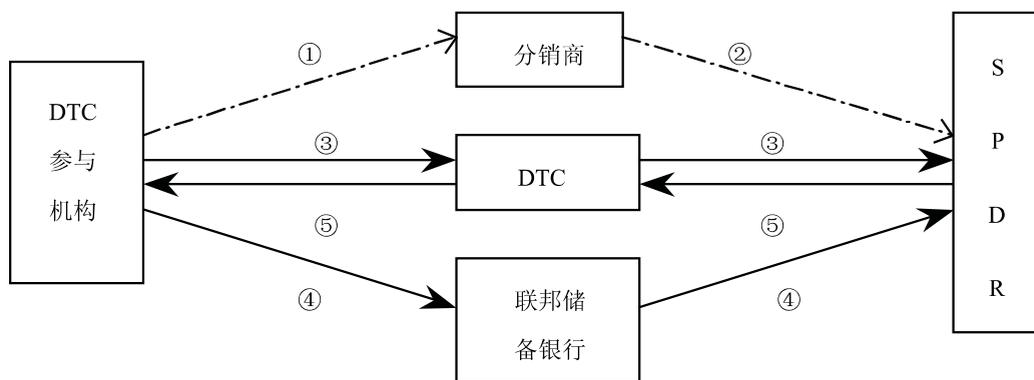
SPDR 所有的申购都通过分销商进行,其分销商为 ALPS Mutual Funds Services。采用这两种方式申购 SPDR 的具体流程如图 5 和 6 所示:

#### ①通过 SPDR 清算过程的申购流程

图 5 中所谓 NSCC 参与机构是指,与分销商和基金信托人已签署了参与协议的,协议规定他们参与 SPDR 清算过程的证券经纪商或其他 NSCC 参与者,该类机构都必须是 NSCC 的会员。参与协议授权信托人在必要时代表参与机构向 NSCC 发送其申购和赎回交易证券结构(即申购和赎回的证券和现金投资组合结构,该投资组合由包括按照指数成份股权重组的股票组合和一部分现金组成。其现金部分应与基金中的现金部分比例相同,基金的现金资产为基金中待分配股利收入减基金应付帐款),以使参与机构可以按照该交易结构提交有效的申购申请。根据这一参与协议,参与机构同意向信托人交付相应的证券投资组合和现金,以及信托人要求的其他信息。由于 NSCC 可以保证交易双方可以履约,并在必要时可以以现金作为抵押,以保证其会员投资者将相应的证券交付 SPDR。在这种申购方式中,SPDR 在 T+3 日必然会产生基金份额,因此该过程实际上直接在 NSCC 和 SPDR 间进行,而信托人则很少参与。分销商在纽约证券交易所收盘前收到的申购申请视为当日有效申购申请,按当日 SPDR 的净值和投资组合进

行申购。因此,为了保证申购申请被视为当日有效申购申请,投资者应在纽约证券交易所收盘前提前一段时间提出申购申请。采用这种方式进行基金申购,无论 NSCC 参与机构的申购数量大小,它每天都只需交纳一份“标准交易费”,而且参与机构可以将该费用转嫁给投资者。该“标准交易费”的具体数额由基金发起人确定,但不得超过一个设立单位资产价值的千分之一,目前“标准交易费”数额为 3000 美元。

### ②在 SPDR 清算过程外的申购流程



- ①DTC 参与机构向分销商提交申购申请
- ②分销商受到申购申请后,在有效申购日将申购确认发给 SPDR
- ③投资者将一篮子股票交予 DTC,并由 DTC 在 T+1 日将它们交付 SPDR
- ④投资者将应付的现金存入联邦储备银行,并在 T+1 日转帐给 SPDR
- ⑤SPDR 在 T+3 日产生基金份额,并通过 DTC 将基金份额登记到参与机构的帐户

图 6 投资者在 SPDR 清算过程外的申购流程

图 6 所示的“SPDR 清算过程外的申购”方式,是为方便非 NSCC 会员的机构申购 SPDR 而专门设立的。从图 6 中可以看到,由于该过程不是通过 NSCC 的净额交收系统进行的,也没有 NSCC 的担保行为,因此该交易过程与图 4 所示的交易过程不同,实际上是在投资者和 SPDR 之间进行的(而 SPDR 清算过程中的申购过

程实际上是在 NSCC 和 SPDR 间进行的)。由于该过程申购指令的传递过程可能更慢,因此采用该过程申购的投资者为了保证其申购被确认为当日有效申购,应该特别注意在申购时间上多预留一定提前量。

另外,通过 SPDR 清算过程以外进行申购的投资者,还必须在有效申购日后第一个工作日上午 11 点前,通过 DTC 按基金信托人公布的基金投资组合,提交其所需支付的证券,并在有效申购日后第一个工作日下午 2 点前,通过联邦储备银行提交其所需支付的现金部分。如果信托人没有在其有效申购日后下一个交易日的上午 11 点前受到其证券,或在下午 2 点前未受到其现金,则其申购被取消,该申购取消的指令将由分销商在再下一个工作日以书面的形式通知。

采用“SPDR 清算过程外的申购”方式的投资者,如果在有效申购日后第一个工作日上午 11 点前,无法提交其一篮子股票,那么他也可以通过联邦储备银行系统交付相应的现金作为抵押,其相应的现金数量为“应付一篮子股票的当日市场价值  $\times 115\%$  + 应付现金部分”,其中“应付一篮子股票的当日市场价值  $\times 115\%$ ”作为应付一篮子股票的抵押。如果投资者在有效申购日后第一个工作日上午 11 点前向 SPDR 交付了上述应付的现金,则其申购被 SPDR 接受,SPDR 将在  $T+3$  日向其发行基金份额。采用这种现金抵押支付的办法时,投资者必须在  $T+3$  日下午 1 点前支付其应提交的一篮子股票,否则 SPDR 将用其抵押的现金部分按当日市场价格买入这一篮子股票,由此交易产生的一切费用由投资者承担,同时需加收 4000 美元的费用,剩余的现金将退还投资者。采用“SPDR 清算过程外的申购”方式申购 SPDR,投资者所需支付的申购费按其申购数量计算,而且投资者除需交纳“标准交易费”,还需

交纳“额外交易费”；“额外交易费”的数额为“标准交易费”的 3 倍。因此，在 SPDR 清算系统外每申购一个设立单位的 SPDR，目前需交纳 12,000 美元的申购费。

关于申购的所有相关问题，由基金信托人全权决定。当投资者在申购基金份额时，如果信托人认定其在申购基金份额所需的投资组合中有一个或多个股票无法购入或无法购入所需数量，信托人有权判定该投资组合中证券部分这一个或多个股票相当的现金额，申购人可将这部分现金替代其所需支付的投资组合中这一个或多个股票的部分。

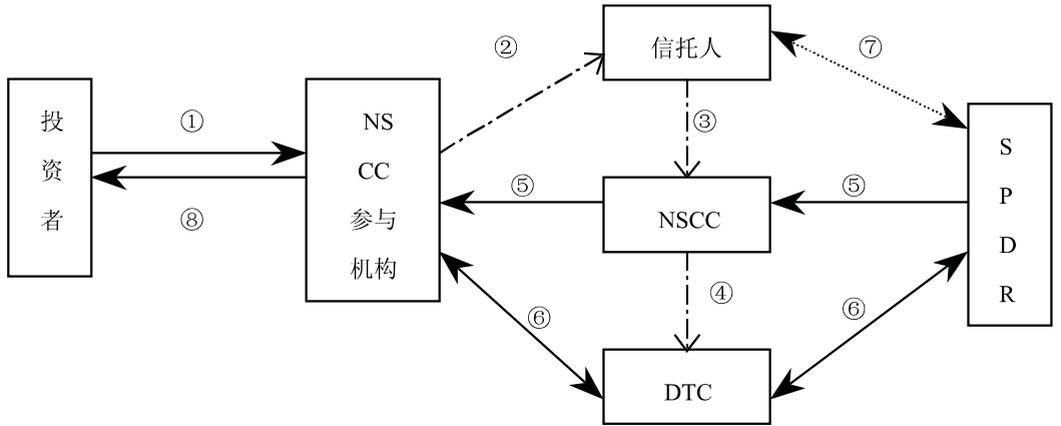
## B. SPDR 的赎回

与 SPDR 的申购不同，所有 SPDR 赎回申请都必须向基金信托人提出，而不能通过基金分销商进行。与 SPDR 的申购类似，SPDR 的赎回也有两种方式：对于 NSCC 的会员，可以通过 SPDR 清算过程进行赎回；对于非 NSCC 会员的 DTC 参与者，可以在 SPDR 清算过程外进行。这两种方式具体的赎回流程如图 7 和图 8 所示。

### ①通过 SPDR 清算过程的赎回流程

投资者需要赎回其基金份额时，需通过与 SPDR 的分销商和信托人签署了参与协议的 NSCC 参与机构向基金信托人提出。信托人向 NSCC 发送赎回确认后，依据参与协议，NSCC 根据信托人向其发送的申购和赎回交易证券结构向 DTC 发布股票过户指令，并在 T+3 日将投资者赎回的基金份额所对应的现金和一篮子股票转至其指定 NSCC 参与经纪商的帐户。信托人在当日纽约证券交易所收盘之前收到的投资者赎回委托为当日有效赎回委托，按当日 SPDR 的净值和投资组合进行赎回，否则视为下一交易日收到。因此，为了保证赎回申请被视为当日有效赎回申请，投资者应

在纽约证券交易所收盘前提前一段时间提出赎回申请。与通过 SPDR 清算过程进行的申购一样,采用这种方式进行基金赎回时,无论赎回数量多少,NSCC 参与机构每天只需交纳一份“标准交易费”(3000 美元)。



- ① 投资者向其参与经纪商或其他参与机构提交赎回申请
- ② 参与机构向信托人提交赎回申请
- ③ 信托人受到赎回申请后,将赎回确认发给 NSCC
- ④ NSCC 向 DTC 发出证券转帐指令
- ⑤ NSCC 接到赎回确认后,在 T+3 日将应付的现金从 SPDR 帐户转给参与机构
- ⑥ DTC 接到转帐指令后,在 T+3 日将赎回的一篮子股票从 SPDR 帐户转给参与机构,同时将基金份额从参与机构帐户转回 SPDR 帐户
- ⑦ 信托人扣除已赎回的基金份额,同时通知 DTC 进行相应的帐务处理
- ⑧ 参与机构将赎回的一篮子股票和现金登记到投资者帐户

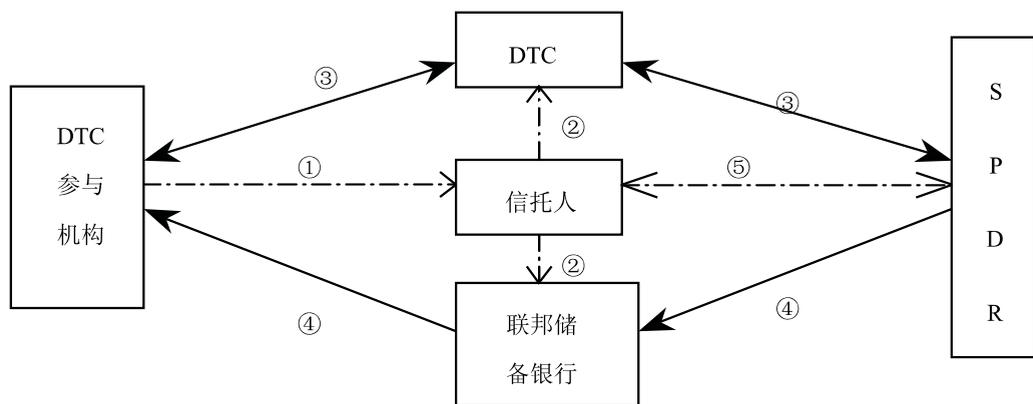
图 7 投资者通过 SPDR 清算过程的赎回流程

## ② 在 SPDR 清算过程外的赎回流程

与通过 SPDR 清算过程进行的赎回一样,信托人在当日纽约证券交易所收盘之前收到的投资者赎回委托为当日有效赎回委托,按当日 SPDR 的净值和投资组合进行赎回,否则视为下一交易日收到。另外,投资者还需在有效赎回委托日的下一个工作日上午 11:00 前将赎回数量和委托通知 DTC,而且如果根据当日公布

