

2019年01月10日

ETF 强者之道：先发优势、全资产谱系、低费率与费率增强策略

——美国资产管理行业系列报告之三

看好

相关研究

"指数基金巨头之路：极致费率控制、精细客户分层、丰富产品线-美国资产管理行业系列报告之二" 2019年1月9日

"溯源美国基金业：养老体系完善、市场机构化、股指长牛、被动投资兴盛的四方循环-美国资产管理行业系列报告之一" 2019年1月8日

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com

王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com

研究支持

华天行 A0230117120002
huatx@swsresearch.com

葛玉翔 A0230118070005
geyx@swsresearch.com

许旖珊 A0230118070006
xuys@swsresearch.com

联系人

许旖珊
(8621)23297818×7702
xuys@swsresearch.com

引言：近年我国ETF发行明显加快，但总规模较小，产品丰富度较低；美国拥有全球最发达的ETF市场，行业CR3高达80%，且不乏小而精的ETF发行人凭借主动策略抢占一席之地，本文通过分析美国ETF强者的ETF产品谱系、市场布局、费率情况，旨在对有志于抢滩中国ETF蓝海市场的基金公司提出建议。

- **美国ETF基金近20年CAGR超40%，CR3长期维持在80%以上。**自93年首支ETF上市以来，美国ETF发展迅猛，96-17年AUM CAGR 41%，17年末达3.4万亿美元，占美国开放式基金比重超指数基金达15.4%。从跟踪指数看，2017年股票型占比81%（宽基47%+行业11%+海外23%），债券型占比16%。美国ETF行业呈垄断格局，近10年CR3均超过80%，前3名依次为贝莱德iShares、先锋Vanguard、道富SPDR，市场份额分别为39%、26%、18%。规模增长由份额与净值双轮驱动，2017年贝莱德、先锋在美上市ETF规模同比增长36%、37%，其中份额净流入贡献为20%、21%。
- **ETF基金的发展具备先发优势。**贝莱德09年收购巴克莱全球资本(BGI)后将其ETF产品发展成iShares品牌，奠定了今日ETF王者之位，美国、海外双管旗下，率先布局全球主要资本市场，截止19年1月8日，贝莱德ETF总规模1.88万亿美元，为先锋的2倍，为道富的3倍。目前，贝莱德有850支ETF遍布全球13个国家和地区，美国以外地区上市的ETF规模4900亿美元，占比为26%；先锋与道富美国上市ETF规模占比均为93%。其中道富是首支ETF（跟踪标准普尔500指数）发行人，该产品也是当前全球规模最大的ETF，规模约2500亿美元。
- **贝莱德iShares品牌ETF打造全产品谱系，在美上市344支产品覆盖全资产谱系，市占率稳居第一。**股票型、债券型ETF双管齐下：1) 精选25支iShares核心系列产品涵盖全部资产类别，AUM约4600亿美元，占比34%，产品类别涵盖股票、债券、商品、多元等，实现全市场配置，25支核心产品加权平均费率低于0.67‰，便利入门级投资者认购；2) 债券型ETF一骑绝尘，充分利用固定收益产品的传统优势，当前贝莱德美国上市的债券型ETF约3000亿美元，市场份额46%，资产加权费率1.6‰，仅约市场平均费率的1/3；3) 布局智能投顾，发展Smart Beta策略ETF，较完全复制型ETF产品费率明显更高，公司当前在美国上市的Smart Beta产品共36支，规模945亿美元，平均管理费率为2.9‰，高于美国全行业权益型ETF基金2.1‰的费率，显著高于自身核心产品费率。
- **先锋凭借低费率核心优势，后发亦可制人，在美国市场份额增长最快。**2017年，美国股票型、债券型ETF平均费率为2.1‰、1.8‰，费率显著低于主动股票型基金7.8‰、债券型基金5.5‰的费率。先锋当前ETF平均费率仅1.1‰，全市场最低。先锋主要专注完全复制型ETF，2001年推出首支ETF产品，此后发行产品均配对于原明星指数产品，低费率为其核心竞争力，17年末规模0.86万亿美元，近10年CAGR高达35%，在美国ETF市场中份额快速提升，07-17年从7%提升至26%。
- **巨头之外，凭借优先进行产品创新而占据不败之地，精品细分龙头规模小，费率具备高溢价。**与龙头ETF发行人主要依靠规模效应不同，美国ETF基金机构中，也有先发在细分领域的产品创新从而获得竞争优势者，如Wisdom Tree和ProShares。Wisdom Tree是最大的主动管理ETF提供商之一，业内率先提出基本面加权策略ETF并致力打造“现代Alpha”系列产品，通过创设自身系列指数进而追踪，63%为海外股票型ETF，目前AUM约560亿美元，平均费率为4.7‰。ProShares是全球最大的杠杆ETF提供商，主要面向专业交易者和大型机构，在金融危机之前规模持续增长，金融危机之后增速放缓但仍然是杠杆ETF领域的第一人，当前AUM约290亿美元，平均费率约1.4%。
- **从美国ETF强者的生存之道中，我们对国内基金公司提升如下建议：**1) ETF基金具有显著的先发优势，提前布局十分重要；2) 布局全资产谱系的ETF产品，可为投资者提供便捷的参与各类资产配置的低成本渠道；3) 把降低费率放在重要战略位置，ETF基金由传统指数基金发展而来，低成本是重要竞争优势，可助力抢占市场份额；4) 部分公司在细分领域的产品创新从而获得竞争优势者，如发展Smart Beta ETF作为费率增强策略。
- **风险提示：**产品创新不及预期；市场大幅下行



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

本文通过分析美国 ETF 强者的 ETF 产品谱系、市场布局、费率情况，旨在对有志于抢滩中国 ETF 蓝海市场的基金公司提出建议：

1) ETF 基金先发优势显著，提前布局丰富而全面的产品谱系：参考美国经验，ETF 为普通投资者提供了参与全球股票、国债、商品投资的便捷而低成本渠道；2) 把降低费率放在重要的战略位置：目前我国 ETF 发行人之间费率差距不明显，更低的费率可以争取更多的市场份额；3) 部分公司在细分领域的产品创新从而获得竞争优势者，如发展 Smart Beta ETF 作为费率增强策略。

原因及逻辑

ETF 基金的发展具备先发优势。贝莱德 09 年收购 BGI 后发展 iShares 品牌，奠定了今日 ETF 王者之位，美国、海外双管旗下，目前 850 支 ETF 产品布局全球主要资本市场，当前 ETF 总规模 1.88 万亿美元，为先锋的 2 倍，为道富的 3 倍。

贝莱德提供了涵盖所有资产类别的 ETF 产品。其中 iShares 核心系列产品资产加权平均费率仅不足 0.7%，为投资者提供了极大的选购便利；此外公司积极布局 Smart Beta 产品，该类产品费率为公司核心系列产品的 4 倍，也比行业平均水平更高。

先锋凭借低费率核心优势，后发亦可制人，在美国市场份额增长最快。01 年推出首支 ETF 产品，低费率为其核心竞争力，17 年末 ETF 规模 0.86 万亿美元，近 10 年 CAGR 高达 35%，在美国 ETF 市场中份额快速提升，07-17 年从 7% 提升至 26%。

在细分领域产品创新从而获得竞争优势者规模小但费率具备高溢价。Wisdom Tree 是业内率先提出基本面加权的 ETF 发行人，当前是美国最大的主动管理 ETF 提供商之一，产品费率维持在 4.7%，显著高于行业平均。

有别于大众的认识

对有志于抢滩中国 ETF 蓝海市场的基金公司而言，提前布局和投入十分重要。长期随无风险收益率下行，传统货基的吸引力将下降，而股票和债券型公募基金繁荣不会缺席，低成本、便捷、分散化投资的 ETF 基金将是一篇蓝海。

目录

1.21 世纪以来，美国 ETF 基金呈指数型增长.....	8
1.1 ETF 基金分类及评价维度.....	8
1.2 ETF 基金 vs 开放式指数基金	9
2. ETF 基金：先发优势显著.....	11
3. 贝莱德：全球最大 ETF 提供商	13
3.1 低费率 iShares Core 系列产品 25 支	13
3.2 发挥传统固收产品优势，债券型 ETF 绝对领先.....	15
3.3 积极发展 Smart Beta，费率得以增强	16
3.4 经营情况：商业模式以客户为中心，盈利增长稳健.....	19
3.5 并购中成长的巨头.....	25
3.5.1 2006 年收购 MLIM，加强权益条线产品力量.....	26
3.5.2 2009 年收购 BGI，ETF 跃居第一且增长强劲.....	27
4. 细分领域亦可创新制胜，主动型 ETF 费率更高	30
4.1 Wisdom Tree：创设系列指数，专注主动管理.....	30
4.2 ProShares：聚焦杠杆 ETF，特色制胜的细分龙头.....	32
5. 中国 ETF 征途辽阔.....	36
5.1 中国 ETF 市场尚处发展初期.....	36
5.2 建议尽早布局 ETF 蓝海市场.....	39
附录.....	40
附录 I：贝莱德历史沿革与财务表现	40
附录 II：美国 ETF 基金发展历程.....	44

图表目录

图 1: 1996 至今美国 ETF 规模及构成 (十亿美元)	8
图 2: 1996 至今各类 ETF 基金净发行 (十亿美元)	8
图 3: 美国 ETF 产品谱系 (按资产类别划分)	9
图 4: ETF 基金相对开放式指数基金的优势	10
图 5: ETF 基金的成本构成.....	10
图 6: ETF 基金购买与赎回流程.....	10
图 7: ETF 基金与开放式指数基金费率对比 (%)	10
图 8: 2017 各类 ETF 基金资产加权费率低于简单加权费率 (%)	10
图 9: 2007-今美国 Top3 ETF 基金发行人市场份额 (%)	11
图 10: 2007-今主要 ETF 发行人 ETF 管理 AUM (十亿美元)	11
图 11: iShares 标准普尔 500ETF 历史 AUM 及每股净值	15
图 12: IEFA 历史 AUM 及每股净值.....	15
图 13: 贝莱德主动管理型产品费率下降且始终低于行业.....	18
图 14: 贝莱德主动管理型产品 AUM 及增速 (十亿美元)	18
图 15: 2009-2017 职工薪酬占比呈现下降趋势.....	19
图 16: 9M18 贝莱德收入构成 (百万美元)	19
图 17: 2012-9M18 贝莱德科技和风险管理收入及增速 (百万美元)	19
图 18: 贝莱德部门架构	20
图 19: 贝莱德公司愿景	20
图 20: 贝莱德投资管理的三大途径	20
图 21: 9M18 贝莱德客户 AUM 及管理费构成	21
图 22: 贝莱德营收及管理费收入占比 (百万美元)	22
图 23: 贝莱德管理费收入及业绩提成占比 (百万美元)	22
图 24: 2015-9M18 贝莱德基础管理费收入及构成 (百万美元)	22
图 25: 2015-9M18 贝莱德表现费收入及构成 (百万美元)	22
图 26: 贝莱德单位 AUM 税前利润中枢约 0.94‰.....	22
图 27: 贝莱德单位 AUM 收入与支出剪刀差稳定	22
图 28: 2009-2017 贝莱德 AUM 地区分布 (十亿美元)	23

图 29: 2006-2017 贝莱德收入地区分布 (百万美元)	23
图 30: 贝莱德内部人及创始人持股比例	24
图 31: 贝莱德历史 AUM 及同比 (十亿美元)	25
图 32: 2005 年公司 AUM 以固定收益产品为主 (十亿美元)	27
图 33: 2006 年收购 MLIM 后权益型产品大幅拓展 (十亿美元)	27
图 34: 2001-2006 公司 AUM 及构成变化 (十亿美元)	27
图 35: 贝莱德 ETF 基金规模及占总 AUM 的比重 (十亿美元)	29
图 36: 2006-2017 贝莱德 AUM 构成 (十亿美元)	29
图 37: 贝莱德 2017 年 AUM 增长主要由被动型产品带动 (十亿美元)	29
图 38: 贝莱德主动管理权益型产品规模 2017 年止跌回升 (十亿美元)	29
图 39: Wisdom Tree 现代 Alpha 策略	31
图 40: Wisdom Tree 历史 ETF 规模变化 (百万美元)	31
图 41: 2017 美国上市交易 AUM 构成 (按销售渠道划分)	32
图 42: 2017 美国上市交易 AUM 构成 (按资产类别划分)	32
图 43: Proshares 历史 AUM (百万美元)	34
图 44: TQQQ 历史 AUM 及单位净值.....	34
图 45: SH 历史 AUM 及单位净值	34
图 46: TBT 历史 AUM 及单位净值.....	34
图 47: 按跟踪指数分类与多空分类的净资产规模 (百万美元)	35
图 48: 正向做多杠杆 ETF 规模约为反向做空 AUM 的 1.5 倍.....	35
图 49: 国内第一支 ETF 基金-华夏上证 50ETF 净值与上证 50 指数表现.....	37
图 50: 中国 ETF 基金规模及数量 (亿元)	37
图 51: 贝莱德受咨询 AUM 规模 (十亿美元)	42
图 52: 金融危机时期公司 ROE 仍有 5%以上.....	42
图 53: 上市至今贝莱德股价表现 (美元/股)	42
图 54: 上市至今贝莱德总市值 (十亿美元)	42
图 55: 贝莱德股利支付率稳定, DPS 逐年增长 (美元/股)	43
表 1: 同类 ETF 产品的主要评价维度.....	9
表 2: 三大 ETF 巨头全球 ETF 产品数量及规模分布情况 (截至 2019/1/8 统计) 12	

表 3: 三大 ETF 巨头美国地区 ETF 平均费率情况 (截止 2019/1/8)	12
表 4: 全球前 3 大 ETF 发行人同类型产品规模、费率对比 (截至 2018 年 11 月)	13
表 5: 25 支 iShares 核心系列 ETF 业绩及规模(十亿美元, 截至 2018/11/23 统计)	14
表 6: 贝莱德规模最大的 10 款 ETF 产品(十亿美元, 截至 2018/11/23 统计)	14
表 7: 道富标普 500ETF 与 iShare 核心标普 500ETF 费率及回报率对比 (2017 年)	15
表 8: 贝莱德典型债券型 ETF 产品 (十亿美元, 规模截至 2018/12/16 统计)	16
表 9: 贝莱德各类策略 Smart Beta ETF 产品费率情况.....	17
表 10: 贝莱德 Smart Beta 产品列表 (单位: 十亿美元)	17
表 11: 贝莱德 2015-2018 布局智能投顾与量化投资.....	18
表 12: 贝莱德前 20 大机构股东持股比例 (截止 2018 年 10 月)	24
表 13: 1982-2017 美联储加/降息次数及年底目标基准利率 (%)	26
表 14: 贝莱德 2005-2010 年 AUM 构成变化 (十亿美元)	28
表 15: 2009-今贝莱德各类产品 AUM 及复合增速 (十亿美元)	29
表 16: Wisdom Tree 在美国、欧洲、加拿大上市 ETF 数量及规模 (截至 2018/11/23)	30
表 17: 日本对冲股票 ETF、欧洲对冲股票 ETF 的历史回报率 (截至 2018/12/13)	30
表 18: 日本对冲股票 ETF 持仓标的、行业、国家分布 (截至 2018/12/13)	31
表 19: 欧洲对冲股票 ETF 持仓标的、行业、国家分布 (截至 2018/12/13)	31
表 20: Wisdom Tree 3Q18 ETF 规模及费率情况(十亿美元).....	32
表 21: ProShares ETF 基金数量及费率.....	33
表 22: ProShares 杠杆 ETF 基金分布.....	33
表 23: 杠杆 ETF 的设计具有配对特征.....	34
表 24: ProShares 宽基股票型 ETF 产品矩阵	34
表 25: 截至 2018 年 5 月末年化回报率.....	35
表 26: 2018 年 5 月末公司风险敞口构成及重仓股	35
表 27: 2018 年 5 月末, TQQQ 签订互换协议情况.....	36
表 28: 3Q18 我国 ETF 基金规模数量及构成统计 (单位: 亿元)	37

表 29: 中国股票型 ETF 规模前 10 大产品及 CR3/5/10 (单位: 亿元)	38
表 30: 中国非股票型 ETF 规模前 10 大产品及 CR3、CR5、CR10 (单位: 亿元)	38
表 31: 3Q18 中国主要股票型 ETF 指数基金 CR3/CR10 及费率情况 (单位: 亿元)	39
表 32: 贝莱德历史大事记	41
表 33: 贝莱德参与被投资公司表决次数	43
表 34: 美国 ETF 基金发展历程	44

1.21 世纪以来，美国 ETF 基金呈指数型增长

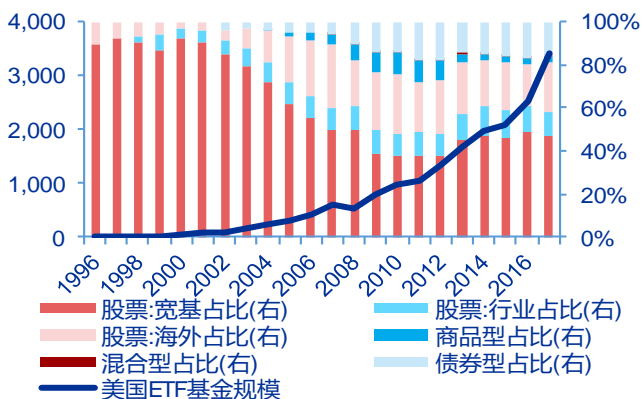
1996-2017, 美国 ETF 基金 CAGR 41.2%, 占美国开放式基金的比重提升至 15.4%。

近 20 年来，美国 ETF 基金规模呈指数型增长，2017 年末，美国 ETF 基金规模 3.40 万亿美元，占开放式基金比重为 15.4%，而在 1996 年，规模仅 24 亿美元，占比不足 0.1%。

美国 ETF 基金以股票型为主导且呈现国际化配置趋势。2017 年末，3.4 万亿美元的 ETF 基金构成如下：股票型 ETF 2.77 万亿美元（占比 81.5%）> 债券型 ETF 5533 亿美元（占比 16.3%）> 商品型 ETF 689 亿美元（占比 2.0%）> 混合型 78 亿美元 ETF（占比 0.2%）。

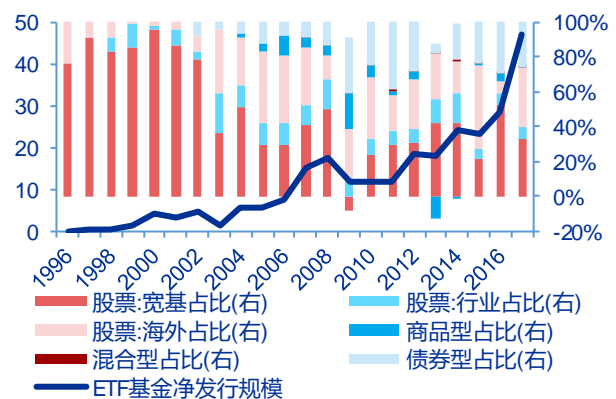
近十年新发行海外股票型 ETF 与债券型 ETF 规模明显增多。2017 年，美国净发行 ETF 基金 471 亿美元，同比增长 65.8%；其中，海外股票型 ETF 净发行 160 亿美元，占比 33.9%；国内宽基股票型 ETF 净发行 156 亿美元，占比 33.2%；债券型 ETF 净发行 121 亿美元，占比 25.7%。

