



Research and
Development Center

低利率市场环境下海外明星产品借鉴之一： JPMorgan Equity Premium Income ETF

2025 年 6 月 23 日

证券研究报告

基金研究

基金专题报告

于明明 金融工程与金融产品

首席分析师

执业编号: S1500521070001

联系电话: +86 18616021459

邮箱: yumingming@cindasc.com

崔诗笛 金融工程与金融产品

金融工程分析师

执业编号: S1500523080001

联系电话: +86 18516560686

邮箱: cuishidi@cindasc.com

孙石 金融工程与金融产品

金融工程分析师

执业编号: S1500523080010

联系电话: +86 18817366228

邮箱: sunshi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

低利率市场环境下海外明星产品借鉴之一:

JPMorgan Equity Premium Income ETF

2025 年 6 月 23 日

本文是低利率市场环境下海外明星产品借鉴系列第一篇, JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 是海外长期稳定高分红产品, 分红来源主要为产品卖出认购期权的权利金, 产品以月度全额派息为核心特色, 提供穿越市场周期的稳定现金流。

海外备兑开仓策略基金持续扩容, 2025Q1 美国备兑开仓策略 ETF 规模突破千亿美元, 其中 JPMorgan 产品规模持续领跑同业。JPMorgan 备兑开仓策略产品规模增长动能强劲, 收益特征呈现策略同源性。

- **JPMorgan 备兑开仓策略产品规模持续领跑同业。**截至 2025Q1, JPMorgan 备兑开仓策略产品规模合计 685.08 亿美元; 美国备兑开仓策略 ETF 中, JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 规模占比 61.05%。
- **JPMorgan 备兑开仓策略产品投资框架一致, 规模增长动能强劲。**产品具有相同的投资目标与相似的投资策略, 产品在降低波动的同时追求稳定的权利金收入。2022 至 2024 年, JPMorgan 旗下 3 只备兑开仓策略产品合计规模增长每年均超百亿美元。JPMorgan 备兑开仓策略产品收益特征呈现策略同源性。

JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 成立于 2020 年 5 月, 基金投资目标是在保持资本增值预期的同时追求当前的收入。基金创建了一个主要由标普 500 指数成分股组成的主动管理股票组合, 同时通过股票联结票据 (Equity Linked Notes, ELN) 卖出标普 500 指数看涨期权。

- **海外规模最大的主动管理 ETF:** 截至 2025 年 5 月 20 日, 基金总资产管理规模已达到 400.24 亿美元, 产品份额超过七亿份。
- **产品持仓特征:** 产品主要投资于美国股票与 ELN; 投资区域集中于美国; 重仓信息技术、金融、工业与医疗保健行业; 股票投资相对分散。

基金投资组合分为两部分: (1) 通过经过长期考验的自下而上基本面研究选股流程构造防御性股票组合, (2) 按交易规则执行卖出虚值认购标普 500 指数期权操作以产生可分配的月度收益。

- **主动管理股票组合主要由标普 500 指数成分股组成。**通过研究、估值和选股三个步骤构建一个波动性低于标普 500 指数的投资组合。
- **ELN 采用备兑开仓策略嵌入认购期权空头。**ELN 提供的期权费是基金收益的重要来源。2024Q4 基金持仓 ELN 年化利率在 38% 至 62% 之间。

基金自身的收益增强、稳定分红、低波动性、低费率等优势, 以及投顾行业的崛起共同驱动产品需求。

- **ELN 具有收益增强机制，其利率与 VIX 水平高度正相关。**ELN 内嵌的备兑开仓策略能够获得权利金以增强收益。基金持仓的 ELN 最高年化利率与季末 VIX 相关系数高达 0.92。
- **基金持续稳定的分红机制有利于增强投资者黏性。**基金通过股息收益与期权权利金双引擎创造收益，并以月度全额派息为核心特色。基金的月度期权费收益率与前一月 VIX 均值自 2023 年至 2025Q1 的相关系数为 0.77。截至 2025 年 4 月 30 日，基金分红率为 8.93%。
- **基金具有波动较低的优势。**成立五年以来，产品每年的年度波动率均低于标普 500 指数。在行情较差的 2022 年，产品以较低波动率大幅跑赢标普 500 指数，产品份额由不足 100 万跃升至 300 万份以上。
- **基金费率造就低成本战略优势。**作为主动管理的备兑开仓策略 ETF, JEPI 费率仅为 0.35%，低于美国 2024 年被动权益 ETF，能够满足 ETF 投资者的低费率偏好。
- **基金投顾及机构投资者共同促进产品需求。**机构投资者数量持续扩张，持仓占比持续稳定在 30% 以上。伴随美国投顾行业崛起，产品投顾持仓占比显著跃升。