的基金投资组合和基金赎回费用,投资者的赎回需补交现金时,投资者应在有效赎回委托日的下一个工作日的下午 2:00 前,将相应的现金交至联邦储备银行相应的帐户中。

与在 SPDR 清算过程外申购 SPDR 类似,采用这种方式赎回 SPDR,投资者所需支付的赎回费按其申购数量计算,投资者除需交纳“标准交易费”,还需交纳“额外交易费”(数额标准交易费的 3 倍)。因此,在 SPDR 清算系统外每赎回一个设立单位的 SPDR,目前需交纳 12,000 美元的赎回费。



- ①DTC 参与机构向分销商提交赎回申请
- ②信托人将赎回确认发给 DTC 和联邦储备银行
- ③DTC 在 T+3 日将一篮子股票交还投资者,同时将投资者帐户上的基金份额转回 SPDR
- ④联邦储备银行在 T+3 日将应付现金交还
- ⑤信托人扣除已赎回的基金份额,同时通知 DTC 进行相应的帐务处理

图 8 投资者在 SPDR 清算过程外的赎回流程

与基金申购类似,当投资者需赎回基金份额时,如果某一投资者由于监管或其他原因限制 ETFs 投资组合中的一个或多个股票,信托人有权根据自己的判断,向投资者支付相当于这些证券市场价值的现金,但投资者需支付每个设立单位不超过交易费用 3 倍

的交易费用。

另外,信托人根据其判断,可以向赎回申请人支付与基金投资组合不完全相同,但净值相同的投资组合。这种支付方式只有在信托人认为,这样的支付将会更有利于基金投资组合拟和其目标指数时才可能采用,这种情况一般在应付指数投资组合的调整时出现。

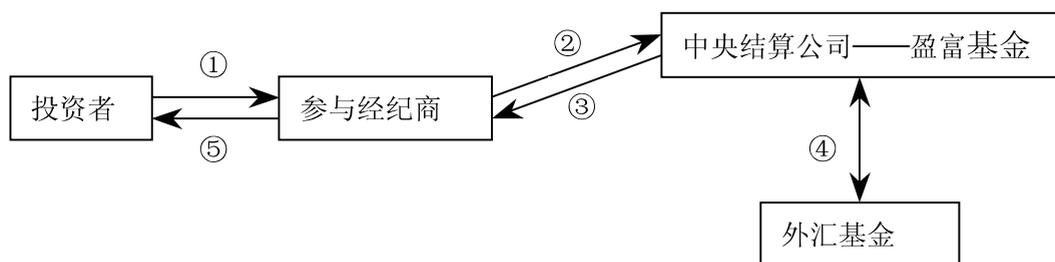
## (2) 盈富基金的一级市场交易方式

盈富基金成立于 1999 年 11 月,由道富环球投资管理亚洲有限公司为基金管理人,道富银行及信托公司为该基金的信托人。该基金成立的背景是由于香港政府在 1998 年 8 月金融危机中,在应付国际游资对香港股市和汇市的袭击的过程中,收购了大量的香港股票。1998 年 10 月,香港政府成立了外汇基金投资有限公司,以将这一投资组合以一种有序的方式减持。在选择官股减持方案时,香港政府决定通过成立一个交易所买卖基金——盈富基金来进行。

### ① 盈富基金的申购

投资者可以向参与经纪商申购基金单位,申购的规模必须是 100 万个基金单位的整数倍。申购的方式有两种:以现金申购或以一篮子股票申购。其中,以现金申购的方式是盈富基金区别于普通 ETFs 的主要特点。由于香港外汇基金投资有限公司持有大量有待出售的恒生指数成份股,因此盈富基金建立了其特有的“持续发售机制”。所谓持续发售机制,是指盈富基金的管理人可以在持续发售期间根据持续发售协议以盈富基金帐户的名义从外汇基金买入成份股的机制。香港金融管理局于每一季度开始前至少 10 个交易日公布该季度根据持续发售机制可以现金认购发行基金单位数目的限额,当现金认购盈富基金的数额超过该限额时,现金认购的持续发售机制立即停止,根据盈富基金的招股说明书规定,该

持续发售机制将最迟于 2005 年 1 月 1 日停止。



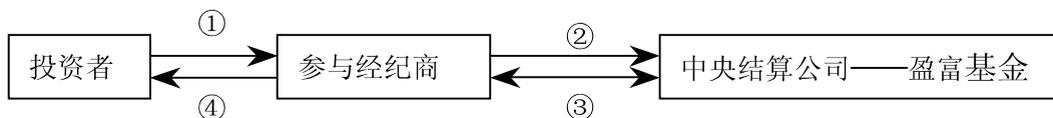
- ① 投资者向参与经纪商提出现金申购申请,参与经纪商冻结投资者帐户下的资金
- ② 参与经纪商向香港中央结算公司提出正式申请
- ③ 中央结算公司接受申购申请后,将现金过户到盈富基金帐户,同时将相应的基金份额登记到参与经纪商名下
- ④ 盈富基金与外汇基金用现金交换相应的指数投资组合
- ⑤ 参与经纪商将基金份额登记入投资者名下

图 9 盈富基金现金申购流程

根据持续发售协议,基金管理人可以用持续发售项下的现金申购,从外汇基金买入一篮子指数成份股,这些成份股以等于它们在有关交易日的估值时间的平均行使结算价的价格购入。所谓平均行使结算价为有关交易日在联交所每隔 5 分钟的卖出价的平均数,由 Hong Kong Electronic Times Limited 或信托人委任的其他信息供应商计算及公布。使用平均行使结算价而不是使用这些成份股的收市价的目的,是为了尽量不影响盈富基金的资产净值计算结果。在某些情况下,外汇基金在获得其管理人及香港金融管理局同意的条件下,也可以以现金代替原本应根据持续发售机制交付的指数成份股。在这种情况下,外汇基金所支付的现金应等于相关股份的正常收市价而不是其平均行使结算价。

以一篮子股票申购盈富基金时,在基金管理人认为公平合理的情况下可以进行分拆。例如,如果某个成份股无法取得或无法

取得足够数量,基金管理人可酌情允许以相当于该成份股价值的现金代替该成份股;如果投资者由于相关法规的规定限制持有一篮子成份股中的一个或几个时,基金管理人可允许其以相当于该成份股价值的现金代替。另外,如果投资者申请并获得基金管理人的批准,投资者可以用与恒生指数成份股不完全相同的一篮子股票申购,这种情况仅仅在非常极端的情况下发生,要求该一篮子股票的加入有利于维持基金投资组合与指数投资组合保持一致。投资者提出以现金代替成份股申购基金时,基金管理人可酌情向投资者收取额外税项及费用。



- ① 投资者向参与经纪商提出用一篮子股票申购申请,参与经纪商冻结投资者帐户下的一篮子股票
- ② 参与经纪商向香港中央结算公司提出正式申请,
- ③ 中央结算公司接受申购申请后,将参与经纪商帐户下的一篮子股票过户给盈富基金,同时将基金份额过户至参与经纪商名下
- ④ 参与经纪商将基金份额登记到投资者名下

图 10 盈富基金一篮子股票申购流程

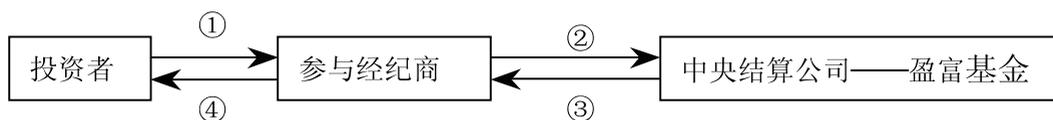
无论采用现金还是一篮子股票申购,投资者都需先向参与经纪商提出申购申请,然后参与经纪商通过中央结算系统向香港中央结算公司正式申请。每个交易日的交易所收市后 15 分钟以前提出的申购申请视为当日有效申请,否则视为在下一个交易日收到的有效申请。基金单位的申购必须为 100 万个基金单位或其整数倍,如果该申购符合基金契约规定,香港中央结算公司可代表基金管理人接受参与经纪商的申购申请。投资人已向信托人支付

或转让相关的股票和现金后,基金单位予以发行和交付。

参与经纪商需按每笔申购支付交易费(现为 30,000 元港币),该费用可能全部或部分转嫁至投资者,以支付基金处理每笔申请所产生的行政及其他费用。但是,每个参与经纪商根据持续发售机制提出的基金单位申请所需支付的交易费由外汇基金支付。

## ②基金的赎回

如图 11 所示,盈富基金的赎回与一般的 ETFs 一样,只能赎回一篮子股票,而不能直接赎回现金。基金赎回必须为 100 万个基金单位的整数倍。在一些特殊情况下,基金管理人可以在公平合理的原则基础上允许投资者以现金形式赎回指数投资组合中的部分股票。例如,基金投资组合中缺乏某一个或几个指数成份股,或成份股的数量太小,不足以纳入赎回的投资组合中,基金管理人可酌情以相当于该成份股价值的现金代替。如果赎回的投资者因法规或其他原因限制持有指数投资组合中的某一个或几个股票,基金管理人可以相当于这个或这些股票价值的现金代替。在上述以现金代替部分指数成份股支付赎回时,基金管理人可酌情向投资者收取额外税项及费用。



①投资者向参与经纪商提出赎回申请,参与经纪商冻结投资者帐户下的基金份额

②参与经纪商向香港中央结算公司正式提出赎回申请

③中央结算公司接受赎回申请后,将盈富基金帐户下的一篮子股票过户给参与经纪商,同时扣减参与经纪商名下的基金份额

④参与经纪商将一篮子股票登记到投资者帐户,同时扣减其名下的基金份额

图 11 盈富基金赎回流程

投资者在赎回盈富基金时,首先必须通过参与经纪商提出赎回申请,参与经纪商通过中央结算系统向香港中央结算公司递交正式赎回申请。参与经纪人按每个申请向盈富基金支付交易费,以支付基金在处理每笔赎回要求时产生的行政及其他费用,该费用目前规定为 30,000 元港币,该费用可能全部或部分转嫁至投资者。

从 SPDR 和盈富基金的一级市场交易方式可以看出,盈富基金一级市场交易方式的特色体现在其独有的现金申购方式和“持续发售机制”,这是由该基金特有的产生背景决定的,这种特有的申购方式有效地解决了官股减持的问题,成为了世界上利用 ETFs 模式加以创新和改进成功解决特殊股份减持流通的成功范例。而美国的 ETFs 都像 SPDR 一样,除了向全美证券清算公司(NSCC)的会员提供了一种比较常规的“通过 ETFs 清算过程”的申购和赎回方式外,还为非 NSCC 会员的 DTC 参与者提供了另一种申购和赎回方式——在 ETFs 清算过程外的申购和赎回。其目的是为更多的投资者提供一级市场交易的便利,增加该基金在一级市场的流动性。