图 1：1996 至今美国 ETF 规模及构成（十亿美元）



资料来源：ICI，申万宏源研究

图 2：1996 至今各类 ETF 基金净发行（十亿美元）



资料来源：ICI，申万宏源研究

1.1 ETF 基金分类及评价维度

交易型开放式指数基金 (Exchange Traded Funds) 是一种在交易所上市交易的、基金份额可变的、采取完全复制或抽样复制进行被动投资的开放式指数基金。ETF 基金结合了个股交易的灵活性，以及开放式指数基金的多样化和低成本优势。按照资产类型不同，可划分为股票、债券、另类、商品、货币、外汇等；按照指数复制方式的不同，ETF 基金可划分为完全复制型 (Full replication) 与优化复制型 (Optimized)，优化复制型兼具主动管理的特性，采取部分复制指数或基于现有指数创造新指数进而跟踪的策略。

ETF 基金重要的评价维度主要包括流动性、跟踪误差、管理费率。可在场内交易是 ETF 区别于普通指数基金的重要特征，流动性决定了投资者能否以理想价格在二级市场交易，避免额外成本；跟踪误差是所有指数型基金都需要考率的重要因素，一般而言，更小意味

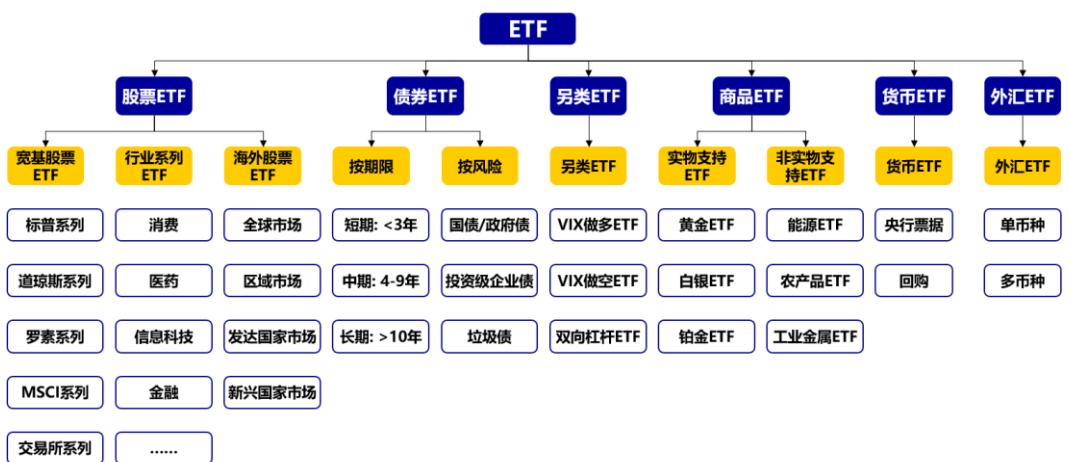
着越贴近理想投资回报；随着市场有效性提升、基金公司竞争加剧，管理费率越来越成为投资者选择 ETF 的考虑因素。

表 1: 同类 ETF 产品的主要评价维度

评价维度	指标说明
管理费率	决定了投资者获得的收益率和跟踪指数的回报率差异；低费率本身就是传统 ETF 产品区别于主动型基金产品的重要优势
跟踪误差	投资者通过购买 ETF 产品投资对应标的指数以获得期望投资回报，跟踪误差衡量 ETF 对标的指数收益的跟踪紧密度
流动性	流动性与跟踪标的有较大关联性，小盘股指数 ETF、部分行业 ETF 流动性通常较宽基指数差

资料来源: Morningstar, ETF.com, ETF.Trend, 申万宏源研究

图 3: 美国 ETF 产品谱系 (按资产类别划分)



资料来源: 申万宏源研究

1.2 ETF 基金 vs 开放式指数基金

ETF 基金相较于开放式指数基金的优势在于流通性更强、信息披露更透明。相较于同样可以在二级市场交易的封闭式基金，ETF 又兼具了特许经营商可以基于市场需求灵活增减流通份额 (Creation or Redemption) 的优势。ETF 基金成本主要由管理费、经纪佣金、间接成本三大部分组成，优化复制型 ETF 的费率高于完全复制型 ETF。

近 10 年 ETF 基金费率呈现下降趋势，但仍比开放式指数基金高。2009-今，ETF 基金费率呈现下降趋势，2017 年，权益型 ETF 基金资产加权平均费率为 0.21%，较 09 年下降 0.13pct；债券型 ETF 基金资产加权平均费率为 0.18%，较 09 年下降 0.07pct。整体而言，ETF 基金相比开放式指数基金费率仍较高，2017 年，开放式权益指数基金费率为 0.09%，比权益型 ETF 基金低 0.12pct，开放式债券指数基金费率为 0.07%，比债券型 ETF 基金低 0.11pct。

主动管理型 ETF 基金尚未形成规模效应，而具有明显的费率溢价。2017 年，美国所有主动权益型 ETF 产品资产加权费率为 0.86%，是被动权益型 ETF 产品资产加权费率的 4 倍。

图 4: ETF 基金相对开放式指数基金的优势

ETF基金	开放式指数基金
交易流通性	
在二级市场交易	不在二级市场交易
信息披露	
信息披露逐日更新	信息披露逐季更新
交易便利性	
直接透过券商交易	场外进行申购赎回
税收节约	
一揽子股票交换ETF份额	现金交换基金份额
策略灵活性	
Smart Beta等策略灵活	一般采用传统的市值加权

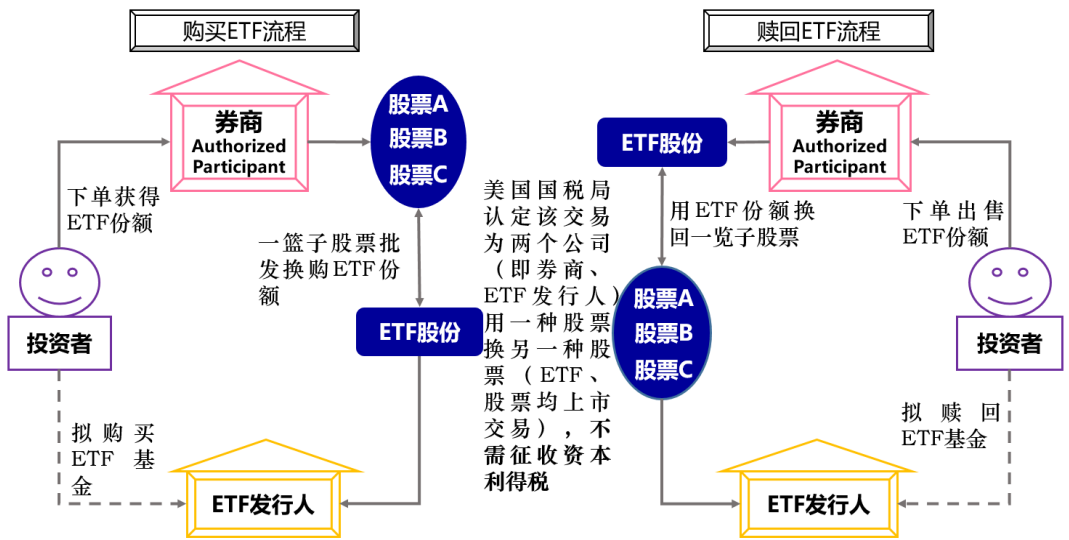
资料来源: 申万宏源研究

图 5: ETF 基金的成本构成

- 管理费 (advisory & administrative fees)**
由ETF发起人收取并在产品说明书中规定, 此外标准普尔、富时罗素、明晟等指数公司将基于其制定的指数向ETF发行人收取授权费, 该部分费用最终同样转嫁给投资者
- 经纪佣金 (brokerage commissions)**
投资者交易ETF时须支付于经纪商, 此外经纪商可能收取金融服务咨询费 (wrap fees)
- 间接成本**
 - 买卖价差 (bid/ask spread)**, 即买者愿意接受的最高买价与卖者愿意出售的最低要价之间的轧差;
 - 折溢价 (premium/discount volatility)**, 即ETF份额的市场价格与指数底层资产的市场价格之间的轧差波动

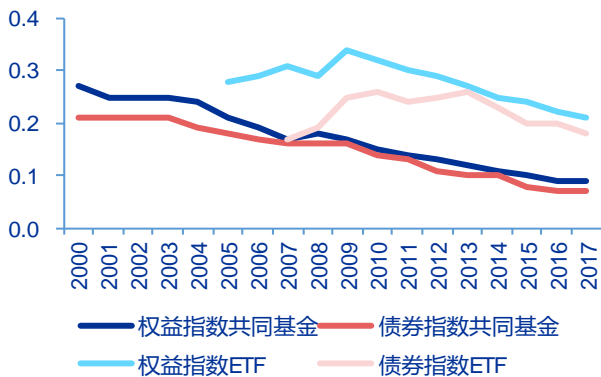
资料来源: 申万宏源研究

图 6: ETF 基金购买与赎回流程



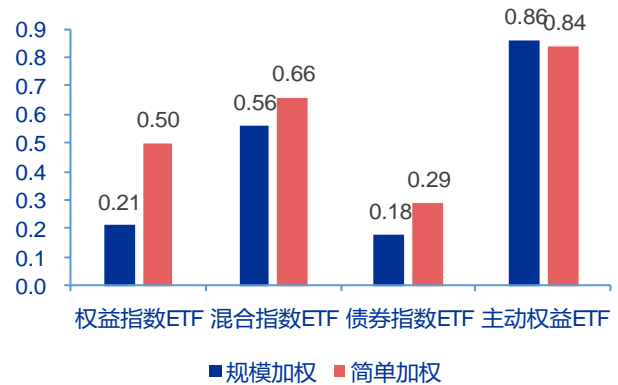
资料来源: 申万宏源研究

图 7: ETF 基金与开放式指数基金费率对比 (%)



资料来源: ICI, 申万宏源研究

图 8: 2017 各类 ETF 基金资产加权费率低于简单加权费率 (%)



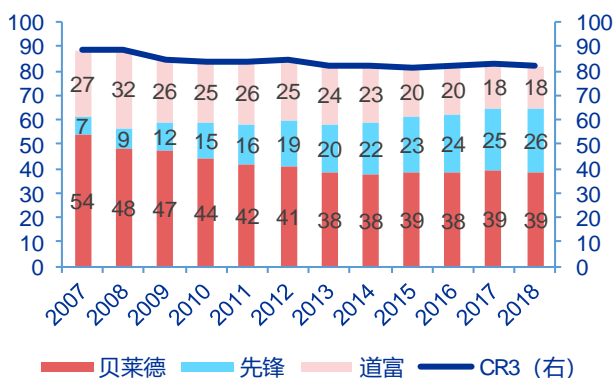
资料来源: ICI, 申万宏源研究

2. ETF 基金：先发优势显著

美国 ETF 基金市场集中度极高，2007-今 CR3 均保持在 80%以上。全球前三大 ETF 发行人分别为贝莱德集团、先锋集团、道富集团，据我们统计，截至 2019 年 1 月 8 日，三大巨头在美国市场发行的 ETF 基金规模依次为 1.38 万亿美元、0.87 万亿美元、0.58 万亿美元，平均费率分别为 0.34%、0.11%、0.29%。

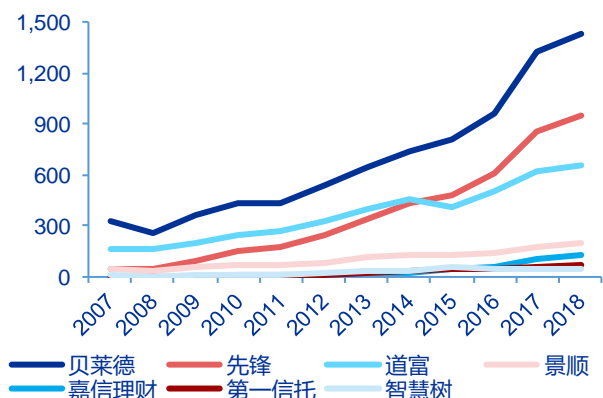
- ✧ **贝莱德 ETF AUM 最大，产品谱系最全，分布区域最广。**1996 年 BGI 旗下 iShares 推出首批 ETF 产品，2009 年，贝莱德以 135 亿美元对价收购 BGI，拓展了 ETF 产品线，目前其产品遍布全球资本市场，累计 850 支产品遍布全球 13 个多国家和地区，截至 2019 年 1 月 8 日，贝莱德的 iShares 品牌 ETF 总规模为 1.87 万亿美元，是先锋的 2 倍之多，是道富的 3 倍之多。
- ✧ **先锋集团 ETF 平均单支规模最大，平均费率最低，集中于美国市场。**先锋集团成立于 1975 年，是全球首只指数型基金发布者，公司被动投资历史悠久，产品运营模式完善；2001 年，发布首款 ETF 产品，是管理费率市场最低的 ETF 发行人。
- ✧ **先锋凭借低费率核心优势，后发亦可制人，在美国市场份额增长最快。**2017 年，美国股票型、债券型 ETF 平均费率为 2.1‰、1.8‰，费率显著低于主动股票型基金 7.8‰、债券型基金 5.5‰的费率。先锋当前 ETF 平均费率仅 1.1‰，全市场最低。先锋主要专注完全复制型 ETF，2001 年推出首支 ETF 产品，此后发行产品均配对于原明星指数产品，低费率为其核心竞争力，17 年末规模 0.86 万亿美元，近 10 年 CAGR 高达 35%，在美国 ETF 市场中份额快速提升，07-17 年从 7%提升至 26%。
- ✧ **道富是美国第一支 ETF 产品 SPY（跟踪高标准普尔 500 指数）的创始人，该产品是目前全球规模最大的 ETF。**1993 年 1 月 22 日，道富发布了美国首款 ETF 产品 SPY，凭借先发优势，截至 19 年 1 月 1 日，SPY 规模 2444.8 亿美元，为全球规模最大的 ETF 基金；近年来道富 ETF 基金市场份额有所下滑，当前约为 18%。

图 9：2007-今美国 Top3 ETF 基金发行人市场份额 (%)



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 10：2007-今主要 ETF 发行人 ETF 管理 AUM (十亿美元)



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

表 2: 三大 ETF 巨头全球 ETF 产品数量及规模分布情况 (截至 2019/1/8 统计)

贝莱德	数量分布	占比	AUM 分布(十亿美元)	占比	平均单支 AUM(百万美元)
美国	344	40.5%	1,376.5	73.6%	4,002
伦敦	208	24.5%	323.6	17.3%	1,556
瑞士	44	5.2%	63.4	3.4%	1,442
加拿大	115	13.5%	43.3	2.3%	376
德国	59	6.9%	35.8	1.9%	607
日本	16	1.9%	11.0	0.6%	690
澳大利亚	34	4.0%	7.7	0.4%	226
中国香港	10	1.2%	3.3	0.2%	328
墨西哥	10	1.2%	3.1	0.2%	308
巴西	5	0.6%	1.7	0.1%	343
哥伦比亚	1	0.1%	1.4	0.1%	1,351
新加坡	3	0.4%	0.2	0.0%	63
爱尔兰	1	0.1%	0.0	0.0%	13
合计	850	100.0%	1,871.0	100.0%	2,201
先锋	数量分布	占比	AUM 分布(十亿美元)	占比	平均单支 AUM(百万美元)
美国	80	46.0%	871.6	93.1%	10,894
伦敦	24	13.8%	44.7	4.8%	1,863
加拿大	37	21.3%	12.9	1.4%	348
澳大利亚	26	14.9%	6.8	0.7%	262
中国香港	6	3.4%	0.2	0.0%	29
德国	1	0.6%	0.004	0.0%	4
合计	174	100.0%	936.1	100.0%	5,380
道富	数量分布	占比	AUM 分布(十亿美元)	占比	平均单支 AUM(百万美元)
美国	140	55.3%	579.2	92.7%	4,137
伦敦	57	22.5%	26.2	4.2%	459
中国香港	3	1.2%	11.0	1.8%	3,670
德国	25	9.9%	4.1	0.7%	162
澳大利亚	15	5.9%	3.8	0.6%	256
新加坡	1	0.4%	0.5	0.1%	512
爱尔兰	12	4.7%	0.0	0.0%	0
合计	253	100.0%	624.8	100.0%	2,470

资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

表 3: 三大 ETF 巨头美国地区 ETF 平均费率情况 (截止 2019/1/8)

发行人	ETF AUM	美国上市 ETF 数	ETF 平均规模	费率范围	平均费率	产品类型
贝莱德 (iShares)	1,376.5	344	4.0	0.03%-0.92%	0.34%	债券/权益/商品/资产配置/另类
先锋 (Vanguard)	871.6	80	11.1	0.04%-0.32%	0.11%	权益/债券
道富 (SPDR)	579.2	140	4.3	0.03%-0.70%	0.29%	权益/商品/债券

资料来源: ETF.com, 申万宏源研究

注: 此处仅包含美国上市的 ETF 规模统计, 2017 年末贝莱德 ETF 管理规模已超过 1.85 万亿美元。

同样是追踪标普 500 指数, 道富集团的 SPY 具有先发优势, 而后发的贝莱德发行的 IVV 与先锋发行的 VOO, 凭借费率优势和提供更佳的客户体验同样实现快速增长。

表 4: 全球前 3 大 ETF 发行人同类型产品规模、费率对比 (截至 2018 年 11 月)

产品类型	发行人	代码	名称	费率	AUM	Spread
U.S. – Large Cap	贝莱德	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	0.04%	\$153.97B	0.01%
	先锋	VOO	Vanguard S&P 500 ETF	0.04%	\$98.42B	0.01%
	道富	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	0.09%	\$249.48B	0.00%
Ex-U.S.- Developed Markets	贝莱德	EFA	iShares MSCI EAFE ETF	0.31%	\$62.24B	0.02%
	贝莱德	IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF	0.14%	\$48.84B	0.02%
	先锋	VEA	Vanguard FTSE Developed Markets ETF	0.07%	\$65.03B	0.03%
Emerging Markets	道富	SPDW	SPDR Portfolio Developed World ex-US ETF	0.04%	\$3.11B	0.04%
	贝莱德	IEMG	iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	0.14%	\$48.84B	0.02%
	先锋	VWO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	0.14%	\$55.04B	0.03%
	道富	SPEM	SPDR Portfolio Emerging Markets ETF	0.11%	\$1.73B	0.07%