风险因素：宏观经济下行；股市波动率上升；金融监管力度抬升超预期。本基金属于股票型基金，预期风险收益水平较高；历史表现不代表未来。



目录

一、海外备兑开仓策略基金扩容，JPMorgan 产品规模持续领跑同业	6
1.1、美国备兑开仓策略 ETF 规模突破千亿美元，JPMorgan 产品规模持续领跑同业	6
1.2、JPMorgan 备兑开仓策略产品投资框架一致，规模增长动能强劲	8
二、JEPI：规模最大的主动管理 ETF	10
2.1、基金基本信息	10
2.2、产品规模与份额持续增加	10
2.3、产品持仓情况	11
三、产品策略分为股票组合与备兑开仓策略	14
3.1、主要策略由防御性股票组合及期权叠加策略构成	14
3.2、股票投资策略：寻求创建波动低于标普 500 的股票组合	15
3.3、产品通过 ELN 投资于备兑策略，持续获得期权费收入	16
四、复合优势共同驱动产品需求	18
4.1、基金投资的 ELN 具有收益增强优势	18
4.2、基金持续稳定的分红机制有利于增强投资者黏性	19
4.3、基金具有波动较低的优势	21
4.4、基金费率造就低成本战略优势	22
4.5、基金投顾及机构投资者共同促进产品需求	22
五、总结	24
风险因素	25

表目录

表 1：JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金	8
表 2：JEPI、JEPRX 与标普 500 指数收益对比	9
表 3：JEPQ 与纳斯达克 100 指数收益对比	9
表 4：JEPI 基本信息	10
表 5：JEPI 持仓情况	12
表 6：JEPI 持仓投资区域	12
表 7：JEPI 持仓行业分布	12
表 8：JEPI 前十持仓股票	13
表 9：2024Q4 基金持仓 ELN	16
表 10：备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金费率均值（%）	22

图目录

图 1：备兑开仓策略产品规模（亿美元）及数量	6
图 2：备兑开仓策略产品规模（亿美元）与占比	7
图 3：JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金市场规模占比	7
图 4：JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金规模（亿美元）	8
图 5：JEPI 产品规模（百万美元）	11
图 6：JEPI 产品份额（百万）及收盘价	11
图 7：JEPI 产品份额（百万）及收盘价	13
图 8：基金三种投资需求	14
图 9：基金投资流程	14
图 10：基金历史年化回报情况	15
图 11：股票投资流程	15
图 12：JEPI 净资产中 ELN 占比	18
图 13：JEPI 持仓 ELN 年化利率的范围与均值	19
图 14：JEPI 上市以来产品分红情况（美元）	19
图 15：JEPI 期权费与股息收益（bps）	20
图 16：JEPI 期权费收益（bps）与前月 VIX 均值	20
图 17：JEPI 产品表现	21
图 18：JEPI 年度波动率	21
图 19：2022 年产品表现	22
图 20：JEPI 机构投资者数量与持仓占比（%）	23

图 21: JEPI 投资者持仓占比 (%)	23
------------------------------	----

一、海外备兑开仓策略基金扩容，JPMorgan 产品规模持续领跑同业

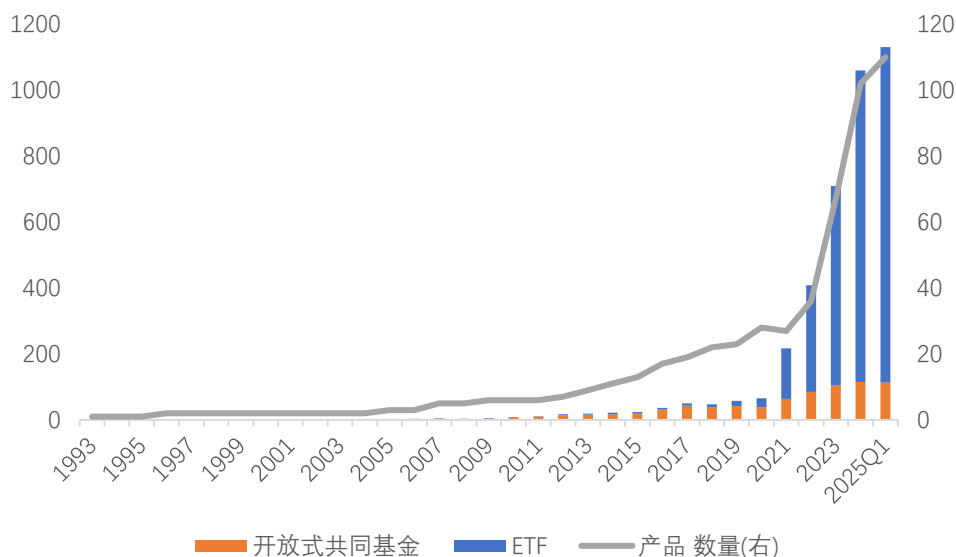
信达金工研究报告《公募基金期权应用之一：通过备兑策略实现收益增强》详细介绍了期权备兑开仓策略以及海外相关产品的布局。2024 年美国备兑开仓策略产品数量与规模大幅增长，产品规模业已突破千亿美元大关。在此轮市场扩容中，JPMorgan 公司备兑开仓策略产品规模持续领跑同业。