### 3、ETFs 的二级市场交易方式

与 ETFs 的一级市场交易不同,ETFs 的二级市场交易没有类似与“设立单位”的规模限制,只受交易所规定的基金交易单位限制。因此,ETFs 的二级市场交易是面对所有投资者的,不仅机构投资者和资产规模较大的个人投资者(ETFs 一级市场的参与者)可以进行 ETFs 的二级市场交易,而且普通的散户投资者也可以在交易所买卖 ETFs。

ETFs 的二级市场交易与在交易所挂牌的普通股票完全一样,这种交易方式与封闭式基金的交易方法非常类似。投资者可以在

交易所开市的任何时间通过交易所进行交易,具体的交易方式则因各交易所的交易制度不同而有所不同:在有做市商制度的交易所,ETFs 都有指定的做市商负责保持 ETFs 交易的流动性和价格的稳定性,在个别没有做市商的交易所,ETFs 通过交易所的自动配对系统进行撮合交易。ETFs 二级市场交易的特色是,该交易产品的可交易规模每天都是变化的,而股票和封闭式基金的可交易规模则相对稳定。另外,与封闭式基金相比,ETFs 的二级市场交易价格通常与基金净值间的差异较小,而封闭式基金的交易价格则通常会有较大的折价或溢价。

#### 4、两种交易方式间的套利机制

##### (1) 套利原理

ETFs 能够迅速被广大投资者接受,其成功的关键是它同时结合了开放式交易价格与基金净值一致和封闭式基金交易便利的优势。ETFs 二级市场交易价格之所以能够与基金净值保持一致,其关键是两个交易市场间套利机制的作用。当 ETFs 的二级市场交易价格与基金净值产生差异时,两个市场间就出现了套利机会,套利机会的出现将引发投资者的套利行为,而投资者的套利行为又将减小其套利空间,最后形成 ETFs 二级市场交易价格与基金净值基本一致的结果。

当 ETFs 溢价交易时,即二级市场交易价格高于其净值时,ETFs 一级市场的参与者可以买入与 ETFs 构成相同的股票组合,在一级市场申购 ETFs,同时在交易所卖出(或卖空)相应的 ETFs 份额。这样,如果不考虑交易和申购赎回的费用,该投资者在一级市场申购 ETFs 的成本为该基金的净值,而在二级市场卖出该基金份额的收入为基金的二级市场交易价格,由于该基金溢价交易,因此该投资者获取了基金二级市场交易价格与基金净值的差额这一

套利收益。由于这一套利机会的存在,就会有一级市场参与者进行上述交易,从中获取套利收益。而投资者的投资行为,将会影响这些股票的交易价格,投资者买入 ETFs 投资组合会导致交易价格的上升,同时,投资者在二级市场卖出 ETFs 会导致 ETFs 的交易价格下降。这样,伴随着投资者的套利行为,ETFs 的二级市场交易价格与其净值会慢慢接近,直至二者一致,套利机会消失。

同样,当 ETFs 折价交易时,即二级市场交易价格低于其净值时,ETFs 一级市场的参与者可以在二级市场买入 ETFs,同时在一二级市场赎回相应数量的 ETFs 份额,卖出(或卖空)ETFs 的构成股票。这样,如果不考虑交易和申购赎回的费用,该投资者在二级市场买入 ETFs 的成本为该基金的二级市场交易价格,而在一二级市场赎回该基金份额,卖出的相应股票的收入为基金净值。由于该基金折价交易,因此该投资者获取了基金净值与基金二级市场交易价格的差额这一套利收益。同样,这一套利机会的存在,会吸引一级市场参与者进行上述交易,从中获取套利收益。而投资者在二级市场买入 ETFs 会导致其交易价格的上升,同时投资者卖出 ETFs 投资组合会导致 ETFs 成份股交易价格下降,基金净值随之下降。这样,ETFs 的净值会与其二级市场交易价格慢慢接近,直至二者一致,套利机会消失。

## (2) 套利机制有效运行的条件

上述套利机制从理论上可以保证 ETFs 的二级市场交易价格与其净值可保持基本一致。在实际市场运作中,要保证上述套利机制可以有效地运行,需要注意以下几点:

①ETFs 的二级市场低交易费和一级市场低申购赎回费,是套利机制有效运行的必要条件。套利收益大于套利成本(交易成本)是投资者进行套利的必要条件,如果 ETFs 的二级市场交易费和一

级市场申购赎回费过高,投资者只有在套利收益非常大的情况下(即二级市场交易价格与基金净值差额较大时)才会进行套利交易,这样就会使两个市场间的非套利空间扩大,无法将 ETFs 的二级市场交易价格与其净值的差额控制在很小的范围内。

②良好的市场流动性是套利机制有效运行的基础。充足的市场流动性是投资者的套利交易顺利进行的基本保障,ETFs 一篮子股票(即其目标指数成份股)的良好流动性是投资者低间接成本交易这些股票的基础,ETFs 的二级市场良好流动性是投资者低间接成本在二级市场交易 ETFs 的基础,这些都是保障投资者套利收益的基础,没有良好的市场流动性,投资者的套利交易就不可能顺利进行,该套利机制也就无法保证 ETFs 的二级市场交易价格与其净值的一致。

③清算交收的及时性和二级市场的卖空机制是套利机制有效运行的重要保证。套利交易必须可以及时进行才能够保证投资者无套利风险,套利交易中两个反向交易间隔的时间越长,投资者所面临的套利风险也就越大。

当 ETFs 溢价交易时,投资者要无风险套利必须要能在一级市场申购 ETFs 的同时在二级市场卖出 ETFs。而实际上投资者在一级市场申购 ETFs 时,必须拥有相应的指数成份股,或保证在有效申购日的第二天上午 11 点(如:在 SPDR 清算过程外申购 SPDR)提交相应的股票,或在第二天上午 11 点前提交押金并在 T+3 日下午 1 点前提交相应的股票(如:在 SPDR 清算过程外申购 SPDR)。因此,投资者需要即时买入相应的股票,并在较短的时间内保证其买入的股票能够交收完毕。另外,投资者申购 ETFs 后要求能够及时在二级市场卖出该 ETF,这就要求 ETFs 的交收时间必须很短。海外很多市场无法保证 ETFs 的交收效率,但允许投资者

在二级市场卖空 ETFs ,较好地满足了投资者及时套利的上述需求。

同样 ,当 ETFs 折价交易时 ,投资者要无风险套利必须在二级市场买入 ETFs 的同时在一级市场赎回 ETFs ,同时卖出 ETFs 的成份股。而实际上要保证投资者在二级市场买入 ETFs 后能在一级市场及时赎回 ,必须保证二级市场买入 ETFs 的交收及时。而且 ,要使投资者在一级市场赎回 ETFs 后能及时将其一篮子股票卖出 ,必须保证 ETFs 赎回的交收及时性。海外很多市场无法保证 ETFs 赎回的交收效率 ,但允许投资者在二级市场卖空 ETFs ,使投资者在赎回 ETFs 的同时可以卖空相应的一篮子股票 ,较好地满足了投资者及时套利的上述需求。

从上面的分析可以看出 ,高效率的结算交收可以提高投资者套利的及时性 ,降低其套利风险 ,但是目前国际上股票的结算交收时间一般为 T+3 ,最快的也要 T+1 ,无法真正做到即时交收结算 ,这样的结算效率显然给投资者的套利造成了一些困难。在海外实行做市商制度的市场 ,ETFs 的交易通常也通过做市商进行 ,而且这些做市商通常都为很多个股票做市 ,因此它们手中一般都有一定数量的这些它所做市的股票存货 ,即库存股票和库存 ETFs 基金份额。做市商手中的这些库存股票和库存 ETFs 基金份额 ,为它们的套利交易带来了极大的方便 ,它们需要赎回时可以先赎回手中的库存基金份额 ,需要卖出 ETFs 或股票时可以直接卖出其存货 ,而不需要反向交易即时交收。正是由于这个原因 ,ETFs 的做市商通常也是其一级市场和套利交易的主要参与者。

### (3) 套利机制的运行结果 :

从美国 ETFs 实际运行的结果看 ,ETFs 的二级市场交易价格与其单位净值基本一致 ,也就是说 ,套利机制比较有效地发挥了作

用。如图 12 所示,在绝大多数的交易日中,SPDR 和 DIAMOND 的二级市场收盘价与它们的基金净值的差额不超过其净值的千分之五。从 SPDR 的业绩报告中可以看到,从它 1993 年 1 月 29 日在美国证券交易所正式挂牌到 2000 年 12 月 31 日止,其中 97% 的交易日其二级市场折溢价不超过千分之五,有 83% 的交易日其二级市场折溢价不超过千分之二点五,而二级市场折溢价超过百分之一的时间总共只有 3 天。这是与美国市场有股票和 ETFs 的卖空机制和良好的市场流动性分不开的。

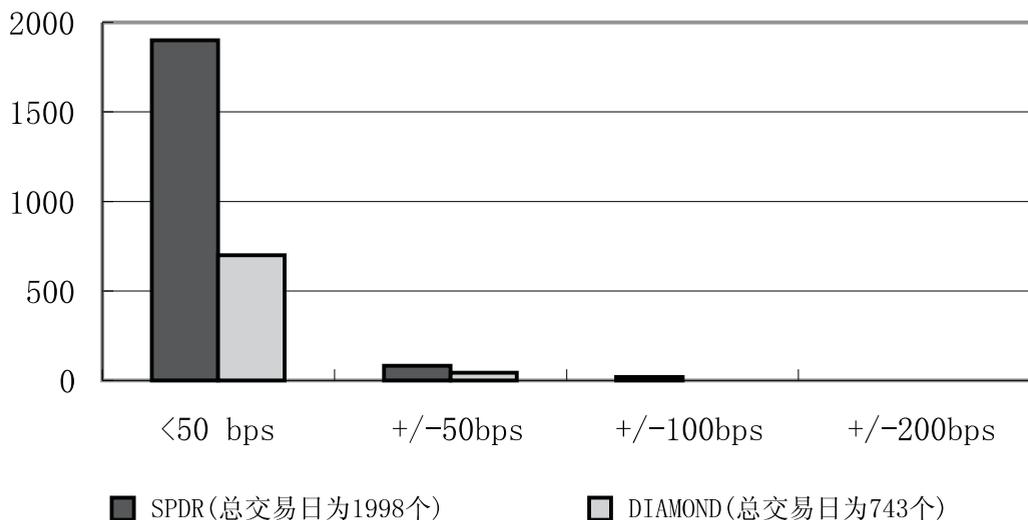


图 12 ETFs 二级市场交易的折溢价情况

### 5、投资者在两个市场交易 ETFs 需交纳的费用

投资者在一级和二级市场交易 ETFs 所需支付的费用不同。通过证券交易所交易 ETFs 时,投资者需支付的费用一般包括经纪商的交易佣金、印花税和交易所的交易费三部分,其中的交易费由交易所规定并收取。而通过一级市场进行申购和赎回时,投资者需支付的费用一般包括经纪商的佣金和交易费。美国的 ETFs 一