资料来源: ETF.com, 申万宏源研究

3. 贝莱德: 全球最大 ETF 提供商

贝莱德是全球规模最大的资产管理公司, 丰富的被动型投资产品为贝莱德拳头产品。

2017 年末, AUM 6.29 万亿美元, 超过世界第三大经济体日本 2017 年 GDP 总量 (4.87 万亿美元)。贝莱德凭借其拳头产品 ETF 基金的高速发展, 近 10 年 AUM CAGR 达 16.6%, 在规模超过 1 万亿美元以上的资产管理机构中增速最高。公司产品构成中, 权益型产品以被动管理为主, 债券型产品以主动管理为主。2017 年末 3.37 万亿美元的权益型产品中, 指数、ETF 产品分别为 1.73 万亿美元、1.33 万亿美元, 合计占比 90.8%; 1.86 万亿美元的债券型产品中, 主动管理类占比 43.9%。

iShares 系列 ETF 产品在美市占率接近 40%, 债券型 ETF 市占率占比 46%。相较于先锋集团在指数基金的优势, 贝莱德在 ETF 产品中龙头地位稳固。当前全球规模前 100 大股票型 ETF 基金中, 贝莱德共 42 支产品; 全球规模前 100 大指数基金中贝莱德 6 支产品在列。其成功经验对我国处于发展初期的 ETF 基金具备指导作用。

3.1 低费率 iShares Core 系列产品 25 支

对于入门投资者, 公司专门设立了核心系列产品共 25 支, 涵盖了多种资产类别, 方便普通投资者认购。截至 2018 年 11 月核心系列产品规模 4583 亿美元, 占全部 ETF 规模的比重为 33.8%, 资产加权平均费率仅 0.067%, 显著低于全部 ETF 资产加权平均费率 0.21%。

前十大 ETF 产品以权益型为主, 规模加权费率为 0.12%。目前, 贝莱德 ETF 产品中, 其前十大产品中有 8 支为权益型产品, 2 支为债券型产品, 前 10 大 ETF 产品规模占全部 ETF 规模比重 42%。规模最大的 ETF 为跟踪标准普尔 500 指数的 IVV (后面简称 iShares 标准普尔 500ETF), 截至 12/16 规模 1524 亿美元, 费率仅 0.04%, 规模最大的债券型 ETF 产品 AGG 费率仅 0.05%, 同时也是全球规模最大的债券型 ETF 基金。

表 5: 25 支 iShares 核心系列 ETF 业绩及规模(十亿美元, 截至 2018/11/23 统计)

代码	跟踪指数	AUM	类型	成立日	地区	YTD (%)	1Y (%)	3Y (%)	5Y (%)	10Y (%)	Incept (%)	费率
IVV	S&P 500 Index	152.4	权益	2000/5/15	北美	10.53	17.87	17.26	13.89	11.91	5.84	0.04%
AGG	U.S. Aggregate Bond Index	55.5	债券	2003/9/22	北美	-1.64	-1.29	1.25	2.12	3.66	3.70	0.05%
IEFA	MSCI EAFE Index	53.1	权益	2012/10/18	全球	-1.34	3.11	9.89	5.04	-	7.54	0.08%
IEMG	MSCI Emerging Markets Index	49.3	权益	2012/10/18	全球	-7.94	-0.86	11.89	3.55	-	3.04	0.14%
IJH	S&P Mid-Cap Index	43.8	权益	2000/5/22	北美	7.43	14.13	15.60	11.82	12.39	9.73	0.07%
IJR	S&P Small-Cap Index	39.1	权益	2000/5/22	北美	14.60	19.11	19.40	13.30	12.81	10.78	0.07%
ITOT	S&P Total U.S. Stock Market Index	15.4	权益	2004/1/20	北美	10.57	17.61	17.17	13.68	11.92	8.87	0.03%
IXUS	MSCI Total International Stock Index	12.2	权益	2012/10/18	全球	-3.04	2.06	10.40	4.53	-	6.08	0.10%
HDV	High Dividend Index	6.7	权益	2011/3/29	北美	3.37	9.19	13.06	10.24	-	11.83	0.08%
IUSG	S&P U.S. Growth Index	5.5	权益	2000/7/24	北美	16.59	24.54	19.39	15.62	13.76	4.47	0.04%
DGRO	Dividend Growth Index	5.0	权益	2014/6/10	北美	8.55	16.72	17.81	-	-	12.12	0.08%
IUSV	S&P U.S. Value Index	4.7	权益	2000/7/24	北美	3.69	10.15	14.17	10.84	9.76	7.32	0.04%
IEUR	MSCI Europe Index	2.9	权益	2014/6/10	欧洲	-2.18	0.22	8.30	-	-	1.74	0.10%
IUSB	Total USD Bond Market Index	2.6	债券	2014/6/10	北美	-1.48	-1.12	1.91	-	-	2.05	0.06%
ISTB	1-5 Year USD Bond Index	2.3	债券	2012/10/18	北美	0.07	-0.17	1.33	1.30	-	1.14	0.06%
AOR	Growth Allocation Index	1.2	多元配置	2008/11/4	全球	1.82	5.50	8.93	6.88	-	8.35	0.25%
IDEV	MSCI International Developed Markets Index	1.2	权益	2017/3/21	全球	-1.40	3.09	-	-	-	9.91	0.05%
AOM	Moderate Allocation Index	1.1	多元配置	2008/11/4	全球	0.83	3.38	6.53	5.01	-	6.33	0.25%
IAGG	International Aggregate Bond Index	1.0	债券	2015/11/10	全球	1.14	2.31	-	-	-	3.16	0.09%
AOA	Aggressive Allocation Index	0.9	多元配置	2008/11/4	全球	2.80	7.61	11.31	8.33	-	10.46	0.25%
IPAC	MSCI Pacific Index	0.8	权益	2014/6/10	亚太	-0.15	8.03	12.65	-	-	6.45	0.10%
USRT	U.S. REIT Index	0.8	房地产	2007/5/1	北美	2.31	3.84	7.84	8.81	7.04	4.22	0.08%
AOK	Conservative Allocation Index	0.5	多元配置	2008/11/4	全球	0.35	2.34	5.33	4.07	-	5.31	0.25%
ILTB	10+ Year USD Bond Index	0.2	债券	2009/12/8	北美	-5.38	-2.84	3.90	5.23	-	6.04	0.06%
IMTB	5-10 Year USD Bond Index	0.1	债券	2016/11/1	北美	-1.34	-1.19	-	-	-	0.18	0.06%

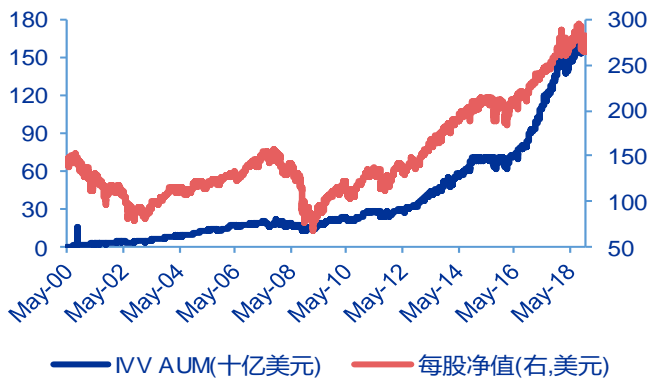
资料来源: BlackRock, 申万宏源研究

表 6: 贝莱德规模最大的 10 款 ETF 产品(十亿美元, 截至 2018/11/23 统计)

代码	跟踪指数	AUM	成立日	类型	YTD (%)	1Y (%)	3Y (%)	5Y (%)	10Y (%)	Incept (%)	费率
IVV	Core S&P 500 Index	152.4	2000/5/15	权益	10.53	17.87	17.26	13.89	11.91	5.84	0.04
EFA	MSCI EAFE Index	63.0	2001/8/14	权益	-1.42	2.69	9.17	4.33	5.30	5.41	0.31
AGG	Core U.S. Aggregate Bond Index	55.5	2003/9/22	固收	-1.64	-1.29	1.25	2.12	3.66	3.70	0.05
IEFA	Core MSCI EAFE Index	53.1	2012/10/18	权益	-1.34	3.11	9.89	5.04	-	7.54	0.08
IEMG	Core MSCI Emerging Markets Index	49.3	2012/10/18	权益	-7.94	-0.86	11.89	3.55	-	3.04	0.14
IJH	Core S&P Mid-Cap Index	43.8	2000/5/22	权益	7.43	14.13	15.60	11.82	12.39	9.73	0.07
IWM	Russell 2000 Index	41.5	2000/5/22	权益	11.51	15.22	17.16	11.11	11.15	8.59	0.19
IWF	Russell 1000 Growth Index	39.6	2000/5/22	权益	16.92	26.05	20.33	16.37	14.10	4.97	0.20
IJR	Core S&P Small-Cap Index	39.1	2000/5/22	权益	14.60	19.11	19.40	13.30	12.81	10.78	0.07
IWD	Russell 1000 Value Index	38.3	2000/5/22	权益	3.79	9.27	13.35	10.51	9.60	6.90	0.20
LQD	iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond Index	30.5	2002/7/22	固收	-3.23	-1.94	3.05	3.68	6.44	5.19	0.15

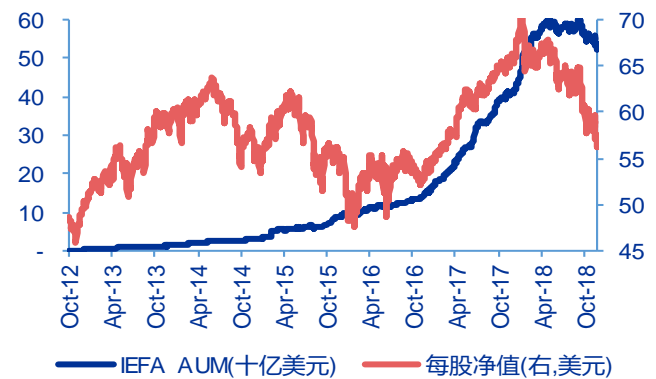
资料来源: BlackRock, 申万宏源研究

图 11: iShares 标准普尔 500ETF 历史 AUM 及每股净值



资料来源: BlackRock, 申万宏源研究

图 12: IEFA 历史 AUM 及每股净值



资料来源: BlackRock, 申万宏源研究

表 7: 道富标普 500ETF 与 iShare 核心标普 500ETF 费率及回报率对比 (2017 年)

SPDR S&P 500 ETF	费率	回报率	过去 1 年	过去 5 年	过去 10 年
管理费	0.0552%	税前回报率	21.67%	15.64%	8.39%
标普许可费	0.0303%	税后回报率	21.12%	15.07%	7.93%
销售费用	0.0077%	考虑申购赎回费后的回报率	12.67%	12.50%	6.73%
其他运营费用	0.0013%	跟踪指数回报率 (不考虑税费)	21.83%	15.79%	8.50%
合计	0.0945%	跟踪误差	-0.73%	-0.95%	-1.29%
iShares Core S&P 500 ETF	费率	回报率	过去 1 年	过去 5 年	过去 10 年
管理费	0.0400%	税前回报率	21.79%	15.73%	8.45%
标普许可费	na	税后回报率	21.25%	15.18%	8.01%
销售费用	na	考虑申购赎回费后的回报率	12.72%	12.60%	6.81%
其他运营费用	na	跟踪指数回报率 (不考虑税费)	21.83%	15.79%	8.50%
合计	0.0400%	跟踪误差	-0.18%	-0.38%	-0.59%

资料来源: SPY2017 年度报告, IVV2017 年度报告, 申万宏源研究

3.2 发挥传统固收产品优势, 债券型 ETF 绝对领先

债券型 ETF 的诞生为中小投资者提供了更透明流动性更高更低成本的债券投资工具。

在债券型 ETF 创设出来之前, 美国债券市场的主要投资者是专业机构投资者, 受限于规模和成本, 中小投资者主要购买债券型基金, 但依旧面临成本较高和持仓不够透明的挑战。全球规模最大债券型 ETF 是贝莱德集团的 AGG (跟踪彭博巴克莱美国综合债券指数), 发行于 2003 年 9 月 22 日, 以上市交易型开放式基金的形式紧密跟踪基准指数, 实现对美国国债、市政债、CMBS、ABS 和投资级公司债的跟踪投资收益, 其费用率仅 0.05%, 截至 18/12/16 规模为 555 亿美元, 按照每一份额申购。先锋集团 1995 年 9 月发行的全球规模最大的债券市场指数基金 VBTIX 费用率为 0.04%, 最低申购额为 500 万美元。

公司传统的固定收益产品优势使得贝莱德在债券型 ETF 产品中同样大有可为, 目前贝莱德债券型 ETF 市占率 45.9%, 资产加权费率 0.16%, 仅约为市场平均费率的 1/3。首支 ETF 发行后, 为中小投资者提供了所持资产较为透明、流动性更高、更低成本的债券投资

工具;截至 2018 年 12/16 的统计,美国上市交易的固定收益型 ETF 共 384 支,规模 6393.2 亿美元,平均费率为 0.36%;贝莱德在美国上市交易的固定收益型 ETF 共 88 支,总规模 2937 亿美元,市场份额高达资产加权平均费率为 0.16%,比市场平均费率低 64%。

表 8: 贝莱德典型债券型 ETF 产品 (十亿美元, 规模截至 2018/12/16 统计)

代码	基金名称	规模 (十亿美元)	成立日	费率
AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	55.5	2003/9/22	0.05%
LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF	30.5	2002/7/22	0.15%
TIP	iShares TIPS Bond ETF	21.5	2003/12/4	0.20%
SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	18.1	2002/7/22	0.15%
SHV	iShares Short Treasury Bond ETF	17.6	2007/1/5	0.15%
EMB	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	14.8	2007/12/17	0.40%
HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF	13.1	2007/4/4	0.49%
MBB	iShares MBS ETF	12.0	2007/3/13	0.09%
FLOT	iShares Floating Rate Bond ETF	11.7	2011/6/14	0.20%
MUB	iShares National Muni Bond ETF	11.3	2007/9/7	0.07%
IGSB	iShares Short-Term Corporate Bond ETF	10.3	2007/1/5	0.06%
IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	9.8	2002/7/22	0.15%
IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	7.8	2007/1/5	0.15%
TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	7.3	2002/7/22	0.15%
GOVT	iShares U.S. Treasury Bond ETF	6.8	2012/2/14	0.15%

资料来源: iShares, 申万宏源研究

3.3 积极发展 Smart Beta, 费率得以增强

近年来, 美国在被动投资中融入主动管理的 Smart Beta 策略 ETF 热度提升。 Smart Beta 为增强型 ETF 的一种, 在指数基金成分不变的情况下, 根据价值、红利、动量、低波动、质量、规模等因子调整基金内股票权重, 进而打造出因子指数型被动投资 ETF, 近年来热度不断提升。

Morningstar 于 2014 年 9 月提出, 根据目标不同可将 Smart Beta 策略分为风险分散类 (risk-oriented)、收益增强类 (return-oriented) 和其他类: 1) 风险分散类具体方法包括波动率倒数加权、等风险贡献、最小方差、最大分散度等; 2) 收益增强类具体包括价值加权、价格加权等; 3) 非传统商品、非传统固定收益及多资产指数等归属于其他。

Smart Beta 策略 ETF 较完全复制型 ETF 产品费率明显更高。截止 2018 年 12 月, 美国市场上市交易的 Smart-Beta ETF 共 1024 支, 平均管理费率为 0.52%。 公司当前在美国上市的 Smart Beta 产品共 36 支, 规模 945 亿美元, 平均管理费率为 2.9‰, 高于美国全行业权益型 ETF 基金 2.1‰的费率, 显著高于自身核心产品费率。其中包括 8 款最低波动率 ETF, 8 款单因子 ETF, 6 款多因子 ETF, 1 款等权重 ETF, 8 款分红加权 ETF, 4 款债券型 ETF。

表 9: 贝莱德各类策略 Smart Beta ETF 产品费率情况

	最小波动率 ETF	单因子 ETF	多因子 ETF	等权重 ETF	分红加权 ETF	债券型 ETF
简单加权平均策略	0.24%	0.23%	0.33%	0.15%	0.31%	0.26%
美国上市产品数	8	8	6	1	8	4

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 10: 贝莱德 Smart Beta 产品列表 (单位: 十亿美元)

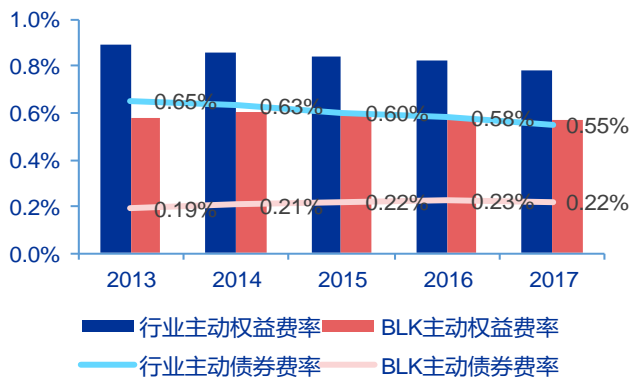
Ticker	策略	AUM	YTD (%)	1Y (%)	3Y (%)	5Y (%)	10Y (%)	Incept (%)	费率
USMV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	18.93	9.65	15.48	15.27	13.70	-	14.69	0.15
DVY	Equity Income, Smart Beta, Income	16.97	3.87	10.18	14.78	12.08	10.28	8.43	0.39
EFAV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	9.11	1.85	5.39	8.78	6.97	-	8.63	0.20
MTUM	Single Factor, Edge, Smart Beta	9.03	16.40	25.72	21.87	18.57	-	17.97	0.15
QUAL	Single Factor, Edge, Smart Beta	6.76	10.48	19.18	16.51	14.17	-	13.95	0.15
HDV	Core, Equity Income, Smart Beta, Income	6.71	3.37	9.19	13.06	10.24	-	11.83	0.08
DGRO	Core, Equity Income, Smart Beta, Income	4.98	8.55	16.72	17.81	-	-	12.12	0.08
EEMV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	4.69	-1.69	5.04	8.76	2.74	-	5.19	0.25
IDV	Equity Income, Smart Beta, Income	4.02	0.29	2.08	10.45	2.80	6.53	1.54	0.50
VLUE	Single Factor, Edge, Smart Beta	3.57	6.90	16.12	16.34	12.59	-	13.18	0.15
ACWV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	3.47	5.64	10.63	12.23	9.79	-	10.87	0.20
LRGF	Multifactor, Edge, Smart Beta	1.13	6.95	14.10	15.22	-	-	10.63	0.20
INTF	Multifactor, Edge, Smart Beta	1.03	-1.37	3.59	10.33	-	-	5.76	0.30
DVYE	Equity Income, Smart Beta, Income	0.54	-2.53	-0.20	13.47	-0.03	-	-0.29	0.49
IVLU	Single Factor, Edge, Smart Beta	0.29	-2.38	3.79	8.92	-	-	3.47	0.30
EMGF	Multifactor, Edge, Smart Beta	0.28	-10.92	-4.44	-	-	-	11.27	0.45
SIZE	Single Factor, Edge, Smart Beta	0.24	6.84	13.08	14.75	12.61	-	12.81	0.15
EUSA	Smart Beta	0.20	7.70	14.31	15.19	12.30	-	12.91	0.15
SMLF	Multifactor, Edge, Smart Beta	0.19	11.34	15.35	16.42	-	-	12.39	0.30
ACWF	Multifactor, Edge, Smart Beta	0.15	1.81	8.67	13.32	-	-	7.57	0.35
IMTM	Single Factor, Edge, Smart Beta	0.14	1.41	3.96	10.01	-	-	7.02	0.30
FIBR	Edge, Smart Beta, Income	0.12	-0.57	-0.60	2.74	-	-	2.15	0.25
IQLT	Single Factor, Edge, Smart Beta	0.12	1.16	4.73	9.75	-	-	6.56	0.30
IGEB	Edge, Smart Beta, Income	0.07	-2.79	-1.73	-	-	-	-0.20	0.18
ISCF	Multifactor, Edge, Smart Beta	0.06	-2.11	3.92	12.59	-	-	9.08	0.40
SMMV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	0.06	13.71	17.63	-	-	-	15.58	0.20
FALN	Smart Beta, Income	0.06	1.52	2.41	-	-	-	9.06	0.25
IGRO	Equity Income, Smart Beta, Income	0.06	-1.30	2.68	-	-	-	9.17	0.22
BYLD	Smart Beta, Income	0.03	-0.76	-0.32	2.91	-	-	2.48	0.25
DVYA	Equity Income, Smart Beta, Income	0.03	-8.25	-3.98	11.18	0.80	-	2.90	0.49
JPMV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	0.03	2.38	8.84	11.22	-	-	9.08	0.30
EUMV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	0.02	1.22	3.07	6.49	-	-	2.95	0.25
HYDB	Edge, Smart Beta, Income	0.02	2.06	2.86	-	-	-	4.72	0.35
AXJV	Minimum Volatility, Edge, Smart Beta	0.01	-0.43	6.27	9.73	-	-	4.97	0.35
DIVB	Equity Income, Smart Beta, Income	0.01	7.37	-	-	-	-	-	0.25
ISZE	Single Factor, Edge, Smart Beta	0.00	-0.93	3.65	10.25	-	-	5.80	0.30