1.1、美国备兑开仓策略 ETF 规模突破千亿美元，JPMorgan 产品规模持续领跑同业

美国备兑开仓策略产品规模 2024 年突破千亿美元。截至 2024 年底，美国备兑开仓产品规模首次突破千亿美元大关，合计 1060.55 亿美元，其中 ETF 规模为 945.71 亿美元，开放式共同基金规模 114.84 亿美元。

美国备兑开仓策略 ETF 规模 2025Q1 突破千亿美元。截至 2025Q1，美国备兑开仓 ETF 规模为 1018.07 亿美元。

图 1：备兑开仓策略产品规模（亿美元）及数量



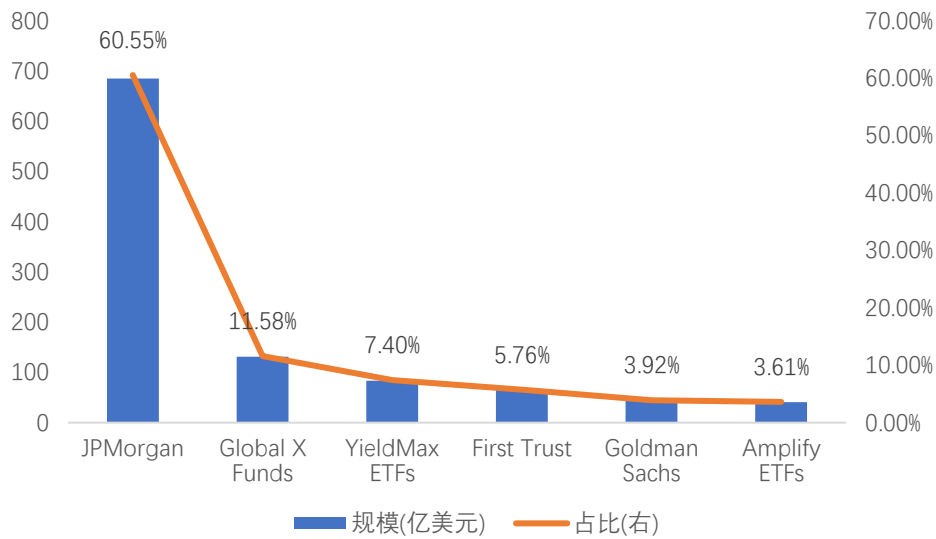
资料来源：Morningstar，信达证券研发中心

数据日期：1993 年 12 月 31 日至 2025 年 3 月 31 日

JPMorgan 备兑开仓策略产品市场规模占比超六成。从公司维度出发，截至 2025Q1，JPMorgan 公司备兑开仓策略产品规模合计 685.08 亿美元，占美国备兑开仓策略产品规模 60.55%，其次为 Global X 公司，备兑产品规模合计 131.01 亿美元，市场规模占比为 11.58%。

JPMorgan 备兑开仓策略产品均为主动管理。截至 2025Q1，JPMorgan 公司共有 3 只备兑开仓策略产品，包含两只 ETF 与一只开放式共同基金，管理方式均为主动；Global X 公司 11 只备兑开仓策略产品均为 ETF，管理方式均为被动。