般有两种申购和赎回方法：“通过 ETFs 清算过程”和“在 ETFs 清算过程外”进行申购赎回(详情见“ETFs 的一级市场交易”)，采用这两种申购赎回方法时，投资者所需交纳的交易费也不同。如表 6 所示，一般通过 ETFs 清算过程进行申购和赎回时，无论申购或赎回的金额大小，投资者只需为每日的申购或赎回交纳一份“标准交易费”；而在 ETFs 清算过程外进行的申购和赎回，投资者除需为申购或赎回的每个设立单位的基金份额交纳一份“标准交易费”和“额外交易费”，其中额外交易费为标准交易费的 3 倍。

表 8 投资者交易 ETFs 的费用一览表(盈富基金除外)

		二级市场	一级市场	
			通过 ETFs 清算过程	在 ETFs 清算过程外
佣金		由经纪商确定	由经纪商确定	由经纪商确定
印花税		√	×	×
信托人收取的交易费	标准交易费	×	不计申购或赎回数量，每日收取	按申购和赎回的设立单位收取
	额外交易费	×	×	按申购和赎回的设立单位收取
交易所收取的交易费			×	×

由于印花税一般是在股票交易过程中收取的，而用一篮子股票申购 ETFs 或赎回 ETFs 时换回一篮子股票的交易过程中不存在股票的交易而只包含一篮子股票的过户，因此如表 6 所示，只有在二级市场交易 ETFs 时才需缴纳印花税，而进行申购或赎回 ETFs 时，投资者不需要缴纳印花税。

投资者交易盈富基金时所需支付的费用与交易其他 ETFs 时有所不同，由于盈富基金设立了“持续发售机制”，允许投资者用现

金申购基金份额,而采用这种方式申购基金时,基金需要从外汇基金购买一篮子股票,因此如表 9 所示,投资者采用这种方式申购盈富基金时需要缴纳印花税。

表 9 盈富基金投资者费用一览表

费用	申购		赎回	交易所
	用一篮子股票申购	用现金申购		
佣金	由参与经纪商决定	由参与经纪商决定	由参与经纪商决定	最低 0.25%
交易费	每项申请 30,000 元港币(由参与经纪商支付,但可以向投资者收取)	无(由外汇基金代为支付每项申请 30,000 元港币)	每项申请 30,000 元港币(由参与经纪商支付,但可以向投资者收取)	无
从价印花税	无	0.1125%	无	0.1125%
定额印花税	无	无	每份申请 5 元港币	无
注销费	无	无	每手 1 元港币	无
联交所交易费用	无	无	无	0.011%

### (三)ETFs 的管理

#### 1、ETFs 的投资管理

由于目前国际上现有的 ETFs 都是指数基金,都以跟踪某一个指数为投资目标,一般采用被动式管理。采用被动式管理方式的基金,其基金管理人只需通过某种方式确定其投资组合分布,而后不需再对它进行经常性调整,只有当指数构成发生比较大变化时,才需要对基金投资组合分布进行调整。也就是说,基金管理人不需要对单个的股票进行研究判断,也不需要大盘的未来走势进

行判断,因此投资管理成本远远低于主动管理的基金。

指数基金构造投资组合的方法主要有两种:

(1)完全复制法。采用完全复制法构造投资组合时,基金管理人会尽量用基金投资组合复制指数投资组合,基金投资且只投资于目标指数中所有成份股,并保持基金投资组合中各股票的权重与目标指数投资组合中各成份股的权重完全一致。另外,在美国以单位投资基金法律形式设立的 ETFs(如 SPDR, Diamond 等),由于法律规定的限制,不能将基金投资组合中股票分配的股利进行再投资,因此其投资组合中经常也包括一部分现金,而在其他 ETFs 中其基金资产中所包含的现金数量通常都非常少,只是为了应付基金分配和支付基金的费用、开支及债务等保留少量的现金资产。

从理论上讲,如果不考虑基金的股票交易成本和基金管理成本等费用,由于采用完全复制法的基金投资组合与指数投资组合完全一致,因此其收益率可完全拟和指数收益率的变化。但是由于各种税费实际存在,因此基金收益率会低于指数收益率。而且当基金追踪的目标指数进行调整时,即成份股或各自所占比重进行调整时,如果要对基金投资组合同时进行完全一样的调整,则基金的调整成本会较高,而且也不便于操作。因此,采用完全复制法的基金在实际操作中通常也会在基金契约或管理合同中对这方面加入一些相关的灵活性条款。如香港的盈富基金,其基金投资管理采用完全复制法,但在基金发售说明书中明确规定:“为了实现基金的投资目标,基金管理人也可以投资于未来的成份股,基金也可以持有原来的成份股,等待以最佳的方式抛出。”另外,由于完全复制法投资及其分散,这种方法对基金规模要求较高,否则如果基金资产有限,就很难采用这种方法拟和指数。同样,如果基金的目

标指数中所包含的成份股个数非常多,也很难用完全复制法拟和指数。

(2) 抽样复制法。采用抽样复制法构造投资组合时,基金管理人通过统计分析等技术构造基金投资组合,使基金投资组合中只包括指数投资组合中比较有代表性、与指数波动相关性较强的部分股票,同时保证基金收益率可以比较准确地追踪目标指数收益率的变化。采用抽样复制法时,具体的抽样方法很多,如先锋 500 指数基金在成立之初,其投资组合包含了 280 只股票,其中 200 只为 S&P500 指数成份股中最大的公司股票,占指数权重的 80%,另外 80 只股票则根据行业、市值、市盈率等因素选取,并且用最优化模型来模拟其他 300 只股票的价格走势。采用得较多的抽样方法还有分层抽样法:首先把市场上所有股票按行业分类,然后分别按市值大小、个股与行业相关系数、个股与行业平均市盈率的偏离程度设定相应的指标参数,再根据这些参数从各个行业选取股票,最后按所选个股在其所在行业中所占的比重及该行业在整个市场所占的比重确定个股的投资权重。

采用抽样复制法进行投资,基金的业绩与其管理人的抽样技术密切相关,如果其管理人的抽样技术水平高,可能使基金的收益率与其目标指数基本一致,可以减小采用完全复制法时由于基金的交易和管理成本以及指数调整成本引起的基金收益率与目标指数收益率的差异,更好地满足投资者的需求,从而在竞争不断加剧的市场中扩大市场占有率。另外,近年来全球指数系统不断发展,已建立了庞大而完备的全球及各地区各市场的不同行业、不同板块的股票指数,其中有些指数的成份股涉及多个市场多个货币单位,而且成份股个数很多,使指数投资组合难以完全复制,而且复制的成本非常高。建立追踪这类指数的 ETFs 时,抽样复制法是基

金管理人唯一的选择。采用抽样复制法时为了较好地拟和目标指数要对其拟和误差进行随时监控,当拟和误差超过一定范围时,必须采取投资组合结构调整措施。

## 2、ETFs 的收益分配

ETFs 的收益主要包括两部分,一是基金投资组合中各股票的红利收入,二是基金在调整投资组合时得到的资本利得收入(即股票买卖的价差收入)。由于不同地区对不同法律形式的 ETFs 有不同的投资限制,因此其收益分配方式也不一样。

ETFs 的法律形式主要有两种:投资基金和单位投资信托。美国规定采用单位投资信托形式的基金,其投资组合中各股票取得的红利收入不得用于再投资。为了追踪目标指数收益率的变化,ETFs 一般需尽量减小基金中现金的数量。由于受美国单位投资信托上述投资限制的影响,这类基金通常都对基金收益中的两部分,即股利收益和资本利得收益分别进行分配,将不能用于投资,以现金形式存在的股利收益部分尽早进行分配,因此美国的单位投资信托通常都比较频繁地分配其股利收益,而对资本利得收益的分配则没有这么频繁。如 SPDR 就规定,其股利收益每季度分配一次,而基金资本利得收益则仅规定至少每年分配一次。

由于其他地区和其他法律形式的基金没有上述投资限制,因此通常也不会将两部分收益分别进行分配,只是规定每年进行一次或两次的基金收益分配。如香港盈富基金就规定,每年 5 月和 11 月进行分配,其中基金收益包括:1. 投资组合的股息和应收款(已宣布但尚未支付的股息);2. 与基金资产有关,被基金管理人认定为基金收益,并可以用于分配的任何收益;3. 基金申购或赎回而收取的交易费;4. 基金申购时收取的等值股息;5. 信托人因上述各项收取的所有利息及其他款项。

无论采用上述哪种收益分配形式 ,ETFs 通常每次都尽可能地 将基金所持有的股票红利收入和资本利得全部分配。如香港盈富基金规定 ,分配数额为自上次分配日以来的全部或绝大部分收益 进行分配。基金分配时将每份基金单位的分配调整到最接近的 0.01港元 ,在计算下一次分配可分配数额时 ,应将未分配的所有收益 分配给基金持有人。

### 3、ETFs 的基金费用

信托人和基金管理人在管理 ETFs 时 ,从基金帐户中扣减的费 用包括基金的信托费、管理费、托管费、指数使用费、登记费、市场 营销费、律师费、注册会计师审计费和其他运作费用(如印刷费、资 料邮寄费等等)以及基金投资组合调整的交易费 ,而国外一般将除 基金投资组合调整的交易费外的其他所有费用的总和称为基金运 作费用。因此 ,基金的财务支出中的费用主要包括基金运作费用 和基金调整投资组合的交易费两部分。

与其他基金相比 ,ETFs 的运作费用明显低于其他形式的基 金。首先 ,ETFs 是指数基金 ,而指数基金的管理费都明显低于主 动管理的基金 ,因此 ETFs 的运作费用明显低于一般的主动管理开 放式基金。这主要是因为 ,指数基金不需要对股票、行业、证券市 场和宏观经济进行研究 ,只需要构造一个与指数收益率一致的投资 组合即可 ,因此其投资管理成本较低 ,向投资者收取的管理费也 较低。指数基金的管理费率一般为每年 0.2% ,而主动管理的基金 管理费率一般为每年 1.4% ,有些主动管理的基金管理费率甚至高 于这一比例。其次 ,ETFs 的管理费则比开放式的指数基金更低 , 这是因为 ETFs 一般都实行完全被动式管理 ,要求投资者用一篮子 股票认购和赎回基金份额 ,省略了用现金买卖股票应付申购和赎 回这一个程序 ,采用几乎百分之百地被动式管理 ,因此比一般开放

式指数基金的管理费用还低。如 Barclays Global Investors 推出的 Ishares 管理费仅为 0.07% ,道富银行推出的 SPDRs 管理费也仅有 0.12% 。从表 10 可以看到 ,在美国跟踪各指数的 ETFs 的基金运作费用普遍都低于跟踪该指数的开放式指数基金。

表 10 ETFs 与开放式指数基金运作费用对比表

跟踪指数	ETFs		开放式指数基金	
	样本数量	运作费率	样本数量	运作费率
S&P500	2	0.12%	73	0.18%
S&P Midcap	2	0.25%	6	0.32%
S&P Smallcap	1	0.20%	5	0.32%
Russell 2000	1	0.20%	9	0.28%
板块指数	24	0.34%	5	0.46%
海外指数	20	0.43%	22	0.85%