资料来源: BlackRock, 申万宏源研究

公司从 15 年开始陆续战略并购智能投顾公司，并积极运用于 ETF 产品。近年来，公司大举布局 Fintech 与智能投顾，一方面是发展系统化主动投资股票服务，发展 Smart Beta ETF 产品；另一方面是用科技助力发展风险管理系统。在收入方面，科技与风险管理业务收入占比有所提升，2012-2017 年，科技和风险管理收入从 3.9 亿美元增长至 6.8 亿美元，CAGR 达到 11.7%，占公司营收的比重从 4.2% 提升至 5.4%；未来有望成为收入新引擎。

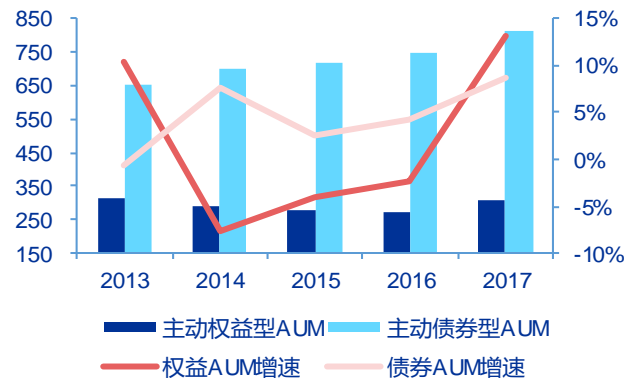
具备以系统化的量化技术处理海量数据的能力为公司一大优势，量化投资技术降低管理成本，公司费率显著低于行业平均水平。成本端，职工费用占收入比重从 2009 年的 38.3% 下降至 2017 年为 34.1%；同时管理费率也在下降，贝莱德主动管理权益型与债券型基金费率始终低于行业平均水平。2017 年，贝莱德主动权益型基金费率为 0.55%，较行业低 0.21pct；主动债券型基金费率 0.22%，较行业低 0.33pct。2017 年，公司推出重组计划并显现成效，削减人工选股的主动型产品基金经理和分析师近 40 人，引入量化人才，推出 Advantages Series 产品，此次重组计划涉及 300 亿美元的管理资产；当年公司主动管理型股票基金费率进一步下降至 0.55%，规模从 2014-2016 连续三年下跌后开始回升。

图 13：贝莱德主动管理型产品费率下降且始终低于行业



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 14：贝莱德主动管理型产品 AUM 及增速（十亿美元）



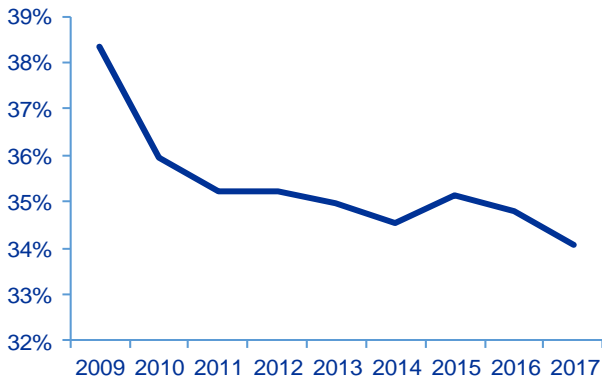
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

表 11：贝莱德 2015-2018 布局智能投顾与量化投资

时间	事件
2015	全资收购 FutureAdvisor，该公司是专注于智能投顾的初创公司，通过桌面和移动技术为用户提供先进的长期投资咨询；收购后的 Future Advisor 并入贝莱德解决方案公司，目前与美国合众银行、西班牙对外银行、加拿大皇家银行等合作进行智能投顾计划。
2017	收购金融科技公司 Cachematrix，简化银行和公司客户现金管理流程，使用数据量化模型为客户提供投资建议的现金管理科技。
2017	3000 万欧元投资德国数字投资管理公司 Scalable Capital，该公司成立于 2014 年，以人工智能为客户提供自动化指数型基金投资策略。
2017	推出 Advantage Series 主动型产品，通过计算机和数学模型进行智能量化选股，降低管理费用，涉及 300 亿美元的管理资产。
2017	推出“iRetire”系统，通过 CoRI 退休金指数模型和阿拉丁风险管理系统，为客户提供灵活的，多方位的养老金组合投资服务；帮助客户缩短现有储蓄与退休期后需求收入之间的差距。
2018	推出结合人工智能和机器学习技术的私募基金——中国 A 股特别时机基金，合作方是中信证券。
2018	在帕罗奥图成立了人工智能实验室，以进行机器学习、数据科学和自然语言处理等高新技术的研发。
2018	收购 Acorns 部分股权，该公司是将客户的现金或零钱进行整合并再投资的资产管理公司。

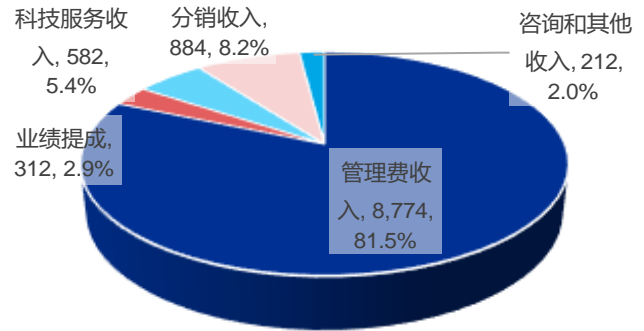
资料来源：申万宏源研究

图 15: 2009-2017 职工薪酬占比呈现下降趋势



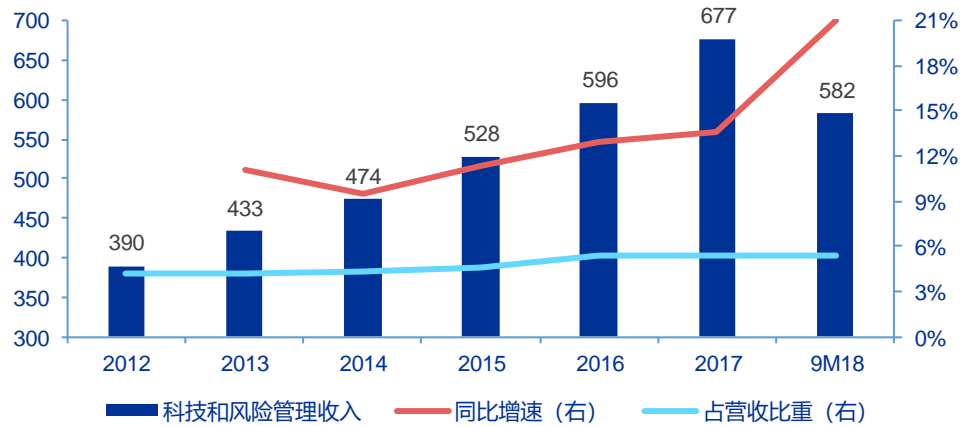
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 16: 9M18 贝莱德收入构成 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 17: 2012-9M18 贝莱德科技和风险管理收入及增速 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.4 经营情况: 商业模式以客户为中心, 盈利增长稳健

贝莱德构建了统一的以客户为中心的商业模式, Aladdin 风险管理系统名扬天下。拥有综合交易、风险管理和客户报告的统一投资平台, 将固定收益、股票、其他业务合并管理, 在这种商业模式下, 充分调动整个公司的产品和资源为客户谋求福利。公司早期名扬天下源于极强的风险识别能力, 公司自主研发的 Aladdin 风险管理系统拥有众多巨型金融公司客户, 如大摩、UBS、德意志银行、部分主权国家基金等; 3Q18 机构客户 AUM 占比 61%; 美国以外地区 AUM 占比 33%。

科技助力, 将风险管理进行到底。 创立初期, 贝莱德为机构客户提供资产管理服务, 同时帮助投资者理解和分析债券投资中蕴藏的风险, 风险管理服务为其主营业务之一。贝莱德从债券产品开始就建立了完整的数据中心, 1999 年, 其自主研发的 Aladdin 系统沿用至今, 是拥有 6000 台计算机组成的集中、统一的 24 小时运行的数据中心, 打通了各个不同的作业子平台, 实现了风险管理、组合管理、交易、结算等业务的流程、数据、信息在 Aladdin 平台上的完美地融合; 依靠阿拉丁系统, 贝莱德搜集历史数据和搭建金融模型,

预测债券、股票与新兴金融产品未来的价格走向，并给予客户相关投资建议。Aladdin 系统的客户包括众多巨型金融公司，如摩根士丹利资管部、UBS、德意志银行资管部等；甚至部分主权国家基金也在使用。

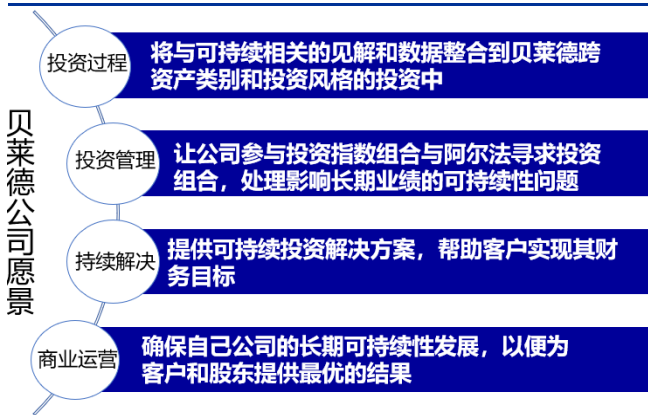
图 18: 贝莱德部门架构

贝莱德组织架构					
投资部	科技部	风险分析管理	公司内部管理	咨询和客户服务	销售部
权益类投资	软件工程	金融建模	销售管理	阿拉丁客户服务	客户和产品销售部门
固定收益类投资	阿拉丁系统部门	资产组合分析	财务	企业战略和发展咨询	
多元资产	资产组合分析	风险和量化分析	人力资源	金融市场咨询	
多资产组合策略	科技支持	金融市场咨询	内部审计	战略举措和业务管理	
资产组合投资	内部审计部门		法律及合规		
量化投资部门			行政管理		
交易和流动性策略研究					

资料来源: BlackRock, 申万宏源研究

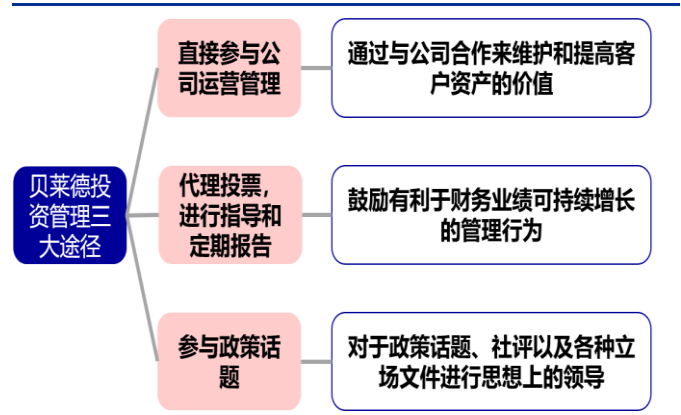
愿景打造全球最值得尊敬的投资与风险管理者。 贝莱德的愿景是“Create a better financial future for our clients by building the most respected investment and risk manager in the world”。从诞生之初，公司便把为客户进行风险管理与创造回报视为同等重要，公司在金融危机中独善其身与声名鹊起离不开 Aladdin 风险管理系统的成功。

图 19: 贝莱德公司愿景



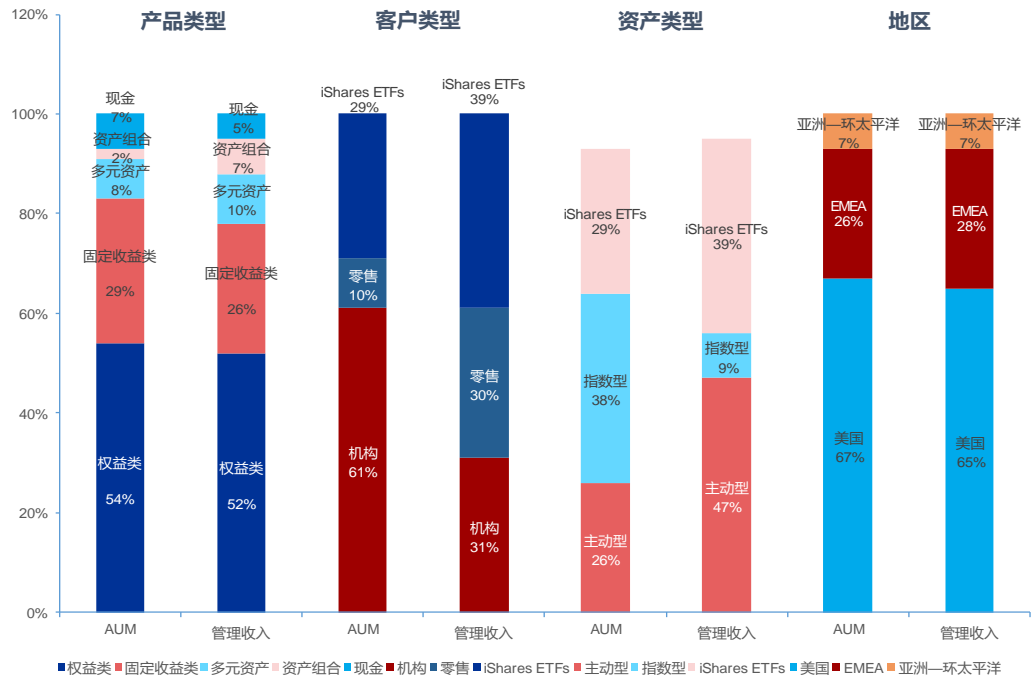
资料来源: BlackRock Sustainable Investing, 申万宏源研究

图 20: 贝莱德投资管理的三大途径



资料来源: BlackRock Sustainable Investing, 申万宏源研究

图 21：9M18 贝莱德客户 AUM 及管理费构成



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

营业收入以管理费为主，营收占比中枢约 90%；而管理费中表现费占比仅约 5%。

2010-2017 年，公司营业收入中管理费收入占比始终超过 90%；9M18 营收 107.6 亿美元（同比增长 9.4%），其中，管理费收入 90.86 亿美元（同比增长 9.7%），占营业收入比重为 84.4%。由于公司大力发展 ETF 等被动型产品，管理费赚取不依赖于业绩提成，2010-2017 年，公司表现费占管理费的比重平均为 5.3%，管理费收入 7 年 CAGR 为 5.63%，同期表现费 CAGR 为 1.37%。

基础管理费收入构成稳定，权益型占比半壁江山；表现费收入以另类为主，权益为辅。

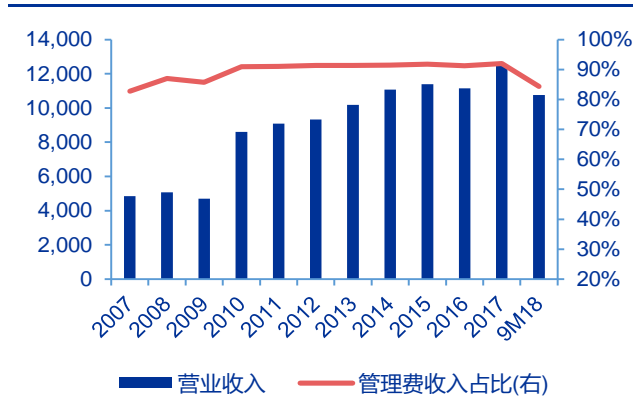
公司近年来基础管理费收入构成较为稳定，权益型产品占比约 5 成，2017 年基础管理费构成：权益型 51%>债券型 27%>资产配置 10%>另类 7%>现金管理 5%；表现费主要是另类产品的业绩提成，2017 年表现费构成：另类 63%>权益型 26%>债券~资产配置 6%。

规模效应使得单位 AUM 税前利润稳定约 0.94%，AUM 扩张下公司盈利水平稳健提升。 2017 年公司削减传统主动管理型产品基金经理和分析师约 40 人，职工薪酬占营业收入的比重从 2009 年的 38.3%下降至 2017 年为 34.1%，因而公司单位 AUM 营业收入与单位 AUM 营业支出基本保持同步下降趋势，单位 AUM 税前利润中枢稳定在约 0.94%。

把握客户资产全球配置趋势，海外收入占比提升至约 1/3。 公司把握客户资产全球配置及风险分散的需求，收购美林证券买方资产管理部后，进一步打开全球销售渠道，EMEA 地区收入占比提升明显；此外，iShares 系列 ETF 产品追踪全世界范围内的股票市场指数。2006 年，亚太地区及 EMEA 地区收入 3.83 亿美元，收入合计占比 18.2%；到 2017 年末，