资料来源 :MorningStar, Inc. 截止日期 2000 年 10 月 31 日

ETFs 的调整投资组合的基金交易费也远远低于其他形式的基金。首先 ,由于 ETFs 属于指数基金 ,其管理人不需要像主动管理基金的基金经理那样 ,为了跑赢大盘而经常性地买入他们认为未来收益率高的股票 ,卖出他们认为未来收益率低的股票 ,对其投资组合进行经常性调整 ,只需要在指数投资组合发生较大变化时对投资组合进行调整 ,而其他时候仅需持有其投资组合即可 ,因此其交易费用明显低于主动管理的基金。其次 ,由于 ETFs 的申购和赎回时与基金份额交换的都是一篮子股票 ,因此甚至在投资者申购和赎回基金份额时都不需要进行股票交易 ,在某些允许投资者用现金进行申购和赎回的特殊情况下 ,还会向这些投资者收取额外费用补偿由于这些申购或赎回发生的交易费用 ,因此 ETFs 的交

易费用极低,不仅远远低于主动管理基金,还明显低于其他开放式指数基金。

#### 4、海外 ETFs 的实际管理效果

海外指数基金的发展已有 30 多年的历史,相关的指数跟踪技术已取得很大进步,其指数跟踪效果已非常令人满意。在表 11 中,拟和所有指数的先锋基金都是开放式指数基金,而且先锋基金是目前世界上开放式指数基金管理最为成功的基金家族,从表中可以看到,在 2000 年 8 月 2001 年 7 月的一年间,先锋指数基金家族中跟踪各种指数的所有基金的跟踪误差都控制在 1% 以内,其中有些指数基金的跟踪误差甚至低于千分之一。这说明,这些基金在跟踪其目标指数时已不是仅仅教条地采用完全复制法复制指数投资组合,而是通过更加先进的统计拟和方法改善了基金的指数拟和效果,并确实消除了基金本身的运作费用以及开放式指数基金为应付投资者赎回所保留的现金对基金投资效果的不利影响。

由于 ETFs 在申购和赎回时与投资者交换的一般都是一篮子股票,因而 ETFs 不必像其他开放式基金一样保留必须的应付投资者赎回的现金,其管理人可以将 ETFs 的所有资产都投资为股票,这样可以提高基金的资金运用效率,从而提高 ETFs 的指数拟和效果。另外,由前面对 ETFs 基金费用的分析可以看出,ETFs 的基金运作费用和基金调整投资组合的交易费都明显低于其他类型的基金,甚至低于开放式指数基金。因此从理论上讲,ETFs 的指数拟和效果应比开放式指数基金更好。

在实际运作中,ETFs 确实表现出比开放式指数基金更具吸引力的投资绩效(指数拟和精度)。在表 11 中,iShare 家族是一个跟踪更为广泛的指数的 ETFs 系列,从表中可以看到,拟和各指数的 iShare 的拟和误差明显低于拟和同一指数的先锋指数基金。

表 11 开放式指数基金和 ETFs 的拟和误差比较表

指数名称	指数收益率	先锋基金收益率	iShare 基金收益率	先锋基金拟和误差	iShare 基金拟和误差
S&P500	-14.32%	-14.42%	-14.28%	-0.10%	0.04%
Barra500 大盘价值	3.97%	3.91%	3.80%	-0.06%	-0.17%
Barra500 大盘成长	-29.46%	-29.72%	-29.32%	-0.26%	0.14%
Barra600 小盘价值	25.32%	26.27%	26.34%	0.95%	1.02%
Barra600 小盘成长	-3.71%	-2.97%	-3.27%	0.74%	0.44%
S&P400 中盘	5.58%	5.05%	5.97%	-0.53%	0.39%
Russell2000	-1.62%	-0.86%	-1.62%	0.76%	0.00%
Wilshire5000	-14.98%	-14.87%	-15.20%	0.11%	-0.22%
Barra400 中盘价值	27.86%	—	27.67%	—	-0.19%
Barra400 中盘成长	-12.31%	—	-12.59%	—	-0.28%
S&P600 小盘	12.00%	—	12.27%	—	0.27%
Russell1000	-14.70%	—	-14.79%	—	-0.09%
Russell1000 价值	8.75%	—	8.68%	—	-0.07%
Russell1000 成长	-35.07%	—	-35.08%	—	-0.01%
Russell2000 价值	23.74%	—	24.34%	—	0.60%
Russell2000 成长	-23.31%	—	23.40%	—	-0.09%
Russell3000	-13.83%	—	-13.89%	—	-0.06%
Russell3000 价值	9.72%	—	9.96%	—	0.24%
Russell3000 成长	-34.25%	—	-34.50%	—	-0.25%
Wilshire4500	-20.89%	-20.52%	—	0.37%	—

资料来源:William Bernstein, www.EfficientFrontier.com 数据期间:2000.8-2001.7

#### (四) ETFs 的信息披露

由于 ETFs 本质上是一种特殊形式的开放式指数基金,因此它们必须像其他开放式基金一样进行相应的信息披露。同时由于 ETFs 在交易所交易,因此必须遵守交易所对于其交易产品信息披露的规定,进行相应的信息披露。另外,由于 ETFs 是一种可在交

交易所交易的特殊形式的开放式基金,因此海外证券交易市场通常还对它的信息披露增加了一些特殊要求。因此,ETFs 需披露的信息包括以上三个部分:

### 1. 与开放式基金相对应需披露的信息

与其他的开放式基金一样,美国的 ETFs 无论其采用单位投资信托还是投资公司的法律形式,都必须遵守 1933 年证券法和 1940 年投资公司法的相关规定,履行信息披露的义务。在香港,ETFs 必须履行香港证券及期货事务监察委员会 1997 年 12 月公布的《单位信托及互惠基金守则》规定的相关信息披露义务。具体规定包括需披露其招股书、年报、中报以及定期披露其投资组合和基金单位资产净值等(美国的开放式基金需每 3 个月公告一次投资组合,而香港则规定每 6 个月公告一次投资组合,全球的 ETFs 都向开放式基金一样每天公告其基金单位资产净值)。

### 2. 与交易所其他交易产品相对应需披露的信息

由于 ETFs 在交易所公开挂牌交易,因此需遵守交易所规定的初次信息披露和持续信息披露的义务,包括基金的招股说明书、上市公告书、定期报告和临时报告等。同时,交易所还为投资者提供与其他挂牌证券一样的基金交易信息。

### 3. 由于其特殊性需披露的信息

由于 ETFs 与股票不同,其内在价值比较容易计算,与上市公司相比,其估价的不确定性相对较小,内在价值一般与基金单位的资产净值相一致。为了便于投资者在二级市场以理想的价格进行交易,同时保证基金交易价格的稳定性和合理性,交易所通常都为投资者及时提供(如美国证券交易所和香港联交所都是每 15 秒更新一次)ETFs 的基金单位资产价值估值(Indicative Optimized Portfolio Value, IOPV),以便于投资者判断基金的二级市场交易价

值与其当时的净值之间的差异,做出明智的投资决策。这些 IOPV 的数据一般通过交易所的终端机和路透(Reuter)、彭博咨询(Bloomberg)等系统发布。另外,为了便于参与经纪商顺利完成日常的基金申购工作,同时提高参与经纪商参与交易的积极性,增强两个市场之间套利机制的有效性,ETFs 还需每天向其参与经纪商披露其投资组合。

## 四、ETFs 的成功原因分析与借鉴

ETFs 在美国得到了迅速发展,并引起全球基金业的关注,成为全球基金市场最引人注目的创新产品。这是因为,首先,与其他类型的基金产品相比,ETFs 具有其不可替代的优势;其次,由于 ETFs 的出现有效地帮助各类投资者实现其长期、短期中期等各种投资目标,因此受到了投资者广泛的欢迎;而且,由于 ETFs 发展的同时也促进了证券市场的良性发展,因此得到了各国政府和监管机构的欢迎。

### (一) ETFs 的优势分析

与其他类型的基金相比,ETFs 具有显著的优势。作为一种特殊形式的指数基金,与指数期货相比,ETFs 仍具有明显的市场竞争力。

#### 1、与主动管理型基金相比

目前,世界上所有的 ETFs 都是拟和某一目标指数的指数基金,采用被动式管理的方法。与主动管理型基金相比,指数型基金具有如下优势:

(1) 指数基金所获得的指数收益率已被广大投资者所接受,投

投资者不再一味追求超出市场水平的收益率。理论界有很多学者对主动管理的股票基金的收益情况进行了实证研究,其研究的结果尽管不完全相同,但几乎都得出了同一结论:主动管理的股票基金的收益率水平总体低于市场指数的表现,本报告第二部分的表1也对这一状况进行了描述,从表1中可以看出,在1987到1996年的10年间,美国主动管理的股票基金的年平均收益率较Wilshire5000指数低了近1.5%。随着市场有效性的增加,要使基金收益率超过市场总体收益率变得越来越难,这时指数基金的收益率优势就表现出了强大的吸引力,这也是指数基金能够迅速发展的根本原因。

(2)指数型基金的投资一般都比较分散,可以有效消除非系统风险,为投资者提供了一种低风险的投资品种。而主动管理型基金,由于其投资组合中各种股票分布的不均匀,基金投资收益率受个别重仓股的非系统风险影响较大。

(3)与主动管理型基金相比,指数基金具有低费率的显著优势。由于指数基金采用被动式管理方法,基金管理人不需要对市场、宏观经济状况和趋势以及各个上市公司及其股票持仓情况进行详细的研究,因此其管理费用远远低于主动管理型基金。由于基金投资组合一旦确定后,除了应付申购和赎回以及指数投资组合的变化,指数型基金一般不需进行经常性的投资组合调整,因此其交易费也显著低于主动管理型基金。

(4)指数型基金为机构投资者提供了重要的风险控制和资产分配的管理工具。机构投资者管理资产时,最为关键的是资产分配,即决定将资产投入哪些类型的股票中。股票分类可以根据股票的市值大小分类,也可以根据其技术含量、所处行业、成长型或价值型分类。对于不同类型的资产,有相应的指数可供选择。在

美国 ,可供 ETFs 选择的指数可分为市场整体指数和板块指数两大类 ,整体指数主要包括 Wilshire5000 , S&P500 , S&P400 , S&P600 , Russell3000 , Russell 1000 , Russell Midcap2000 , Fortune500 , Global Titans ,Dow Jones 和 Nasdaq100 ,板块指数则主要包括 S&P 和 Dow Jones 的板块指数。如图 13 所示 ,不同的指数对应的股票市场类型也不同 ,不同指数的技术含量也不同 ,根据美国商业部提供的数据 ,美国市场总体技术含量为 18 - 24% ,美国大型成长型公司该比例为 37% ,大型价值型公司为 8.5% ,NASDAQ - 100 为 65% ,美国 50% 的经济增长是由高科技公司创造的。根据对目标股票技术含量的期望 ,投资者可选择以相应指数为目标指数的指数基金。而对应不同的指数 ,都有以它作为目标指数的 ETFs ,如图 14 所示 ,投资者可根据自己所偏好的股票类型 ,选择跟踪相应指数的 ETFs 进行投资。