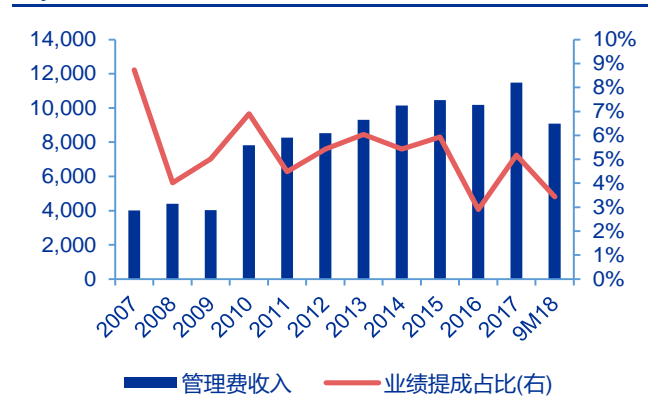
公司 124.9 亿美元营收中, EMEA 地区收入 34.3 亿美元, 占比 27.5%, 亚太地区收入 6.53 亿美元, 占比 5.2%; 合计占比约 1/3。

图 22: 贝莱德营收及管理费收入占比 (百万美元)



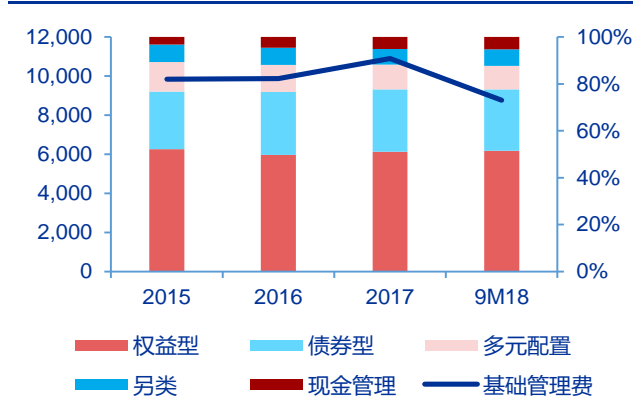
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 23: 贝莱德管理费收入及业绩提成占比 (百万美元)



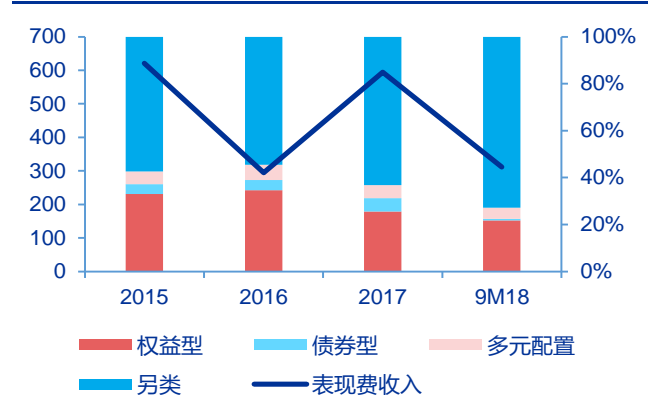
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 24: 2015-9M18 贝莱德基础管理费收入及构成 (百万美元)



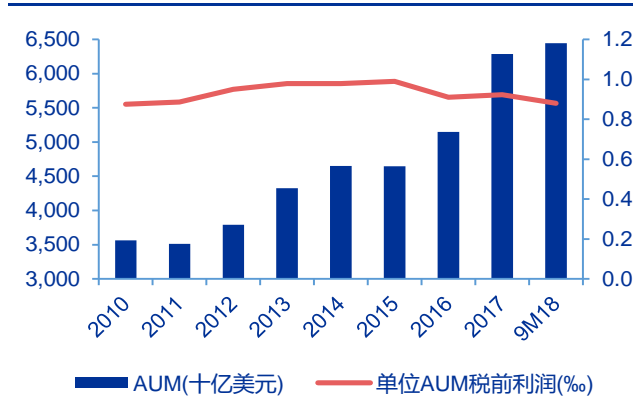
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 25: 2015-9M18 贝莱德表现费收入及构成 (百万美元)



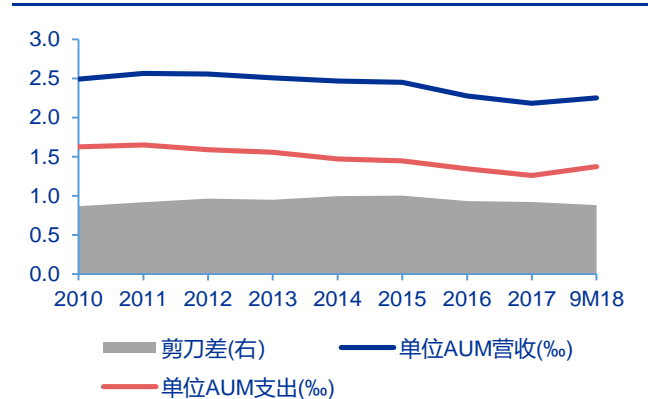
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 26: 贝莱德单位 AUM 税前利润中枢约 0.94%

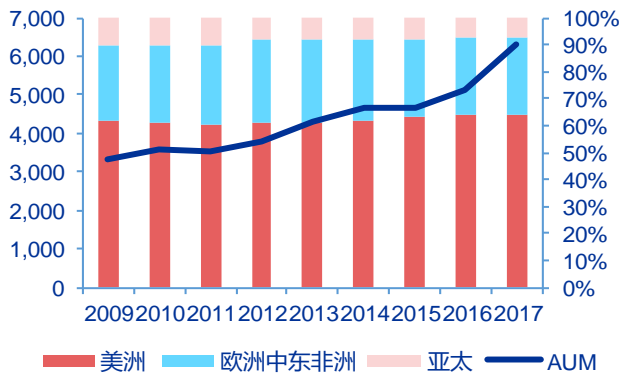


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

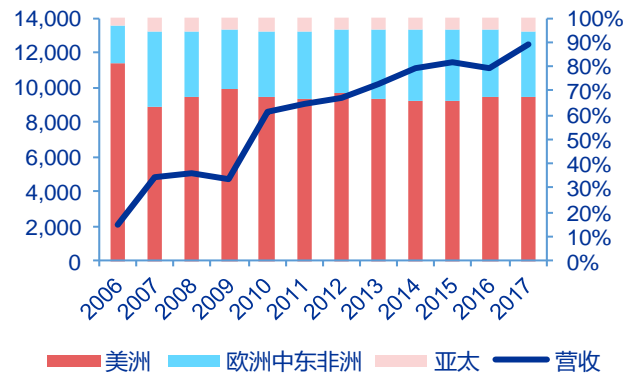
图 27: 贝莱德单位 AUM 收入与支出剪刀差稳定



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 28: 2009-2017 贝莱德 AUM 地区分布 (十亿美元)


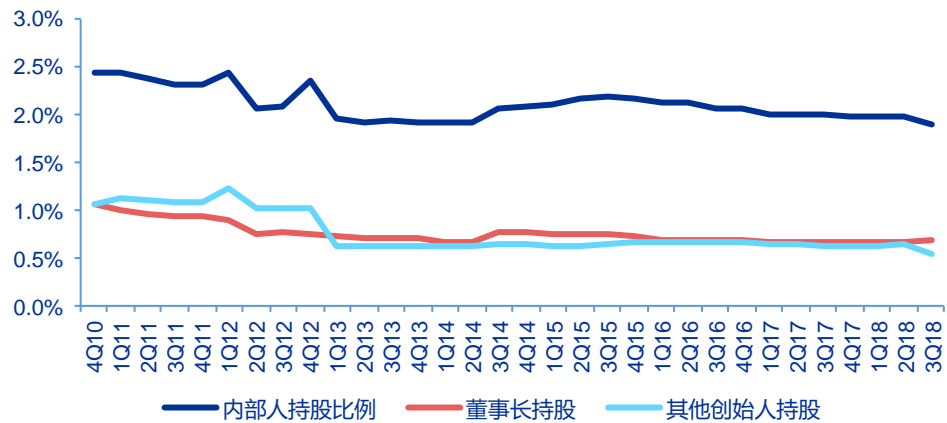
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 29: 2006-2017 贝莱德收入地区分布 (百万美元)


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

核心管理团队稳定, 保持经营决策的独立性。自公司 1988 年成立至今, 公司管理团队十分稳定, 并且创始人始终重视经营决策的独立性, 8 位创始人 (Larry Fink, Robert S. Kapito, Susan Wagner, Barbara Novick, Ben Golub, Hugh Frater, Ralph Schlosstein, and Keith Anderson) 中 5 位仍担任董事会席位。Fink 仍担任董事长兼首席执行官, 共同创始人 Kapito 担任副董事长和首席运营官, Barbara Novick 担任副董事长, Ben Golub 担任首席风险官, Susan Wagner 担任独立董事。此外, 公司重视吸引人才, 如原美国财政部副部长 Peter Fisher 在 2003 年离任后也加入到贝莱德履任亚洲市场负责人。

无实际控制人, 内部人持股比例约 2%, 公司治理及激励机制有效。公司当前无实际控制人, 截止 2018 年 10 月, 第一大股东 PNC 持股比例仅为 21.6%, 前 20 大机构股东合计持股比例约为 61.8%。分散机构股东持股模式保持了管理团队对公司经营的决策权, 而内部人适当持股则提供了一定的激励机制, 截至 10 月末, 公司内部人合计持有公司 158.8 万股, 持股比例约为 1.9%; 核心管理层持股比例长期保持较为稳定, Fink 持有公司 108.6 万股, 持股比例为 0.684%, Susan 持有公司 48.3 万股, Kapito 持有公司 36.7 万股 (按 400 美元/股计算, Fink 合约 4.34 亿美元, Susan 合约 1.93 亿美元, Kapito 合约 1.47 亿美元)。

图 30: 贝莱德内部人及创始人持股比例


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

表 12: 贝莱德前 20 大机构股东持股比例 (截止 2018 年 10 月)

	持股数量 (万股)	持股比例
PNC 财务服务	3,422	21.55%
先锋集团	890	5.60%
资本集团	821	5.17%
贝莱德有限公司	726	4.57%
道富集团	531	3.34%
威灵顿管理	449	2.83%
美国银行	406	2.56%
瑞穗金融集团	326	2.05%
挪威中央银行	279	1.75%
瑞士银行	275	1.73%
摩根大通	208	1.31%
富国银行	199	1.25%
加拿大永明金融公司	190	1.20%
ClearBridge LLC	176	1.11%
阿默普莱斯金融公司	169	1.07%
富达管理与研究有限责任	169	1.06%
北美信托	167	1.05%
摩根士丹利	158	0.99%
Geode Capital Management LLC	138	0.87%
纽约梅隆银行	117	0.73%
前 20 大合计	9,817	61.80%

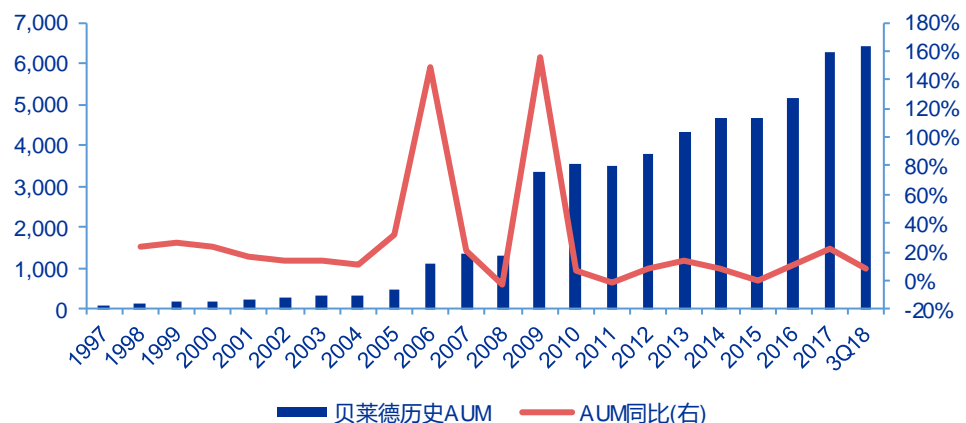
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

3.5 并购中成长的巨头

贝莱德并购中成长为巨头，迅速把握市场环境变化，顺势推行业务战略调整。1988 年公司创立，99 年上市，此后多次成功并购火速拓展各业务条线，2017 年末 AUM 达到 6.3 万亿美元，06 年与 09 年两次并购及整合成功至关重要：1) 06 年公司收购美林证券投资管理部门，拓展了主动权益型基金，当年 AUM 增长 1.5 倍至 1.1 万亿美元，权益及混合型基金 AUM 增长 3500 亿美元，占比从 8% 提升至 35%；2) 09 年收购 BGI，拓展 ETF 基金业务，把握被动投资趋势，AUM 增长 1.6 倍至 3.3 万亿美元，并入 ETF 规模 4800 亿美元，此后 ETF 第一地位始终维持。05-10 年，公司并购获得 AUM 2.33 万亿美元，其中权益型产品增长 1.65 万亿美元，5 年 CAGR 达 115%。

1988 年，Fink 联合 Susan 等 7 位创始人成立了贝莱德；1999 年，贝莱德赴纽交所上市。成立至今，贝莱德把握每一次市场环境变化，多次成功的并购火速拓展了不同业务条线，从固定收益产品到权益型投资、被动投资、量化投资等，同时全球化程度不断加深，把握全球资产配置的趋势。AUM 从 1997 年末仅 1054 亿美元增长到 3Q18 共 6.44 万亿美元，俨然是全球规模最大的资产管理机构。

图 31：贝莱德历史 AUM 及同比（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2005 年 1 月，贝莱德以 3.25 亿美元现金和 5000 万美元普通股为代价收购大都会人寿 (MetLife) 子公司 SSRM Holdings。SSRM 创立于 1924 年，是道富集团旗下子公司，控股道富研究管理部门和投资顾问团队，主要为美国大型企业退休金计划提供退休金管理服务，此次并购使得贝莱德客户基础进一步扩大；到 2005 年末，贝莱德 AUM 4527 亿美元，同比增长 32.5%。

3.5.1 2006 年收购 MLIM，加强权益条线产品力量

2006 年 9 月公司迎来了第一次重要并购。2006 年 AUM 增长 1.5 倍至 1.125 万亿美元，拓展了全球销售渠道与股票型基金业务。

2004-2006 年，美联储连续 17 次加息，基准利率从 1% 增加到 5.25%；从紧的货币政策使得美国中长期利率上涨，公司持有的债券产品价格持续下跌，风险不断暴露下 Fink 谋求拓展股票业务，分散公司债券业务面临的风险。

摩根士丹利、美林不约而同向贝莱德伸出橄榄枝，最终贝莱德以 49.3% 股权为对价收购 MLIM。前者业务规模更大实力更强，但公司最终以发行 5239.5 万股普通股和 1260.5 万股 A 类优先股（不含表决权）作为对价收购了美林证券投资管理部门（Merrill Lynch Investment Managers，简称“MLIM”）。收购结束后，美林持有公司 45% 普通股（含表决权），含优先股合计持有总股本的 49.3%；与此同时，PNC 在收购前持有的 69% 总股本摊薄至收购后的 34%。

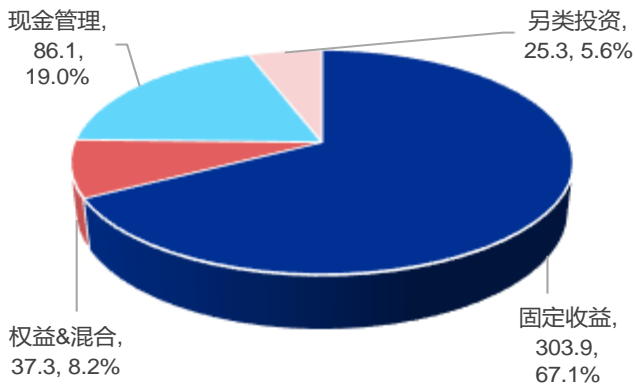
收购前以固定收益产品为主，收购后产品结构更加均衡。2005 年，公司固定收益产品占比超过 2/3，而权益及混合型产品占比仅 8.2%；通过收购拓展的 AUM 规模约 6391 亿美元，其中大部分是股票型产品；2006 年，公司固定收益产品占比约 40%，权益及混合型产品占比提升至 35%；而更为重要的是，贝莱德还获得了美林在全球的销售渠道，覆盖超过 50 个国家的客户，收购增长了 2384 亿美元的海外 AUM。

表 13：1982-2017 美联储加/降息次数及年底目标基准利率（%）

1982-1990		1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
加息次数		0	6	4	6	3	6	11	5	0
降息次数		4	2	9	4	4	2	2	6	5
年底基准利率（%）		8.5	9.375	8.125	7.75	5.875	6.8125	8.6875	8.25	7
1991-2000	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
加息次数	0	0	0	6	1	0	1	0	3	3
降息次数	10	3	0	0	2	1	0	3	0	0
年底基准利率（%）	4	3	3	5.5	5.5	5.25	5.5	4.75	5.5	6.5
2001-2010	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
加息次数	0	0	0	5	8	4	0	0	0	0
降息次数	11	1	1	0	0	0	3	7	0	0
年底基准利率（%）	1.75	1.25	1	2.25	4.25	5.25	4.25	0.25	0.25	0.25
2011-2018	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
加息次数	0	0	0	0	1	1	3	3		
降息次数	0	0	0	0	0	0	0	0		
年底基准利率（%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.5	0.75	1.5	2.25		

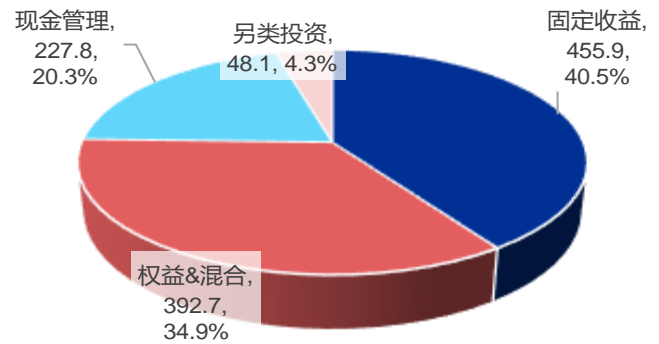
资料来源：美联储，申万宏源研究

图 32: 2005 年公司 AUM 以固定收益产品为主 (十亿美元)



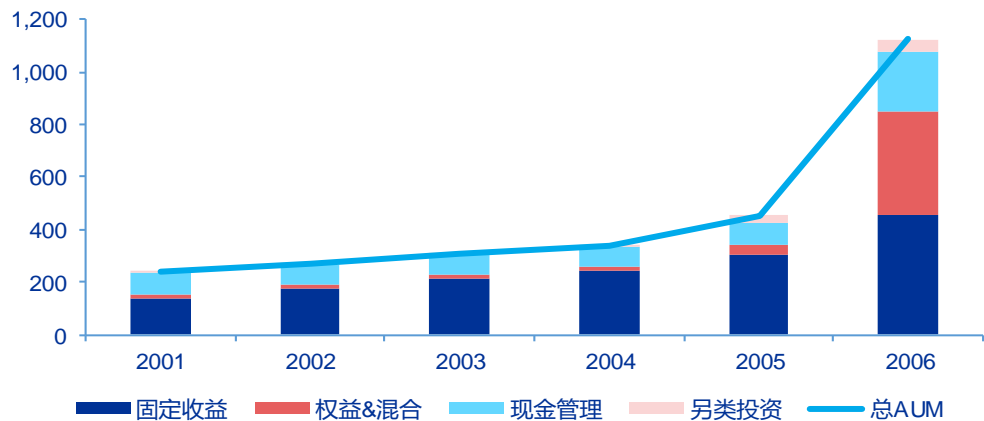
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 33: 2006 年收购 MLIM 后权益型产品大幅拓展 (十亿美元)



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 34: 2001-2006 公司 AUM 及构成变化 (十亿美元)



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

3.5.2 2009 年收购 BGI, ETF 跃居第一且增长强劲

2007 年, 贝莱德以 17 亿美元价格收购 Quellos Group, LLC. 基金中的基金业务, Quellos 公司是全球最大的 FOF 管理人之一, 其产品包括对冲、私人股权、不动产 FOF 等, 此次收购扩充了贝莱德另类投资管理业务实力。

2009 年 12 月, 公司迎来第二次重要收购: AUM 增长 1.6 倍, 以 135 亿美元收购了 BGI, 拓展 ETF 基金业务, 把握被动投资趋势。 贝莱德认准美国基金市场被动投资趋势, 但被动型基金的先发优势显著下, 贝莱德决定再次以并购扩大产品端实力, 当时巴克莱集团旗下的资产管理部门巴克莱全球投资 (Barclays Global Investor, BGI) 是全球最大的股票型 ETF 发行人之一。2009 年 12 月, 贝莱德凭 66 亿美元现金+69 亿美元巴克莱集团 3780 万股股票, 收购了 BGI, 2009 年末 AUM 突破 3.34 万亿美元, 同比增长 156%。此次收购后获得了庞大的 ETF 管理资产, 此后 iShares 成为贝莱德的拳头业务。

2005年-2010年，公司通过并购获得的AUM为2.33万亿美元，其中权益型产品规模从368亿美元增长至1.69万亿美元，5年CAGR达115%。面临外部市场变化，贝莱德善于把握并购的机遇，而管理团队的经营决策权一直保持独立，公司展现出超强的执行力。2006年与2009年的两次收购均使得AUM翻番，第一次从极大拓展了主动管理股票产品、第二次拓展了ETF尤其是权益型ETF产品，把握被动投资趋势。

自2009年收购BGI后，2009-2017年，贝莱德ETF基金规模从0.48万亿美元增长到1.75万亿美元，8年CAGR达17.5%；ETF基金占总AUM的比重从2009年末的14.5%提升至27.4%，9M18更进一步提升至28.8%；开放式指数基金规模从1.16万亿美元增长到2.38万亿美元，CAGR达到9.3%，占比从34.8%提升至37.8%。

表 14: 贝莱德 2005-2010 年 AUM 构成变化 (十亿美元)

单位: 十亿美元	2005AUM	新增 AUM	并购 AUM	价值变动	2010 年末 AUM	5 年复合增速	2010 年末 ETF 占比
权益产品	36.8	127.9	1,322.9	206.9	1,694.5	115.1%	权益产品
其中:ETF		21.9	381.4	44.9	448.2		26.4%
固定收益	301.0	106.2	625.8	108.2	1,141.3	30.5%	固定收益
其中:ETF		19.0	102.5	1.6	123.1		10.8%
多元配置	3.4	53.4	111.1	17.6	185.6	122.2%	多元配置
其中:ETF		0.1	0.2	0.0	0.4		0.2%
另类产品	25.3	5.3	85.1	-6.0	109.7	34.1%	另类产品
其中:ETF		3.0	10.1	5.4	18.6		16.9%
现金管理	86.1	2.6	189.2	1.2	279.2	26.5%	
咨询产品	na	144.4	0.0	6.3	150.7	na	
AUM 合计	452.7	439.9	2,334.2	334.3	3,561.0	51.1%	AUM 合计
ETF 合计		44.0	494.2	51.9	590.2		16.6%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

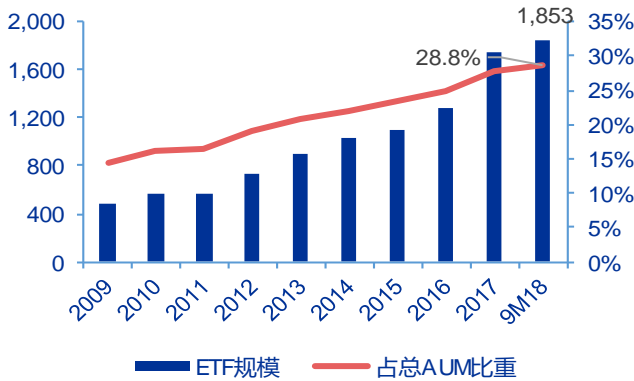
注: BGI 为 2009 年完成收购, 故价值变动与新增规模中仅 2010 年的一年变动

2017年,贝莱德AUM增长1.14万亿美元,主要由被动型产品规模增长驱动。iShares ETF与开放式指数基金规模合计增长8963亿美元,占比达78.6%。其中,权益型ETF规模增长3784亿美元,同比+39.8%,权益型指数基金规模增长2999亿美元,同比+21.0%;债券型ETF规模增长805亿美元,同比+25.6%,债券型指数基金规模增长1374亿美元,同比+25.6%。同时,公司推出智能研究引入量化投资,降低主动管理费率,主动管理权益型产品止住3年连续下降趋势,2017年规模增长710亿美元,同比+13.2%。

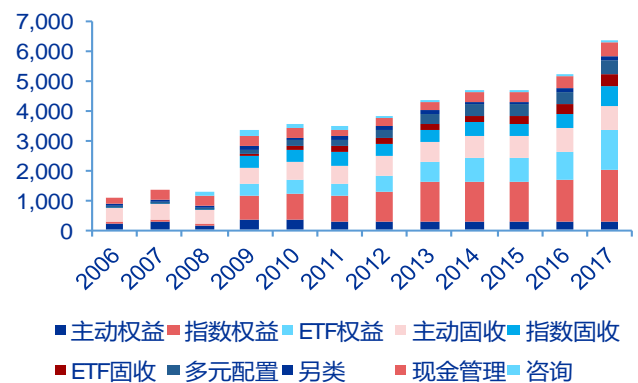
表 15: 2009-今贝莱德各类产品 AUM 及复合增速 (十亿美元)

	2017 年 AUM	2017 年占比	2009-2017CAGR	占同类产品比重
权益产品合计	3,371.6	53.6%	10.3%	100%
其中:指数权益	1,730.8	27.5%	10.0%	51.3%
其中:ETF 权益	1,329.6	21.1%	16.9%	39.4%
其中:主动权益	311.2	4.9%	-1.4%	9.2%
固收产品合计	1,855.5	29.5%	7.3%	100.0%
其中:主动固收	815.1	13.0%	4.0%	43.9%
其中:指数固收	645.1	10.3%	7.7%	34.8%
其中:ETF 固收	395.3	6.3%	18.4%	21.3%
多元配置	480.3	7.6%	16.4%	
现金管理	449.9	7.2%	3.2%	
另类	129.3	2.1%	3.0%	
总 AUM	6,288.2	100.0%	8.2%	

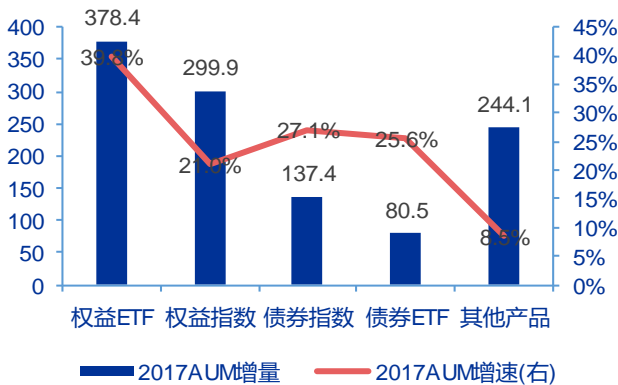
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 35: 贝莱德 ETF 基金规模及占总 AUM 的比重(十亿美元)


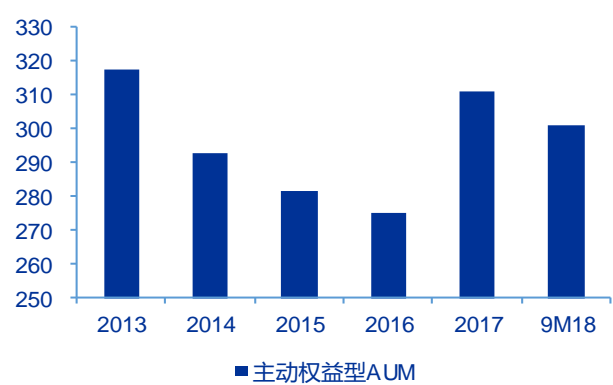
资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 36: 2006-2017 贝莱德 AUM 构成 (十亿美元)


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 37: 贝莱德 2017 年 AUM 增长主要由被动型产品带动 (十亿美元)


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 38: 贝莱德主动管理权益型产品规模 2017 年止跌回升 (十亿美元)


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

4. 细分领域亦可创新制胜，主动型 ETF 费率更高

4.1 Wisdom Tree：创设系列指数，专注主动管理

与龙头 ETF 依靠规模效应和低费率取胜不同，美国 ETF 基金机构中，也有管理规模较小但凭借差异化竞争优势而在 ETF 领域长期立足者，如 Wisdom Tree、ProShares。

智慧树 (Wisdom Tree) 是美国最大的主动管理型 ETF 提供商之一，产品分布于美国、欧洲、加拿大三大市场。 Wisdom Tree 成立于 1985 年，专注于 ETF 基金产品，积极管理的理念始终如一。目前提供涵盖国内、国际和全球股票、固定收益、货币、大宗商品、另类策略的 ETF 产品，主要集中于美国、欧洲、加拿大三大 ETF 市场；实物黄金 ETF (PHAU LN) 在伦交所上市，是 Wisdom Tree 规模最大的 ETF 产品。公司为投资者提供成本效率和业绩潜力兼具的“现代 Alpha”ETF 基金，在业内率先提出了基本面加权 ETF 概念。擅长基于市场基准指数改良创设公司自身的指数，主动型 ETF 规模行业领先，截止 18 年 11 月 AUM 557 亿美元，平均管理费率为 0.47%。权益型产品中，日本对冲型 ETF (DXJ) 和欧洲对冲型 ETF (HEDJ) 规模排名前二，分别为 46.9 亿美元、44.0 亿美元。

DXJ (WisdomTree Japan Hedged Equity Fund) 提供对日本股票市场的风险敞口，同时对冲日元和美元之间的汇率风险。公司创设了 WisdomTree Japan Equity Index，指数由在日本注册并在东京证交所交易的支付股息公司组成，这些公司的收入中来源于日本的部分不超过 80%，因此该指数倾向于那些有更重要的全球收入基础的公司。

HEDJ (WisdomTree Europe Hedged Equity Index) 提供对欧洲股市的风险敞口，同时对冲欧元和美元的汇率风险。该指数基于国际股票指数中在欧洲以欧元交易的支付股利公司，要求标的公司总市值不低于 10 亿美元，并且在最近一个财政年度中，其至少有 50% 的收入来自于欧洲以外的国家。公司权重取决于每年支付的现金股利。

表 16: Wisdom Tree 在美国、欧洲、加拿大上市 ETF 数量及规模 (截至 2018/11/23)

	上市 ETF 数量	数量占比	上市 ETF AUM(百万美元)	AUM 占比
美国	84	14.6%	37782	67.8%
欧洲	470	81.7%	17350	31.1%
加拿大	21	3.7%	582	1.0%
合计	575	100.0%	55714	100.0%

资料来源: Wisdom Tree, 申万宏源研究

表 17: 日本对冲股票 ETF、欧洲对冲股票 ETF 的历史回报率 (截至 2018/12/13)

DXJ	指数回报	NAV 回报	市场价值回报	HEDJ	基本指数回报	NAV 回报	市场价值回报
1 Year	-6.12%	-6.63%	-7.39%	1 Year	-4.85%	-5.06%	-4.78%
3 Year	3.48%	2.69%	2.60%	3 Year	3.64%	3.22%	3.36%
5 Year	7.11%	6.30%	6.20%	5 Year	6.58%	6.17%	6.20%
10 Year	8.02%	7.58%	7.57%	10 Year	N/A	N/A	N/A
成立至今	3.66%	3.31%	3.33%	成立至今	7.17%	6.71%	6.76%

资料来源: Wisdom Tree, 申万宏源研究

表 18: 日本对冲股票 ETF 持仓标的、行业、国家分布 (截至 2018/12/13)

	投资标的	占比 (%)	行业分布	占比 (%)
1	Toyota Motor Corp (7203 JT)	5.14%	Automobiles & Components	5.14%
2	Japan Tobacco Inc (2914 JT)	3.74%	Capital Goods	3.74%
3	Mitsubishi UFJ Financial Group (8306 JT)	3.51%	Banks	9.25%
4	Sumitomo Mitsui Financial Group (8316 JT)	3.08%	Technology Hardware & Equipment	8.56%
5	Nissan Motor Co Ltd (7201 JT)	2.81%	Pharmaceuticals Biotechnology & Life Sciences	7.99%
6	Mizuho Financial Group Inc (8411 JT)	2.66%	Food Beverage & Tobacco	6.01%
7	Canon Inc (7751 JT)	2.65%	Consumer Durables & Apparel	3.45%
8	Mitsubishi Corp (8058 JT)	2.53%	Insurance	2.53%
9	Honda Motor Co Ltd (7267 JT)	2.34%		
10	Bridgestone Corp (5108 JT)	1.86%		
	其他	69.67%		

资料来源: Wisdom Tree, 申万宏源研究

表 19: 欧洲对冲股票 ETF 持仓标的、行业、国家分布 (截至 2018/12/13)

	投资标的	占比 (%)	行业分布	占比 (%)	国家分布	占比 (%)
1	Banco Santander SA (SAN SM)	6.14%	Capital Goods	13.51%	France	28.40%
2	Sanofi-Aventis SA (SAN FP)	6.08%	Food Beverage & Tobacco	11.21%	Germany	21.04%
3	Anheuser-Busch InBev NV (ABI BB)	5.52%	Materials	9.96%	Netherlands	18.45%
4	Unilever NV (UNA NA)	5.37%	Pharmaceuticals Biotechnology & Life	9.00%	Spain	16.58%
5	Telefonica SA (TEF SM)	4.32%	Household & Personal Products	8.75%	Belgium	6.87%
6	Daimler AG (DAI GY)	3.33%	Banks	8.66%	Finland	5.23%
7	Siemens AG (SIE GY)	3.16%	Consumer Durables & Apparel	8.24%	Ireland	1.16%
8	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE (MC FP)	3.10%	Automobiles & Components	7.54%	Italy	0.95%
9	L'Oreal SA (OR FP)	2.83%	Telecommunication Services	4.32%	Portugal	0.78%
10	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA (BBVA SM)	2.53%			Austria	0.54%
	其他	57.62%				

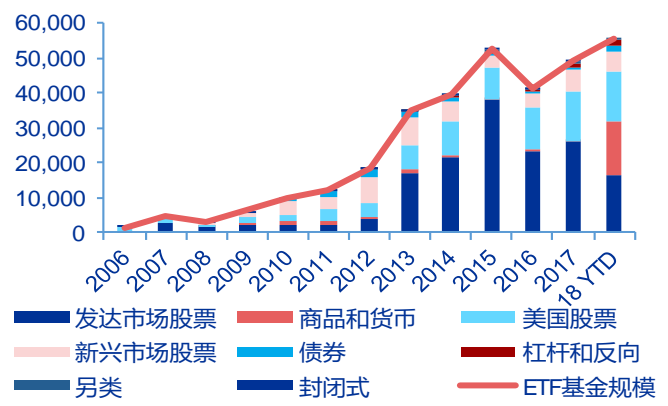
资料来源: Wisdom Tree, 申万宏源研究

图 39: Wisdom Tree 现代 Alpha 策略

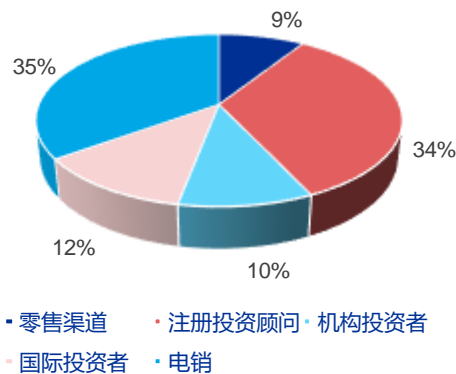


资料来源: Wisdom Tree, 申万宏源研究

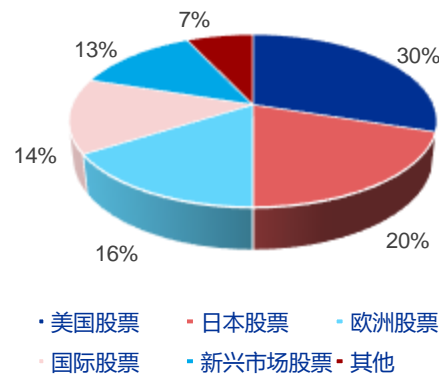
图 40: Wisdom Tree 历史 ETF 规模变化 (百万美元)



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 41: 2017 美国上市交易 AUM 构成 (按销售渠道划分)


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 42: 2017 美国上市交易 AUM 构成 (按资产类别划分)


资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

表 20: Wisdom Tree 3Q18 ETF 规模及费率情况(十亿美元)

资产类别	国际股票	美国股票	商品	新兴市场股票	债券和另类	杠杆和反向
AUM 占比	33%	26%	25%	9%	4%	2%
AUM(十亿美元)	19.7	15.2	15.1	5.3	2.4	1.4
平台	美国	美国	美国	美国	美国	欧洲 ETPs
	UCITS	UCITS	UCITS	UCITS	UCITS	
	加拿大	加拿大	欧洲 ETPs	加拿大	加拿大	
可选策略	货币对冲	股息加权-大/中/小市值	黄金	高股息	高收益债券	权益
	国际大/中/小市值	股息增长	银和其他贵金属	小市值	利率	商品
	动态货币对冲	盈利加权	一揽子商品	印度收益	普通债券	政府债
	多因子	多因子	石油和能源	国有	流动另类	货币
		股东收益	其他单一商品	中国	期权	
			货币	多因子		
规模加权费率	0.54%	0.34%	0.43%	0.66%	0.35%	0.88%

资料来源: Wisdom Trees, 申万宏源研究

注: UCITS 指欧盟可转让证券集合投资计划

4.2 ProShares: 聚焦杠杆 ETF, 特色制胜的细分龙头

ProShares 是全球最大的杠杆 ETF 提供商, 属于 ProFunds 旗下产品。 ProFunds 成立于 1997 年, 是专注于另类投资产品的基金公司, 截至 2018 年 12 月, ETF 系列品牌 ProShares 旗下 137 支 ETF 产品 AUM 约 290 亿美元, 其中 103 支杠杆 ETF 规模为 218 亿美元, 占公司全部 ETF 产品规模的 75%。Proshares 的杠杆 ETF 涵盖了股票指数、债券指数、商品指数、货币指数, 杠杆 ETF 中做多倍数包括 2X、3X, 做空倍数包括-1X、-2X、-3X; ETF 产品通过投资于基于底层资产的股票、债券、基金、利率、指数类衍生品, 来获得风险暴露, 放大投资收益, 主要满足高风险偏好和高净值及机构客户需求。与 Wisdom