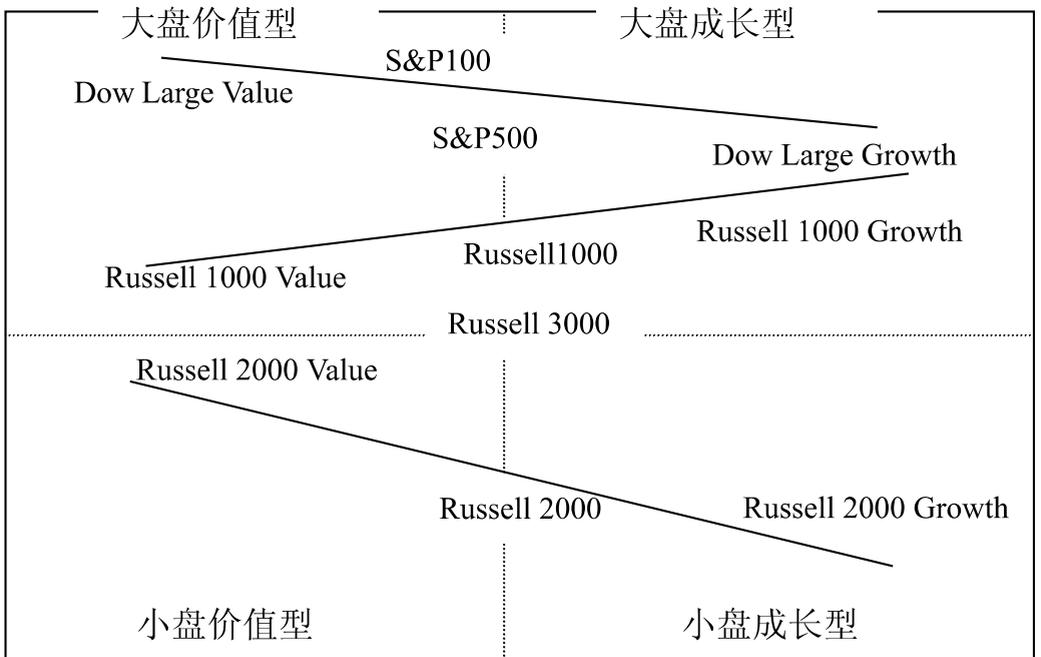


图 13 美国主要指数与股票类型关系图

		DIA		
		iS&P100		QUBES
iS&P 500/BARRA Value	<i>iRussell 1000 Value</i>	iS&P500	<i>iDJ Total Market</i>	iS&P500/BARRA Growth
iRussell 1000 Value		SPDR		iRussell 1000 Growth
		iRussell 1000		
iS&P400/BARRA Value	<i>iRussell 3000 Value</i>	iS&P400	<i>iRussell 3000 Growth</i>	iS&P 400/BARRA Growth
iS&P 600/BARRA Value		MSPDR		iS&P 600/BARRA Growth
		iS&P600		
iRussell 2000 Value		iRussell 2000		iRussell 2000 Growth

图 14 对应于各种类型市场指数的 ETFs

## 2、与开放式指数基金相比

与开放式指数基金相比 ,ETFs 具有交易便利、基金费用低和指数拟和度高等主要优势。

首先 ,由于 ETFs 在交易所公开挂牌交易 ,投资者可以在交易所开市的任何时间进行基金交易 ,而且可以采用与其他股票交易一样便利的交易方式 ,如限价交易、卖空交易以及借出基金份额等 ,在进行交易时 ,投资者是以他愿意接受的已知价格成交的 ;而开放式基金每天只能申购或赎回一次 ,申购和赎回价格为当日收盘基金单位净值 ,投资者在进行申购或赎回委托时并不知道其申购或赎回的价格 ,即开放式基金的申购和赎回是已未知价成交的。而且 ,投资者进行申购或赎回时 ,清算交收所需的时间往往较长 ,其申购或赎回的费率也往往高于交易所的交易费用。另外 ,ETFs 由于像其他股票一样在交易所上市交易 ,也为发展 ETFs 的衍生产

品奠定了基础,目前美国证券交易所就已经推出了 ETFs 的期权产品。

其次,前面在 ETFs 的基金费用中已经分析过,由于 ETFs 不需因为投资者的申购和赎回调整其投资组合,因此其基金运作费用和基金调整投资组合所需的交易费用都低于开放式指数基金,而基金费用的最终承担者实际上是基金投资者,即基金费用是投资者投资成本的主要组成部分,因此低费用这一特点使 ETFs 对投资者更具吸引力。

另外,事实证明 ETFs 的指数拟和度普遍高于开放式指数基金。这是由于开放式指数基金为了应付投资者的赎回,一般需要保留一部分的现金资产,这部分资产在基金总资产的比例一般为 10% 左右,而这部分现金资产无法获得与市场一致的投资收益。也就是说,开放式基金为了保证其流动性是以一部分投资收益的损失为代价的。而 ETFs 在申购和赎回时,由于投资者是用一篮子股票与基金份额交换的,ETFs 不需要为了应付赎回保留现金资产,一般 ETFs 的总资产中现金资产的比例不会超过 2%,因此 ETFs 的指数拟和度高于开放式指数基金。

### 3、与封闭式指数基金相比

封闭式基金最大的问题在于,封闭式基金通常都是折价或溢价交易的,即基金在交易所的交易价格与基金单位资产净值之间的差异经常会较大。这是因为,封闭式基金的规模是相对稳定的,即基金的供给是稳定的,而对任何一个基金的市场需求都是不断变化的,稳定不变的供给与不断变化的需求间的矛盾,使基金的交易价格不可避免地会受到该基金市场需求变化的影响,从而表现出溢价或折价交易。对于指数基金的投资者,其投资的目的是为了获得指数收益,而投资者的投资收益实际上是由投资者在二级

市场交易基金的价格决定的,封闭式指数基金二级市场交易的折价或溢价变化,使投资者的实际投资收益为基金净值变化与基金交易折溢价的总和,也就是说,即使基金净值变化与目标指数的变化完全一致,投资者仍然不能保证获得其所期望的目标指数收益率。因此,指数基金通常不采用封闭式基金的形式。实践证明,ETFs的二级市场交易价格与其基金资产单位净值非常一致,这样只要ETFs的净值变化与其目标指数变化一致,ETFs的投资者就可以获得他们所期望的目标指数收益率。ETFs的上述表现是由于ETFs两种交易方式之间套利机制的作用而造成的,正是因为ETFs这种特殊的交易模式,才使得ETFs在具备了封闭式基金交易便利性的同时,回避了封闭式基金的折溢价问题。

#### 4、与指数期货相比

指数期货是投资者在进行指数投资时经常使用的工具,而作为一种指数产品,ETFs与指数期货相比仍然具有一定的竞争优势。首先,指数期货是为专业投资者所设计的产品,其合约规模一般较大,不适于普通的散户投资者使用。而ETFs为散户投资者提供了进行指数投资的渠道,使他们可以方便地实现指数化投资的目的。其次,指数期货的标的物一般都是主要的证券市场指数,而对于一般的板块指数和行业指数,则没有相关的指数期货产品。而ETFs由于其操作的简便性,可以以各种指数为目标指数,包括市场整体指数、板块指数或行业指数,使投资者在进行资产分配时可以方便地通过投资跟踪各种板块指数或行业指数的ETFs而实施其资产分配方案。另外,通过投资指数期货来实现跟踪指数的目的时,投资者将面临期货的基差风险,而通过投资ETFs来跟踪指数则没有这种风险。最后,对于准备进行长期投资的投资者来说,通过投资ETFs来跟踪指数的成本低于指数期货。根据有关学

者的分析,当投资时间超过 6 个月时,通过 ETFs 投资指数的成本低于指数期货。

### 5、ETFs 的其他优势

由于 ETFs 特有的投资方式和交易方式,它还具有其他的一些优势:首先,ETFs 与其他指数基金一样,采用被动投资方式,基金经理不能根据其自身对某个股票的判断大量增持或减持某个股票,从根本上杜绝了由于基金经理的道德风险而对基金资产造成损失的可能性,同时避免了由于基金经理的道德风险而产生违规或犯罪的可能性,而且由于投资者申购和赎回 ETFs 时付出或得到的是一篮子股票,避免了基金经理为了应付投资者的申购赎回而大量买卖个别股票而对这些股票价格造成的不良影响。其次,由于 ETFs 的投资者申购和赎回基金份额时支付和得到的是一篮子股票,与 ETFs 签有参与协议的 NSCC 会员和 DTC 参与者(对一般 ETFs)或投资者(对于盈富基金)每天都可以得到基金的详细投资组合,如此高的透明度使 ETFs 的运作非常规范,便于监管,高透明度杜绝了类似于“基金黑幕”等事件的发生。

## (二)ETFs 对证券市场的促进作用

在设计 ETFs 这种投资产品时,产品设计者主要考虑该产品与其他同类产品相比是否具有竞争优势,是否具有良好的市场前景。实践证明,ETFs 不仅具有显著的竞争优势,而且市场规模迅速扩大,受到了投资者的欢迎。与此同时,ETFs 的推出还对证券市场的发展起到了一定的促进作用。

### 1、引导市场理性投资

ETFs 是为了满足某些投资者指数化投资的需求而推出的,由于 ETFs 与开放式基金相比交易更为便利,因此推出后受到广大投

投资者的青睐,资产规模迅速增长,使指数化投资的理念深入人心,进一步促进了指数化投资的兴起。在投机气氛相对较浓的市场上,ETFs的发展可以引导投资者进行指数投资,增强理性投资意识。

## 2、为散户投资者提供投资工具,提高机构投资者的比重

ETFs为各种投资者提供了进行指数投资的工具,尤其是对于散户投资者,由于其资金规模有限,不可能将自有资金进行足够的分散,无法构造指数投资组合,在这种情况下ETFs成为他们进行指数投资的最佳途径。在吸引了散户的投资后,ETFs本身在市场上的投资行为是以机构投资者的身份出现的,因此ETFs发展的同时使机构投资者的比重也得到了提高。

## 3、提高市场流动性,有利于市场的长期发展

ETFs为散户和机构投资者设计了不同的交易机制,在更大程度上满足了他们的不同交易需求。ETFs两种交易方式的共存为机构投资者提供了套利的机会,大大增加了投资者交易的积极性。从ETFs两种交易方式之间的套利原理的分析可以看出,投资者为了获取两个市场之间的套利收益,必须在二级市场买卖ETFs,同时在一级市场申购或赎回ETFs,并买入或卖出相应的ETFs投资组合中的股票。投资者的这些套利行为,一方面增加了ETFs的流动性(即ETFs二级市场和一级市场流动性的总和),同时也使了ETFs投资组合中各股票的流动性大大提高。

## (三)ETFs满足各类投资者的多种投资需求

ETFs之所以能够在近期得到如此迅速的发展,其根本原因是该产品能够满足相关投资者的某些需求。如表12所示,根据美国金融研究公司“ETFs发展前景”的研究报告,ETFs在很多方面都

对投资者具有一定的吸引力。事实上,ETFs 可以同时满足散户和机构投资者的投资需求,只不过不同的投资者在使用 ETFs 时采用的投资方式也不同。

表 12 投资者选择 ETFs 主要原因排名表

排名	原因	百分比
1	税收优惠	55%
2	交易和税收的灵活性	48%
3	低费率	46%
4	分散性	39%
5	投资于整个市场	37%
6	可以投资与某个板块	35%
7	持续交易	26%

### 1、个人投资者的投资方式

对于个人投资者来说,如果他希望投资于股票市场,他可以直接投资于单个股票也可以通过共同基金投资于股票市场。从海外比较成熟的证券市场看,个人投资者很少直接投资于单个的股票,这主要是因为:一,随着证券市场的发展,股票市场中专业投资者越来越多,在选择股票和交易时机时需要投入大量的人力物力用于上市公司、证券市场、经济形式等问题的研究,因此个人投资者很难相信自己的投资决策会比共同基金这样的专业理财机构更为合理;二,个人投资者直接投资股票由于投资规模和交易量较小无法得到较好的佣金折扣,交易成本高于共同基金;三,直接投资股