Tree 类似，Proshares 旗下还有采取等市场权重、多因子、价格加权策略的未加杠杆的主动管理型 ETF，其中股票类 17 支、另类 9 支、固定收益类 4 支、波动率 ETF 4 支。

杠杆型 ETF 的发行具有配对设计的特征。虽然 ProShares 设计的产品中做多产品数量多于做空产品数量，但是其设计过程中会针对同一指数推出空头与多头产品，并且一般而言配对组合的推出时间完全一致。

次贷危机时期，反向杠杆 ETF 大放异彩。做空 20 年期以上国债的 TBT 与做空标普 500 指数的 SH 规模直线拉升，短期套期保值的特性使得反向杠杆 ETF 在金融危机时期获得追捧。而当投机者预期指数在短期内有较大幅度上涨时，通过建仓正向杠杆 ETF 可获得收益。

股票型杠杆 ETF 费率保持较高水平，整体高于市场开放式主动股票基金的平均费率。从跟踪指数标的来看，79 支杠杆股票型 ETF 涵盖国内宽基指数、国内行业指数和国际股票指数，合计规模 234 亿美元，简单加权平均管理费率为 0.885%，规模加权平均管理费率为 0.805%，均高于开放式主动股票型基金行业平均费率（0.78%）。

从规模来看，做多规模多于做空规模且做多市场指数为主。2 倍正向、3 倍正向分别为 72.1 亿美元、59.3 亿美元，其中，做多市场指数规模 103.7 亿美元，行业股票指数仅 18.5 亿美元；做多规模最大的为 3 倍做多市场综合指数 TQQQ 38.9 亿美元，做空规模最大的为 1 倍做空标准普尔 500 指数的 SH 17.1 亿美元；其次为 2 倍做空 20 年期以上国债指数的 TBT 14.2 亿美元。从产品数量分布来看，反向 60 支、正向 43 支，2 倍杠杆 ETF 最多，正向/反向分别 35 支/34 支，3 倍杠杆 ETF 正向/反向各 8 支，1 倍反向 ETF 共 18 支。

表 21: ProShares ETF 基金数量及费率

	杠杆 ETF	股票 ETF	另类 ETF	固收 ETF	波动率 ETF	合计
数量	103	17	9	4	4	137
简单平均费率	1.57%	0.44%	2.01%	0.66%	0.90%	1.42%

资料来源：ProShares，申万宏源研究

表 22: ProShares 杠杆 ETF 基金分布

	股票:宽基	股票:窄基	股票:国际	固定收益	货币	商品	数量合计	AUM(百万美元)
做多	11	16	6	3	2	5	43	13,140
2X	6	14	6	3	2	4	35	7,214
3X	5	2	0	0	0	1	8	5,926
做空	17	20	9	6	4	4	60	8,651
-1X	6	5	3	3	1	0	18	3,631
-2X	6	13	6	2	3	4	34	3,540
-3X	5	2	0	1	0	0	8	1,480
合计	28	36	15	9	6	9	103	21,791

资料来源：ProShares，申万宏源研究

表 23: 杠杆 ETF 的设计具有配对特征

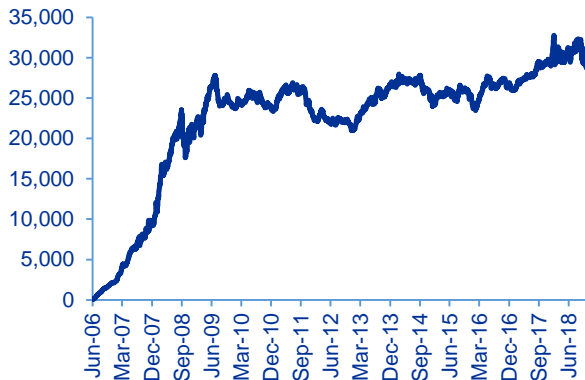
代码	做多 ETF	倍数	代码	对应做空 ETF	倍数
UYG	Ultra Financials	2x	SEF	Short Financials	-1x
			SKF	UltraShort Financials	-2x
EET	Ultra MSCI Emerging Markets	2x	EUM	Short MSCI Emerging Markets	-1x
			EEV	UltraShort MSCI Emerging Markets	-2x
UBT	Ultra 20+ Year Treasury	2x	TBF	Short 20+ Year Treasury	-1x
			TBT	UltraShort 20+ Year Treasury	-2x

资料来源: ProShares, 申万宏源研究

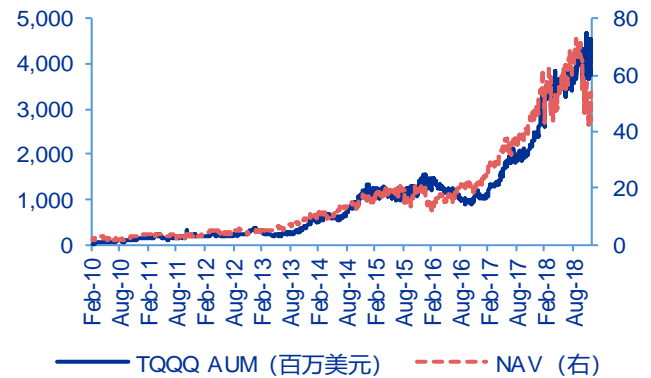
表 24: ProShares 宽基股票型 ETF 产品矩阵

	基准指数	UltraPro Short	UltraShort	Short	Ultra	UltraPro
宽基股票型 ETF	标普 500	SPXU	SDS	SH	SSO	UPRO
	纳斯达克 100	SQQQ	QID	PSQ	QLD	TQQQ
	道琼斯工业平均	SDOW	DXD	DOG	DDM	UDOW
	标普中市值 400	SMDD	MZZ	MYV	MVV	UMDD
	标普小市值 600	--	SDD	SBB	SAA	--
	罗素 2000	SRTY	TWM	RWM	UWM	URTY

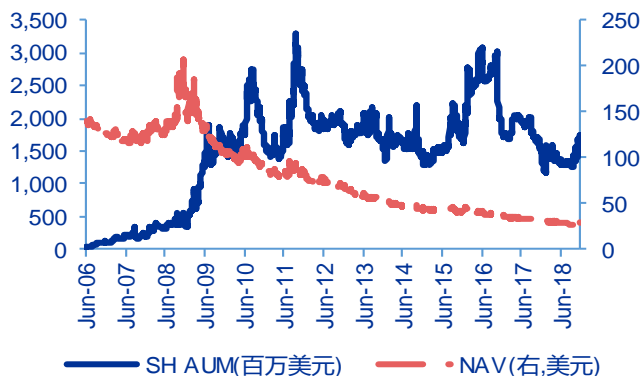
资料来源: ProShares, 申万宏源研究

图 43: Proshares 历史 AUM (百万美元)


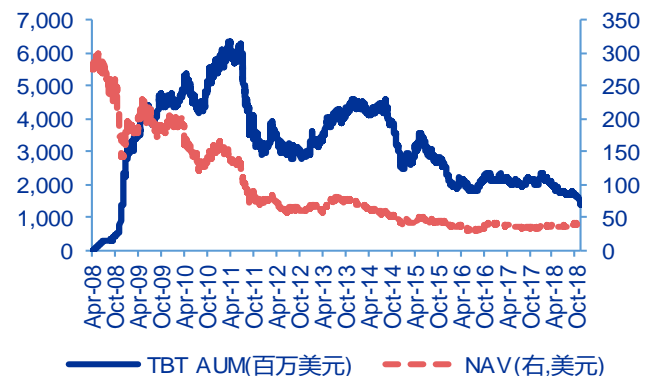
资料来源: Proshares, 申万宏源研究

图 44: TQQQ 历史 AUM 及单位净值


资料来源: Proshares, 申万宏源研究

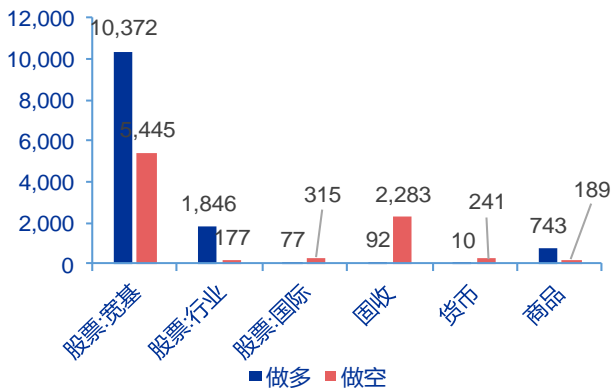
图 45: SH 历史 AUM 及单位净值


资料来源: Proshares, 申万宏源研究

图 46: TBT 历史 AUM 及单位净值


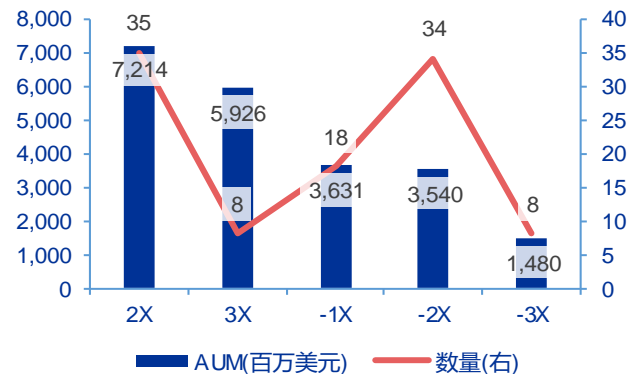
资料来源: Proshares, 申万宏源研究

图 47: 按跟踪指数分类与多空分类的净资产规模 (百万美元)



资料来源: Proshares, 申万宏源研究

图 48: 正向做多杠杆 ETF 规模约为反向做空 AUM 的 1.5 倍



资料来源: Proshares, 申万宏源研究

下面以规模最大的 TQQQ (ProShares UltraPro QQQ) 为例, 讨论其产品设计运作。**TQQQ 投资目标是获得 3 倍于纳斯达克 100 指数 (NDX) 的投资收益, 并通过投资于互换协议、期货合约, 获得足够的风险敞口, 并且逐日盯市和调仓。**互换协议标准化程度较低, 在场外进行, 交易对手方均是 ProShares 认可的全球性金融机构, 并采取逐日盯市和要求足额抵押担保等方式防范交易对手违约风险; 而期货合约则更加标准化。**杠杆 ETF 追求的是日杠杆, 而非长期杠杆。**

以 2018 年 5 月末为例, TQQQ 投资于股票、互换协议、期货合约的敞口分别为 76%、214%、10%。投资股票规模 (基于纳斯达克 100 指数) 26.3 亿美元、互换协议名义本金 73.8 亿美元、NASDAQ 100 E-Mini 指数多头期货 (共 2439 手) 名义本金 3.4 亿美元。其中, 10 笔互换协议利率在 2.05%~2.58% 不等, 分别以 NDX 指数或 TQQQ 份额作为基础资产, 交易对手包括美国银行、花旗银行、高盛、摩根士丹利等大型金融机构。2017/5-2018/5, TQQQ 总回报率为 57.64%, 远高于基准指数 21.66% 的回报。

表 25: 截至 2018 年 5 月末年化回报率

	1 年	5 年	成立至今 (2009-2-9)
TQQQ	57.64%	56.20%	52.62%
纳斯达克 100 指数 (NDX)	21.66%	19.96%	19.45%

资料来源: ProShares, 申万宏源研究

表 26: 2018 年 5 月末公司风险敞口构成及重仓股

投资标的	占净资产比重	前 5 大持仓	占净资产比重
股票资产	76%	苹果公司	9.1%
互换协议	214%	亚马逊	7.6%
期货合约	10%	微软, A 类股票	7.3%
合计	300%	脸书, C 类股票	4.4%
		谷歌	3.6%

资料来源: ProShares, 申万宏源研究

表 27: 2018 年 5 月末, TQQQ 签订互换协议情况

互换交易	名义金额(百万美元)	协议终止日	交易对手	利率	基础资产	公允价值变动(百万美元)
1	109.14	11/6/2019	美国银行	2.33%	纳斯达克 100 指数	12.78
2	47.70	11/6/2019	花旗银行	2.27%	纳斯达克 100 指数	-10.89
3	234.89	11/6/2019	瑞士信贷	2.53%	纳斯达克 100 指数	37.42
4	705.02	11/6/2019	德意志银行	2.35%	纳斯达克 100 指数	193.43
5	0.76	11/6/2018	高盛	2.05%	TQQQ Series 1	0.38
6	87.07	11/6/2019	高盛	2.30%	纳斯达克 100 指数	-16.88
7	21.24	11/6/2019	摩根士丹利	2.33%	TQQQ Series 1	3.63
8	88.96	11/6/2019	摩根士丹利	2.53%	纳斯达克 100 指数	15.05
9	2,831.37	11/6/2019	法国兴业银行	2.58%	纳斯达克 100 指数	133.57
10	3,255.20	11/6/2019	瑞士信贷	2.43%	纳斯达克 100 指数	162.78
合计	7,381.35				合计	531.26

资料来源: ProShares, 申万宏源研究

相较于普通的 ETF, 杠杆型 ETF 的费率并不低, 主要为专业投资者和机构投资者提供了便利的具备流通性的杠杆投资工具。理论层面, 通过借用金融衍生品如股指期货、股指期权、掉期合约等来构建复杂的投资组合, 同样可以达到上述杠杆 ETF 的效果; 但是, 衍生品的交易成本通常并不低, 且资金占用较高, 对于缺乏相应风险管理能力的投资者而言并非好选择, 杠杆 ETF 的存在很好的满足了部分专业交易者和大型投资机构及高风险偏好者的要求。对于中小投资者, 杠杆 ETF 由于其收益波动大的特性, 其在极端情况下 3 被做空 ETF 具有本金损失 300% 的可能性。

金融危机后, ProShares 杠杆 ETF 规模整体较为平稳, 但杠杆 ETF 中权威的位置几乎无人撼动。如果说贝莱德是传统 ETF 基金的领军者, 那么 ProShares 则是杠杆和反向 ETF 中的权威。与大型的基金管理公司不同, ProFunds 集中精力运作创新型基金, 利用杠杆型产品的排他性迅速占领市场, 此外, ProFunds 允许旗下的指数基金迅速转换, 无任何限制和赎回费用, 方便投资者构建并实现所有针对市场方向及各种板块轮动的投资策略。

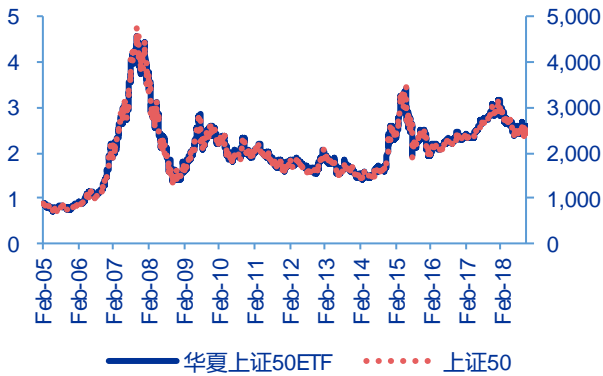
5. 中国 ETF 征途辽阔

5.1 中国 ETF 市场尚处发展初期

2009-2017 总规模复合增速达 36%, 但绝对规模仍较低。2009-2017 年我国 ETF 基金规模 8 年 CAGR 达到 36.4%, 截止 11M18, 我国交易所上市交易的 ETF 规模为 5612 亿元, 占我国开放式基金规模的比重为 4.0%; 但相距美国 ETF 市场规模仍甚远, 2017 年末美国 ETF 规模为 3.4 万亿美元, 占开放式基金的比重为 15.4%

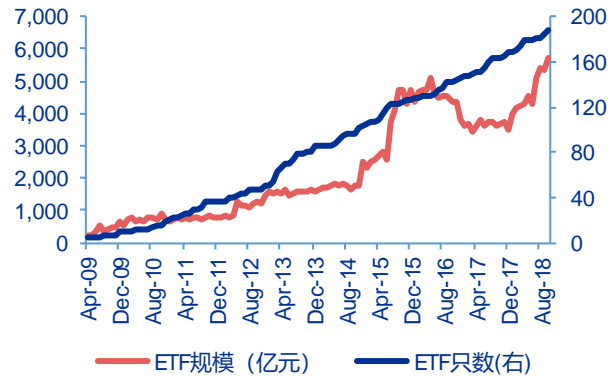
产品结构多元化程度低，货币型与非货币 ETF 规模相当。3Q18，上市 ETF 数量共 184 只，其中，27 只货币型 ETF 规模共 2517 亿元，占总规模比重为 47%，157 只非货币型 ETF 规模共 2825 亿元，占总规模比重为 52.9%：其中，股票型 ETF 规模占比 47.3%、债券型 ETF 规模占比 0.6%、商品型 ETF 占比 2.1%、跨境型 ETF 占比 2.9%。

图 49: 国内第一支 ETF 基金-华夏上证 50ETF 净值与上证 50 指数表现



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 50: 中国 ETF 基金规模及数量 (亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 28: 3Q18 我国 ETF 基金规模数量及构成统计 (单位: 亿元)

	ETF 支数	ETF 规模	ETF 支数占比	ETF 规模占比
股票型	137	2,528	74.5%	47.3%
宽基指数	70	2,213	38.0%	41.4%
行业指数	31	93	16.8%	1.7%
主题指数	36	222	19.6%	4.2%
债券型	9	30	4.9%	0.6%
货币型	27	2,517	14.7%	47.1%
商品型	4	114	2.2%	2.1%
跨境型	7	153	3.8%	2.9%
合计	184	5,342	100.0%	100.0%
非货币类	157	2,825	85.3%	52.9%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

费率差距不明显，产品同质化，尚未出现被动管理绝对巨头。被动型基金的先发优势与规模优势一定程度有所体现，股票型 ETF 基金规模 CR3、CR5、CR10 分别达到 39.1%、54.8%、76.7%，跟踪沪深 300、中证 500、上证 50 的指数基金规模 CR3 分别达到 41%、63%、94%。费率方面，目前我国 ETF 产品管理费率与认购费率尚未出现激烈竞争，管理费率基本为 0.50%，托管费率为 0.10%，此外仍有销售费率和其他费用，较美国 2017 年权益型 ETF 平均的水平 0.2% 仍明显较高。

表 29: 中国股票型 ETF 规模前 10 大产品及 CR3/5/10 (单位: 亿元)

规模排名	股票型			主题指数			行业指数			跨境型		
	代码	跟踪指数	规模	代码	跟踪指数	规模	代码	跟踪指数	规模	代码	跟踪指数	规模
1	510050	上证 50	413.1	510810	上海国企	86.4	512880	证券公司	17.4	-	恒生中国企业指数	83.5
2	510500	中证 500	298.0	510230	180 金融	39.3	159928	中证消费	16.6	-	恒生指数	39.7
3	510300	沪深 300	277.5	510880	上证红利	20.9	159938	全指医药	14.8	513050	中国互联网 50	9.3
4	510330	沪深 300	205.8	512580	中证环保	13.3	512000	证券公司	6.7	513100	纳斯达克 100	9.1
5	159919	沪深 300	192.0	512070	300 非银	10.6	512800	中证银行	5.1	513500	标普 500	8.3
6	510180	上证 180	177.4	512660	中证军工	7.5	159933	沪深 300 金融	4.4	513030	德国 DAX	2.6
7	159915	创业板指	170.0	159905	深证红利	6.8	512010	沪深 300 医药	4.4	159941	纳斯达克 100	0.3
8	510810	上海国企	86.4	510160	小康指数	6.3	159939	全指信息	3.9			
9	159949	创业板 50	75.3	512980	中证传媒	6.1	512900	证券公司	3.6			
10	510390	沪深 300	44.9	510010	180 治理	4.0	159940	全指金融	3.0			
CR3		988.5	39.1%		146.6	66.0%		48.7	52.5%		132.5	86.7%
CR5		1,386.3	54.8%		170.5	76.8%		60.6	65.2%		149.8	98.1%
CR10		1,940.2	76.7%		201.3	90.6%		79.9	86.0%		152.7	100.0%
ETF 总规模		2,528.4			222.2			92.9			152.7	

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 规模为截至 2018 年 9 月 30 日的统计

表 30: 中国非股票型 ETF 规模前 10 大产品及 CR3、CR5、CR10 (单位: 亿元)

规模排名	货币型			债券型			商品型		
	名称	规模	代码	跟踪指数	规模	代码	跟踪指数	规模	
1	华宝添益	1,329.9	511220	沪质城投	23.9	159937	SGE 黄金 9999	62.6	
2	银华日利	672.2	511230	上证周期债	2.0	-	SGE 黄金 9999	40.0	
3	建信添益	249.1	511010	上证 5 年国债(全)	1.7	159934	SGE 黄金 9999	9.4	
4	理财金 H	93.5	511260	上证 10 年国债	0.8	518800	SGE 黄金 9999	1.8	
5	交易货币	49.3	511290	上证 10 年国债(净)	0.5				
6	财富宝 E	33.5	511280	沪质中高债 3-5	0.5				
7	富国货币	28.3	511310	中证 10 年国债	0.2				
8	华泰货币	11.2	159926	中期国债(净价)	0.2				
9	鹏华添利	11.0	511270	上证 10 年地债	0.0				
10	易货币	7.6							
CR3	2,251	89%		27.5	92.6%		112.0	98.5%	
CR5	2,394	95%		28.8	97.0%		113.8	100.0%	
CR10	2,486	99%		29.7	100.0%		113.8	100.0%	
ETF 总规模	2,517			29.7			113.8		

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 规模为截至 2018 年 9 月 30 日的统计

表 31: 3Q18 中国主要股票型 ETF 指数基金 CR3/CR10 及费率情况 (单位: 亿元)

跟踪标的	基金数量	总规模	CR3	CR10	Top3 规模	Top10 规模	Top1 费率		同类平均		
							管理费率	托管费率	管理费率	托管费率	销售服务费率
沪深 300	90	1,640	41.2%	77.0%	675	1,263	0.50%	0.10%	0.61%	0.12%	0.29%
中证 500 指数	56	610	62.7%	84.5%	382	516	0.50%	0.10%	0.62%	0.13%	0.29%
上证 50 指	19	574	94.1%	99.2%	540	570	0.50%	0.10%	0.65%	0.12%	0.33%
创业板指	26	315	79.1%	95.0%	249	299	0.50%	0.10%	0.60%	0.12%	0.29%
中小板指	7	29	95.0%	na	28	na	0.50%	0.10%	0.63%	0.12%	0.33%
MSCI 指数	17	133	46.9%	90.2%	62	120	0.60%	0.10%	0.64%	0.13%	0.32%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

5.2 建议尽早布局 ETF 蓝海市场

资管新规的推行下, 净值化管理、打破刚兑是大势所趋, 届时无风险收益率将下行, 传统货基的吸引力将下降, 而股票和债券型公募基金的繁荣不会缺席, 低成本和便捷且分散化投资的 ETF 基金将是一篇蓝海; 对于有志于在 ETF 新蓝海占据不败之地的公司而言, 提前布局和投入十分重要。

行业方面:

- ◇ **普及和深化投资者教育。**在美国, 关于被动投资的投资者教育深化了被动投资趋势; Morningstar, ETF Trends 等机构普及作用功不可没。
- ◇ **做市商为 ETF 基金提供了充足的流动性。**美国 ETF 基金蓬勃发展的重要原因之一是美国特许券商作为做市商提供了良好的交易流通性。
- ◇ **引导以养老金等为代表的长期资金入市, 提高机构投资者比例。**被动投资的指数产品近 20 年在美国风靡的重要原因是市场有效性提升, 主动管理基金难以持续获得超额收益, 而费率却更高; 我国目前以个人投资者为主的投资者格局下, 市场有效性较低, 基金公司主动管理优势仍然较为显著, 未来市场有效性的提升需要国家应引导养老金、保险公司等长期资金入市提升专业机构的投资比例。
- ◇ **提供咨询服务与其他多元化服务。**美国指数基金、ETF 基金产品费率多年来下降明显, 部分公司甚至推出零费率的产品, 价格战的背后实质是各家公司通过做大客户数量与 AUM, 提高市占率, 而更多通过提供咨询服务与其他多元化服务来获得收益, 美国巨头资管机构如先锋和贝莱德均在投资咨询或风险管理方面有较强的服务能力。

公司层面:

- ◇ **ETF 基金具有显著的先发优势, 提前布局十分重要。**贝莱德优先在全球主要资本市场布局 ETF 产品, 当前 850 支产品遍布全球, 规模稳居第一。道富发行了美国第一支 ETF, 当前该产品为全美最大的 ETF 产品。

- ◇ **ETF 产品布局全资产谱系，为投资者提供便捷的参与各类资产配置的低成本渠道。** 贝莱德其提供了涵盖所有资产类别的投资产品，目前我国 ETF 产品设计中以货币型基金和股票型基金为主，债券型 ETF 仅 9 支，规模占比不足 1%，跨境股票 ETF 仅 7 支，占比不足 4%；参考美国经验，未来的长期趋势是为投资者提供参与全球股票、全球国债、全球商品投资的便捷渠道。
- ◇ **把降低费率放在重要战略位置，低成本的基金有助于提升基金公司市占率。** ETF 基金的费率差距不明显，随市场竞争加剧低成本将成为重要竞争力。iShares 核心系列产品资产加权平均费率仅不足千分之 7，为投资者提供了极大的选购便利；先锋虽然后发，但凭借最低费率下市场份额近十年提升仅 20pct。
- ◇ **发展 Smart Beta ETF 作为费率增强策略。** 我国许多基金仍通过外部主体代销，销售成本较高，美国 ETF 基金费率持续下降，费率竞争加剧下，贝莱德等大型资产管理机构纷纷加大智能投顾布局，智能投顾发展的一方面在于降低资产配置成本，另一方面加强 Smart Beta 策略布局，该类产品有较强的费率溢价。
- ◇ **部分公司可优先在细分产品创新领域布局，从而获得竞争优势。** 对于资本实力较弱的公司而言，可以考虑在细分产品领域中提前布局和投入。主动管理 ETF 方面，目前我国也有少量的主动管理型 ETF，但主要集中于基本面和风格指数，同质性较高，可借鉴 Wisdom Tree 的经验，创设属于自身的系列指数。

附录

附录 I：贝莱德历史沿革与财务表现

创始人劳伦斯·芬克 (Laurence D. Fink) 曾担任固定收益证券交易员。 20 世纪 70 年代，美国分级贷款抵押债券 (MBS) 方兴未艾，机构 MBS 市场规模从 1970 年仅 3.47 亿美元增长至 1986 年 5312 亿美元，16 年 CAGR 58.1%。Fink 抓住业务契机，最高时单季创造盈利达 130 万美元，出色的业绩使其 28 岁便被提拔为第一波士顿银行合伙人。1986 年，受金融政策收紧影响，Fink 在一桩高风险交易中失手，致使公司亏损 1 亿美元而造辞退。Fink 离开第一波士顿银行后，很快找到了下家——1987 年进入私募公司黑石集团 (Black Stone)，在黑石资助下，**1988 年，Fink 联合 Susan 等 7 位创始人成立了贝莱德。** 1995 年，PNC 金融服务集团 (Pittsburgh National Corporation) 以 2.4 亿美元从黑石公司手中购买了贝莱德 62% 股权；1998 年，PNC 的股权、流动资产、共同基金业务并入贝莱德；此次并购使得贝莱德业务从封闭式基金、信托产品拓展到开放式基金。

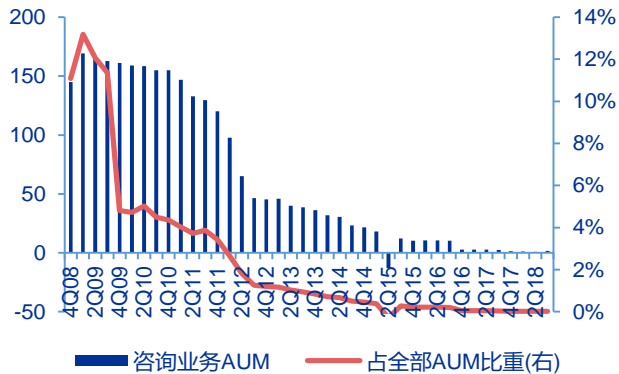
表 32：贝莱德历史大事记

时间	AUM (十亿美元)	事件
1988 年		集团创立
1995 年		PNC 从黑石公司购买贝莱德 62% 股权
1998 年		PNC 的共同基金业务并入贝莱德，贝莱德业务从封闭式基金、信托产品拓展到开放式基金
1998 年	130.6	在苏格兰爱丁堡设立了第一个国际办事处
1999 年	164.5	自主研发阿拉丁 (Aladdin) 风险管理系统，为客户提供市场风险分析服务 10 月，贝莱德集团以 14 美元/股 IPO，成功登陆纽交所，PNC 为其主要股东
2000 年	203.8	将分析师团队剥离出来，组建贝莱德解决方案公司 (BlackRock Solutions)，风险管理及技术服务
2005 年	452.7	以 3.25 亿美元和 5000 万美元普通股收购 MetLife 旗下 SSRM Holdings
2006 年	1,124.6	以 49.3% 股份为对价收购了美林证券 (Merrill Lynch) 的买方资管业务，拓展权益型基金产品
2007 年	1,356.6	收购 Quellos 集团 FOF 业务
2008 年	1,307.2	推出金融市场顾问业务，就贝尔斯登 (Bear Stearns) 的抵押贷款证券化产品和产品价值进行分析
2009 年	3,346.3	以 135 亿美元收购巴克莱国际投资管理 (Barclays Global Investors, BGI)，拓展 ETF 业务
2010 年	3,561.0	纳入标普 500 成分股
2012 年	3,791.6	收购加拿大公司 Claymore Investments，设立 iShares 核心基金，扩大资产组合投资范围
2015 年	4,645.4	收购智能投顾平台 Future Advisor，以增强贝莱德集团线上智能财富管理能力
2017 年	6,288.2	成立 iRetire 技术来帮助客户进行退休后收入计划的管理
2018 年	6,444.1	在帕罗奥图成立了人工智能实验室，以进行机器学习、数据科学和自然语言处理等高新技术的研发

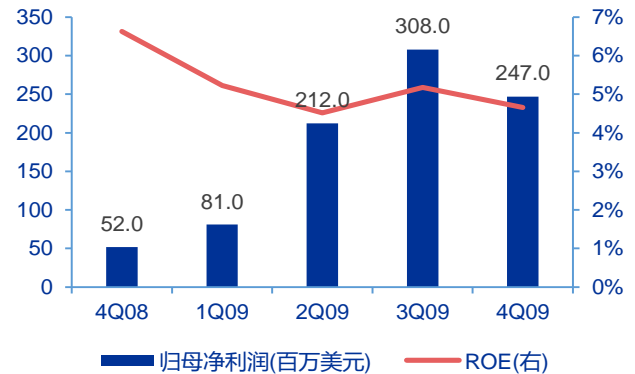
资料来源：公司财报，申万宏源研究

1999 年，公司自主研发的 Aladdin 风险管理系统上线。贝莱德创立之始便建立数据中心分析债券风险，强大的风险分析系统是公司的核心竞争力之一。从年轻有为合伙人的风光无限到遭解雇，Fink 的债券交易经历使其尤为重视风险，认为数据中心的建设与监控必不可少，1994 年，贝莱德前瞻性地做了抵押贷款相关数据搜集及整理工作，1995 年，公司帮助通用电气 (GE) 评估处置了约 100 亿美元的不良 ABS，帮助 GE 避免了约 10 亿美元的损失。

强大的风险分析与管理能力成为公司立身之本，4Q08 公司 ROE 仍高达 6.6%。基于早期建立的数据中心，公司在高收益债券领域的专业分析能力独树一帜，2008 年的金融危机中，美国政府与贝莱德签署金融救援计划，贝莱德顺势推出了金融市场顾问业务，对花旗、贝尔斯登、房利美、房利美等机构的有毒资产进行代持管理，累计共约 1450 亿美元。金融危机中贝莱德独善其身，4Q08 单季归母净利润 0.52 亿美元，ROE 达 6.63%，与部分金融机构大幅亏损形成鲜明对比。

图 51: 贝莱德受咨询 AUM 规模 (十亿美元)


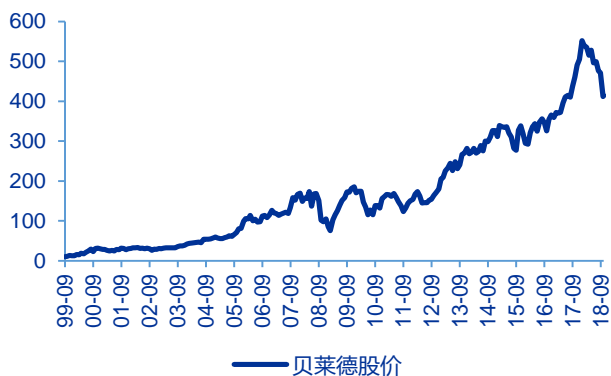
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 52: 金融危机时期公司 ROE 仍有 5% 以上


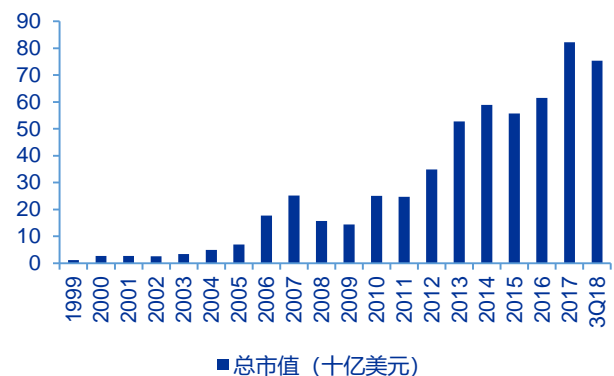
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

上市至今,公司总市值从 11 亿美元增长到 2017 年末为 822 亿美元, CAGR 达到 27%。

2017 年末, 贝莱德在全球范围内拥有 25 个投资中心, 在 34 个国家设立有 84 个国际办事处, 全球员工共计约 1.35 万名, 管理来自 100 多个国家的客户资产; 此外, 公司通过贝莱德解决方案公司 (BlackRock Solutions) 向超过 200 个客户提供风险管理和企业投资服务。

图 53: 上市至今贝莱德股价表现 (美元/股)


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 54: 上市至今贝莱德总市值 (十亿美元)


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

重视投后治理, 做可持续的投资。 屡次成功的并购使得公司 AUM 不断增长, 目前作为全球最大的投资者, 一方面, 贝莱德积极参与被投资公司的治理, 帮助被投资公司实现长期可持续的增长, 以为客户提供最大化回报; 另一方面, 对于影响到长期投资表现的各类政策问题, 公司研判大势、针砭时弊, 积极宣扬公司价值观并进行思想上的领导。公司每年均出具投资管理年度报告。以 2017 年 7 月-2018 年 6 月为例, 贝莱德累计参与被投资公司 1.72 万次董事会会议, 累计表决 15.9 万个议案。

表 33: 贝莱德参与被投资公司表决次数

地区	出席董事会议次数	有反对票次数占比	表决提案总计	反对议案占比
美国	3,904	29%	31,265	5%
美洲 (除美国外)	1,108	50%	9,993	10%
英国	861	30%	11,718	5%
欧洲、中东和非洲 (除英国外)	2,593	55%	35,420	12%
日本	2,142	37%	21,202	5%
亚太地区 (除日本外)	6,543	35%	49,344	10%
总和	17,151	38%	158,942	8%

资料来源: ISS Proxy Exchange, 申万宏源研究

重视股东回报, 分红稳定增长。2004-2017 年, 公司 DPS 从 1 美元/股增长到 10 美元/股, 股利支付率中枢在 40%以上, 平均股利支付率为 42%。

图 55: 贝莱德股利支付率稳定, DPS 逐年增长 (美元/股)


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

附录 II：美国 ETF 基金发展历程

表 34：美国 ETF 基金发展历程

时间	ETF 发展历程
Jan-93	第一只 ETF 诞生，由道富发行的 S&P 500 SPDR (SPY)
Mar-96	首支国际 ETF-iShares MSCI Japan (EWJ) 诞生，2000 年更名为 iShares MSCI 系列指数，跟踪全球主要经济体指数
Dec-98	首支行业 ETF (XLK) 诞生，跟踪标普 500 科技行业指数
Mar-99	纳斯达克交易所推出基于纳斯达克 100 指数的 ETF (QQQ)
Jul-02	首支债券 ETF 诞生，由 iShares 发行的四支债券型 ETF：IEF/LQD/SHY/TLT
Apr-03	首支新兴市场 ETF (EEM) 诞生，由 iShares 发行
Apr-03	首支 Smart Beta ETF (RSP) 诞生，由 Invesco 发行，采用等权重的方式
Nov-04	首支金属 ETF 诞生，是由道富发行的实物黄金 ETF (GLD)
Apr-06	首支大宗商品 ETF 诞生，是由 UCSF 发行的美国石油基金 USO
Jun-06	首支 ETN 诞生，由巴克莱银行发行跟踪道琼斯瑞银商品指数的 ETN (DJP)
Jun-06	首支货币对冲海外股票型基金 (DXJ) 诞生，由 Wisdom Tree 发行
Jun-07	首支杠杆 ETF 诞生，为 ProShares 发行的 SSO
Nov-09	首支免佣金 ETF (SCWB) 诞生，由嘉信理财发行，随后富达、先锋等效仿
Nov-14	无需公布持仓的主动管理型 ETF 诞生

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。