票需要投入较多的精力,投资者的机会成本较高。因此,个人投资者一般都通过共同基金投资于股票市场。

在投资于共同基金时,投资者可以投资于主动管理的基金,也可以投资于被动管理的指数。有些投资者相信,通过基金经理人对股票基本面和技术面的分析,主动管理的基金可以获得由于市场指数的平均收益,因此投资于主动管理的基金。但是,事实上如表 13 所示,尽管有些主动管理的基金业绩确实非常好,但美国大部分主动管理的基金表现都低于其基准指数。有些投资者认识到了这一点,而且认为没有足够好的运气可以投资于为数不多的表现优异的基金,不愿意承担收益率低于基准指数的风险,因此选择了投资指数基金。

表 13 美国不同类型主动管理基金的税前及税后收益率

税前/税后收益低于其基准指数的比例	价值型	平衡型	成长型
大盘股	83%/93%	79%/94%	55%/83%
中盘股	61%/91%	61%/87%	53%/79%
小盘股	69%/89%	24%/55%	17%/31%

资料来源:Morningstar, Barclays 数据期间:1991.9.30 - 2001.9.30

由于前面分析过 ETFs 与开放式指数基金相比具有一些独到的优越性,一些投资者选择了投资 ETFs。美国金融研究公司在 2000 年 3 月 31 日对 ETFs 的个人投资者进行了问卷调查,结果发现没有一个投资者表示其投资 ETFs 的主要原因是为了短线交易获利,75%的投资者认为他们投资 ETFs 的主要方法是买入并较长时期的持有,25%的投资者认为他们投资 ETFs 的原因是既可以进

行长期投资又可以通过交易获利。可见,大部分个人投资者投资 ETFs 的目的是为了长期持有,从而分享股市成长的收益。

## 2、机构投资者的投资方式

目前美国大约三分之一的机构资产是进行指数投资的,而只有 3-5% 的个人资产进行指数投资。机构投资者投资 ETFs 的方式主要有长期投资、短期投资和套利等:

### (1) 中长期投资

ETFs 可以非常有效地用于机构投资者的中长期投资和资产配置管理。机构投资者的投资方式与其投资目标和风险承受能力直接相关。目前,海外 ETFs 市场已经发展得比较完备,已经可以为投资者提供投资全球市场和各国家、区域市场的 ETFs 以及投资于整个市场和各种类型、各个板块和各个行业的 ETFs。在这样的情况下,“卫星投资方式”引起了机构投资者的广泛重视,它通过市场指数 ETFs、板块指数 ETFs、国家或地区市场 ETFs、主动管理基金和单个股票的组合,较好地解决了不同投资者的投资方法问题。

如图 15 所示,图中最核心的部分是目标指数为市场整体指数的 ETFs,这种投资方式收益相对较低但风险也较低,其他投资方式可以视为围绕市场指数 ETFs 这一核心的卫星方式,随着卫星与投资核心距离的增大,其投资风险增加,同时获取超额收益的可能性也增大。如板块和地区指数 ETFs 的风险相对增加,主动管理基金的风险进一步增加,投资个股的风险相对最大。投资者如果风险承受能力较差,就会将投资于“卫星”产品的比例减少,主要投资于核心产品,相反如果投资者为了获取更大的收益愿意承担更大的风险,则可以将投资于“卫星”产品的比例增加,尤其是距核心较远的产品,甚至于只投资于“卫星”产品。

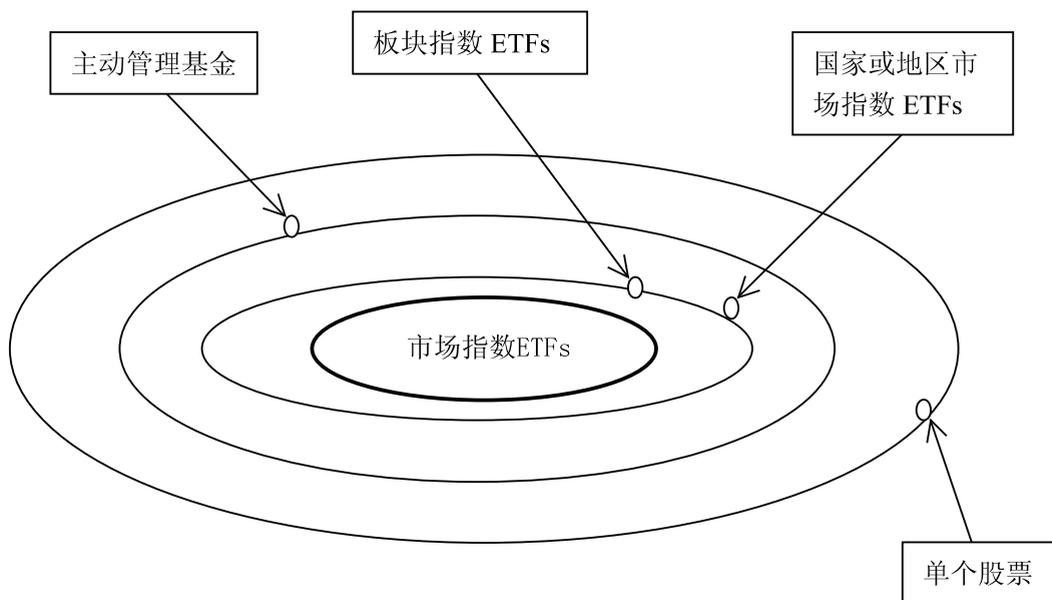


图 15 卫星投资方式示意图

## (2) 短期投资

ETFs 除了被机构投资者广泛用于长期投资和资产配置,已开始被逐渐应用与短期投资领域,并取得了很好的效果。如 Sovereign Wealth Management 公司就利用 ETFs 规模大,流动性高,收益率与其目标指数高度拟和,不易被操纵等特点,成功地开发了 Quant View Portfolio(后面简称 QVP)。该基金自 1999 年 12 月成立以来至 2001 年 10 月收益率始终超过 S&P500,并且超额收益率呈现逐渐增加的趋势,获得了很大的成功。

Sovereign Wealth Management 公司在研究市场波动的过程后发现,市场在一些影响整个股票市场的特殊事件刚刚发生时,如政府公布相关财政、货币政策以及相关统计数据时,会表现出短期的非有效性,通常会出现反应过度或反应不足的现象,然后会逐渐回归到有效市场的正常状态。反应不足的现象通常是因为相关信息

的传递速度过慢,或市场为及时对相关信息做出分析判断,而反应过度主要是由于市场及时接受了相关信息,并对其进行了相对一致的判断,但对其影响程度反应过大所造成的。他们还研究发现,由于现代信息传递速度非常之快,市场有效性不断增强,市场对相关信息做出正确判断的能力和速度都很高,因此,在这类特殊事件发生时,尽管市场反应过度 and 反应不足的现象都有可能发生,但相比之下市场反应过度的现象发生的概率更大。

基于上述分析,如果在这类特殊事件刚刚发生后马上做出与市场反应方向相反的投资,在市场逐渐回归后(如 3 天)在对上述投资进行反向买入或卖出委托,则可以获得较好的收益。例如,\*年\*月 1 日,美国联邦储备银行突然宣布加息,而市场并没有预测到该次的加息,那么很可能市场当日会低开,并在随后的几天内逐步回调,这时如果在当日开盘后买入市场投资组合,3 天后卖出该市场投资组合,则很可能获得额外收益。这种投资方式是 QVP 的一个主要投资方式。

QVP 的投资范围只包括跟踪 S&P500 的 ETFs 产品,主要是根据市场短期波动特点,采用上述投资方式。另外,该投资组合还根据市场在某些季节或日期的短期波动特点进行相应的投资。假设该投资组合每周的平均持仓时间为 1.2 天,其交易行为的年平均收益率为  $\pm 19\%$ ,交易行为盈利的比例为 55%,那么它的平均年盈利为 2.3%,平均年亏损为 1.8%,最终可实现平均年净收益 0.5%。

#### (四)ETFs 的成功关键分析

从本报告第二部分对美国 ETFs 现状的介绍中最受欢迎的和资产规模最大的十大 ETFs 排名(如表 3 所示),以及前面对 ETFs

产生、发展、运作和成功原因的分析可以看到 ,ETFs 成功的关键主要在于以下几个方面 :

### 1、选择理想的目标指数

ETFs 的规模越大 ,说明该 ETFs 目前越被投资者所青睐 ,而最受欢迎的 ETFs 排名则可以看作是投资者资金流动的指示 ,越受欢迎的 ETFs ,投资者将资金投入其中的可能性越大 ,其未来增长潜力越大。根据前面美国最受欢迎的和规模最大的十大 ETFs 的排名 ,可以看到这些基金的投资目标都是被市场广泛关注的指数 ,而且其中绝大部分的投资目标都是市场上最通用的市场整体指数 ,如 S&P500 ,DowJones ,Russell 2000 ,Russell 3000 ,NASDAQ - 100 ,另外还有一些近期被市场看好的板块指数 ,如 S&P Technology ,S&P Financial ,S&P Midcap 等。可见 ,对于一个 ETF 产品来说 ,选择一个好的指数作为拟和目标是其成功的关键。ETFs 的市场推广在很大程度上实际是指数的推广 ,指数推广的关键是指数品牌的确立和市场接受程度以及选择相关指数并对其进行影响推广。

ETFs 选择指数的思路有两种 ,第一种是尽量选择市场广泛关注的整体市场指数和热门板块指数 ,这种思路是符合上面对成功 ETFs 指数选择分析的 ,也是市场中 ETFs 品种不很多的情况下 ,一般 ETFs 所采用的思路 ;第二种思路是 ,尽可能同时建立跟踪一个指数系列中各板块指数的比较完备的 ETFs 体系 ,这种思路在跟踪市场广泛关注的整体市场指数和热门板块指数的 ETFs 产品已经较多的情况下比较适用 ,如 BGI 在 2000 年 5 月份跟踪一系列 MSCI 指数的 iShares 时就是采用的这种思路 ,并且获得了成功。

上述两种选择指数的思路所针对的投资者不同 ,根据第一种思路设立的 ETFs 所针对的投资者包括所有的投资市场的投资者 ,

而根据第二种思路设立的 ETFs 则主要针对通过 ETFs 进行资产分配管理的资金规模庞大的机构投资者。但无论采用哪种思路,好的 ETFs 目标指数必须具备如下特点:

(1) 容易理解。ETFs 所拟和的指数需很明确,使投资者在选择 ETFs 时知道它所投资的基金的投资目标究竟是什么——投资整个美国证券市场,还是投资某一区域市场,亦或投资某一行业。要做到这一点,该指数的结构和编制规则必须透明,使投资者可以容易理解,同时必须保证该指数能够很好地反映相应市场的变化状况。

(2) 容易复制。为了保证 ETFs 能够较好地拟和目标指数,在选择目标指数时应尽量选择容易复制的指数,这要求投资组合的成份股不宜过多,当然为了避免指数被操纵,其投资组合也不能过分集中。指数构成过于频繁的调整会导致 ETFs 拟和指数的成本上升,因此为了保证 ETFs 的低费率,应选择调整频率较低的指数作为目标指数,这也就是 ETFs 通常不选择市场综合指数为拟和目标的主要原因。另外,ETFs 通常选择以市值加权方法(*self-adjusting indices*)构造的指数,这是由于在拟和按市值加权法构造的指数时,ETFs 投资组合结构一旦确定,无需随指数成份股价格的变化调整投资组合中各股票的数量。

(3) 容易预测。由于指数的调整是难免的,如果在指数进行调整前可以很好地预测,则 ETFs 在操作时可以提前进行相应的准备。要做到这一点,要求 ETFs 的目标指数必须结构清晰,指数编制方法必须非常透明,使市场参与者可以随时预测其调整时间及调整方法。

(4) 完全独立。ETFs 要被投资者的接受,必须保证其目标指数的独立性,不受任何市场参与者利益或特殊使用者的影响。

(5) 遵守法规规定。为了使 ETFs 保持极小的拟和误差,就要求 ETFs 最好能够完全复制其目标指数,由于 ETFs 的投资受到相关法规的限制,因此最好选择指数构成符合这些法规规定的指数,以便于 ETFs 提高拟和度。

## 2、保证市场充足的流动性

首先,从前面 ETFs 特殊的交易模式的分析中已经看到,ETFs 成功的一个关键是其两个市场之间套利机制的有效调节作用。通过对 ETFs 两个市场间套利原理的分析可以看出,要保证这种套利机制的有效运作,除了要求高效率的结算交收,还必须保证 ETFs 和 ETFs 投资组合成份股的高流动性,使投资者可以低成本地套利,缩小非套利区间。

其次,流动性是证券市场生命力之所在,ETFs 的流动性也是其成功的基础。正是由于 ETFs 具有良好的流动性,为投资者提供了更多的交易选择和更便利的交易方式,各类投资者才将其应用于多种投资中。离开了流动性,ETFs 也就失去了对投资者的吸引力。

## 3、集中交易

总结美国 ETFs 成功的经验和日本失败的教训可以看出,ETFs 是由一种新的资产类型,其市场应集中于一个交易所,这样做最大的优点是可以限制市场的分割,从而增加市场流动性。而流动性是 ETFs 具有强大生命力的根源,在人们分割市场的同时,也就开始丧失了市场的流动性。因此,在 ETFs 建立之初,为了增强 ETFs 的生命力,应尽量将其交易集中化,从而提高其流动性。

## 4、合理的产品设计

另外,在设计 ETFs 时,必须实实在在地为投资者提供方便,简化交易过程,降低他们的投资成本。例如,SPDR 之所以取得成功,

是与其产品设计中为投资者提供的便利分不开的。与超级信托相比,SPDR 大大简化了投资者的交易过程,使其二级市场的交易与普通股票一样简单,而且不仅仅为 NSCC 会员提供了在一级市场申购和赎回的服务,同时还为非 NSCC 会员的 DTC 参与者提供了申购和赎回的渠道。因此,ETFs 产品合理的设计也是它取得成功的重要保障。

### 5、良好的推出时机

前面已经分析过,对于 ETFs 来说,跟踪好的指数是其成功的关键。而对于拟和同一目标指数的几个 ETFs,当新的 ETF 出现时,投资者通常都不倾向于投资于新的 ETF,而更愿意投资于运作时间较长的 ETF,除非有证据证明新的 ETFs 的运作结果明显优于前者。因此,在选定目标指数后,应争取尽早推出 ETFs。

另外,指数基金在设立时必须与其目标指数的所有者签署指数使用协议,以确保其合法性并保证指数公司能够提供一系列的指数服务。而目前很多 ETFs 在设计时,都与其目标指数的所有者签署了排他性的使用协议,使其他人无法再设立拟和该指数的 ETFs。在这样的情况下,如果不抢占先机就可能无法推出拟和理想的目标指数的 ETFs。

## 五、结束语

了解和研究海外 ETFs 的发展和实践,其根本目的是总结其成功经验,为研究我国 ETFs 发展的可行性、发展模式和实施方案提供一定的理论根据。通过本报告前面部分对 ETFs 产生发展及运作和特点的分析研究,可以发现:

1. 从 ETFs 在海外的的发展过程和现状看,它已成为全球基金业

发展中越来越重要的组成部分,也将是基金业未来一个重要的发展方向。ETFs 尽管产生的历史不长,只有不到 9 年的时间,但是它在美国惊人的发展速度及其近两年来在全球的迅速发展和扩张,使其已成为基金业中一种不可忽视的创新产品。ETFs 在全球的成功发展必将影响我国基金市场,因此 ETFs 的出现和兴起将是我国基金市场发展的必然。

2. 由于 ETFs 与其他基金类型相比具有独特的优势,因此发展 ETFs 是市场的必然选择。ETFs 结合了封闭式与开放式基金的优势,为投资者提供了最大的交易便利、更为灵活的交易方式和更低的交易成本,使各类投资者可以将其应用于多种投资。而且,ETFs 具有高透明性,便于市场监管,同时有利于引导市场的理性投资和提高市场流动性。正是由于 ETFs 很容易被市场各方面的参与者所接受,因此必将得到持续的发展。

本报告的主要工作是对海外 ETFs 的发展和实践进行研究和总结,下一步需要做的主要工作是研究我国发展 ETFs 的可行性。在进行可行性分析时需研究我国是否具备发展 ETFs 的市场基础和条件。从海外 ETFs 的运作过程分析中可以看出,ETFs 的成功发展需要一定的市场条件。如好的指数,充足的市场流动性,成熟理性的投资者,高效率的结算交收,完善的融资融券制度以及完整的基金法律框架等。这些条件中有些是必需的,没有这些条件,ETFs 就不可能发展;而有些则是不一定,这些条件的具备会有利于 ETFs 的发展,如果不具备这些条件,尽管会引发一些问题,但仍可以通过创造其他条件来解决。下一步的研究必须分析其中哪些条件是必需的,哪些是非必需的,可以采取其他办法解决的,应如何解决等问题。

在我国 ETFs 发展可行性问题已解决,确认我国发展 ETFs 的

时机已基本成熟后,应进一步研究我国 ETFs 的发展模式,进行我国 ETFs 的方案设计等。即研究我国 ETFs 发展时应如何发展?是否应像其他交易所一样与美国证券交易所进行合作?采取什么样的合作方式?如何与美国两个最大的 ETFs 管理公司合作?ETFs 的交易采用集中挂牌还是在两个交易所同时挂牌?亦或分别挂牌?.....

## 参考文献

1. 王秀玲,“ETF(Exchange Traded Fund)在亚洲发展现状”,《证券期货管理》,第 19 卷,第 11 期
2. 美国证券交易所网站 :<http://www.amex.com>
3. 香港联合交易所网站 :<http://www.sehk.com.hk>
4. 新加坡证券交易所网站 :<http://www.singaporeexchange.com>
5. 东京证券交易所网站 :<http://www.tse.or.jp>
6. 大阪证券交易所网站 :<http://www.ose.or.jp>
7. 盈富基金发售说明书,2001.8.8
8. 盈富基金发售说明书补充资料,2001.8.8
9. 王霞,“我国可以推出 ETFs”,《证券时报》,2001.10.13
10. 陈志民,冉华,“ETFs 的运作模式及借鉴”,《证券市场导报》,2001.07,总第 108 期
11. Albert S. Neubert, “Indexing and Its Relationship with ETFs”, in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
12. Ben Warwick, “Using ETFs in Portfolio Management—Long and Short-term Investments”, in the conference of exchange traded funds Aisa 2001

13. Ben Warwick , "Common Investment Dilemmas and their Solutions : An Introduction to Exchange Trade Funds " , in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
14. Bogle , "Institutional Investment Performance Compared " , Financial Analysts Journal , January – February ,1980
15. David A. Collins , "ETF Snapshot : Japan " , in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
16. Eills , "Loser Game " , Fiancial Analysts Journal , July/August 1975
17. Euronext website : <http://www.euronext.com/en/>
18. "Fundamentals for Exchange – Traded Funds. " , Salomon Smith Barney Closed – End Funds Research Group , 2000. 10. 18
19. Gabriel Yap , "Using Exchange Traded Funds As an Investmet Tool " , in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
20. Hon Cheung , "Tracking ETFs : Where From & Where To " , in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
21. ICI website : <http://www.ici.org>
22. Indexfunds website : <http://www.indexfunds.com>
23. Jay Baker , "Specialists and Market – maker in ETFs " , in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
24. Jim Novakoff , "Introduction to ETFs " , in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
25. Jim Wiandt , Kathleen H. Moriarty , Albert S. Neubert , Lawrence G. Larkin , "ETFs War Stories " , in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
26. John Spence , "Salomon Releases ETF Premium/Discount

- Study ”, ICI website
27. John Spence , ”ETF Based on Dow Begins Trading on European Exchange ”, 2001.5.17 , Indexfunds website
  28. John Spence , ”Swiss Exchange to Launch New ETFs ” 2000.9.19 , Indexfunds website
  29. Kathleen H. Moriarty , ”Verview of Legal and Structural Issues Pertaining to Issuing and Trading Exchange Traded Funds( ” ETFs ”) Worldwide ”, in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
  30. Lawrence G. Larkin , ”Analysing the Impact and Role of Exchanges in the ETF Process ”, in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
  31. Lee Yuit Chieng , ”Managing Portfolio Risks with ETFs ”, in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
  32. Malkiel , ”Why the Case for Indexing Remains Strong ”, in Indexing for Maximum Investment Results , edited by Albert S. Neubert , 1998
  33. Masanori Hariu , ”Case Study , How ETFs are Faring on the Tokyo Stock Exchange—the Revolution , Rules and Statistics ”, in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
  34. Morningstar website : <http://www.morningstar.com>
  35. ”New Vehicle Shows the Way ”, Asset Management , 2001.5
  36. Nils Hakansson , ”The Purchasing Power Fund : A New Kind of Financial Intermediary ”, Financial Analysts Journal , 11/12 1976
  37. Prospectus : Standard & Poor ’s Depository Receipts , 2001.1.

24

38. Prospectus : Selected Sector SPDRs , 2001. 1. 26
39. Prospectus : Diamonds Trust , series 1 , 2001. 2. 23
40. Prospectus : NASAQ – 100 Trust , series1 , 2001. 1. 30
41. Robert J. Haber , "Recent Development in Asian ETF Market " ,  
in the conference of exchange traded funds Aisa 2001
42. Thomas Kloet , "Keynote Address : Evolutions and Changes to  
the Global Securities Market " , in the conference of exchange  
traded funds Aisa 2001
43. William Bernstein , [http //www.EfficientFrontier.com](http://www.EfficientFrontier.com)

作者王霞,上海交通大学工学博士,英国公证特许会计师(ACCA)。曾就职于国泰基金管理公司,现为深圳证券交易所博士后工作站博士后。在站期间完成《海外证券市场大宗交易制度研究》、《证券投资基金评价研究》等研究报告,就我国证券市场制度建设和产品创新等方面问题,在《中国证券报》等报刊以专版形式发表多篇论文。

联系电话 0755-3256327 E-mail :xwang@sse.org.cn

杨峰,山东大学理学博士(金融数学方向),先后在《Pacific Economic Review》、《金融研究》、《经济科学》等刊物发表论文 20 余篇。2000 年入深圳证券交易所博士后工作站从事博士后研究,研究方向:金融衍生产品的风险控制。期间先后完成了《海外创业板市场退市制度比较研究》、《我国股票市场中看跌担保对投资者行为和收益的影响》、《海外股指期货市场比较研究》等研究报告和课题研究。

联系电话 0775-3254242 E-mail :yangf@sse.org.cn