图 2：备兑开仓策略产品规模（亿美元）与占比

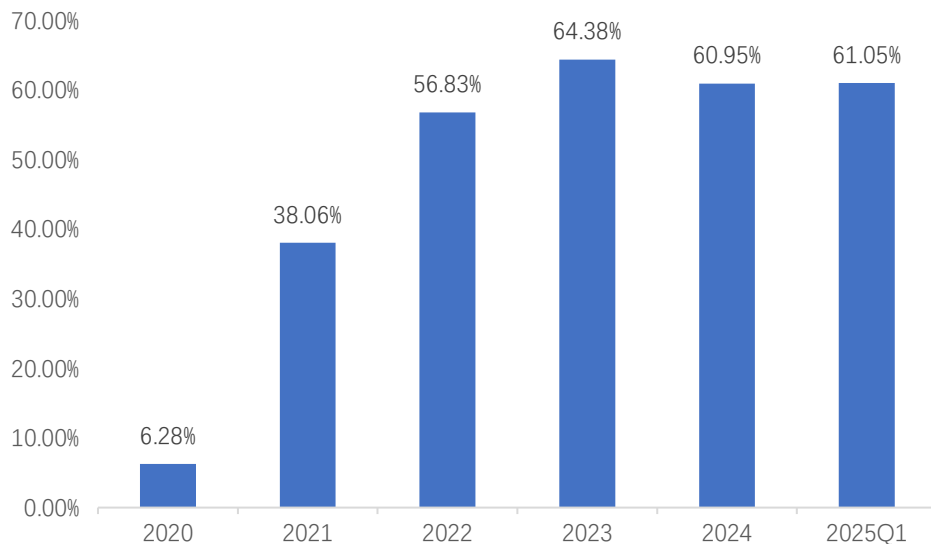


资料来源：Morningstar，信达证券研发中心

数据日期：2025 年 3 月 31 日

2023 年以来，JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 产品规模占美国备兑开仓策略 ETF 比例均超过六成。自产品上市至 2023 年，美国备兑开仓策略 ETF 中，JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 规模占比持续增加，2023 年以来 ETF 规模占比持续高于 60%。截至 2025Q1，美国备兑开仓策略 ETF 中，JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 规模占比 61.05%。

图 3：JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金市场规模占比



资料来源：Morningstar，信达证券研发中心

数据日期：2018 年 12 月 31 日至 2025 年 3 月 31 日

1.2、JPMorgan 备兑开仓策略产品投资框架一致，规模增长动能强劲

JPMorgan 备兑开仓策略产品具有相同的投资目标与相似的投资策略，产品在降低波动的同时追求稳定的权利金收入，主要策略由防御性主动管理股票组合及卖出虚值看涨期权产生月度收入的策略。

表 1：JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金

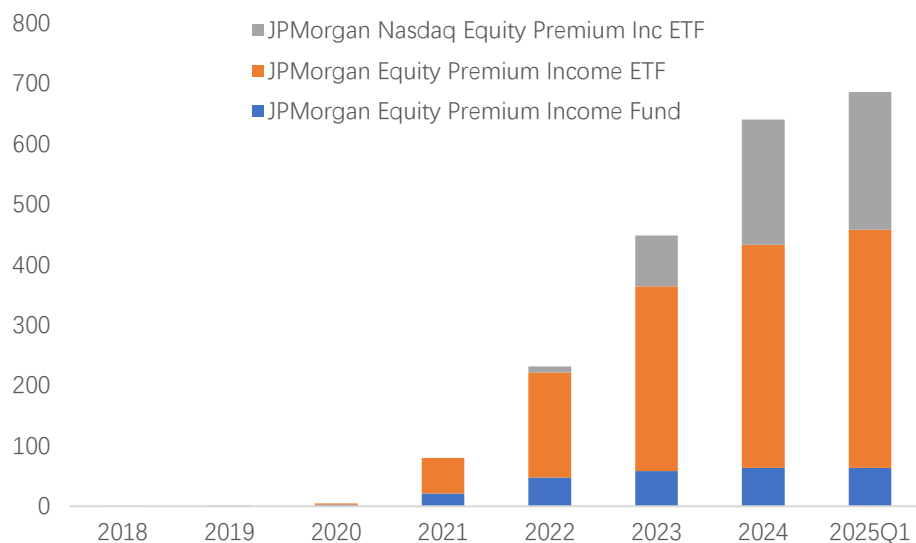
名称	代码	规模(亿美元)	成立日期	管理方式	费率(%)	产品类别
JPMorgan Equity Premium Income ETF	JEPI	394.18	2020/5/20	主动	0.35	ETF
JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF	JEPQ	227.34	2022/5/3	主动	0.35	ETF
JPMorgan Equity Premium Income Fund	JEPRX	63.56	2018/8/31	主动	0.35	开放式共同基金

资料来源：Morningstar，信达证券研发中心

数据日期：2025 年 3 月 31 日

JPMorgan 旗下备兑开仓策略系列产品增长动能强劲，2025Q1 规模突破 600 亿美元。2022 至 2024 年，JPMorgan 旗下 3 只备兑开仓策略产品合计规模增长每年均超百亿美元。截至 2025Q1，JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 规模接近 400 亿美元，JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF (JEPQ) 规模超过 200 亿美元，JPMorgan Equity Premium Income Fund (JEPRX) 规模为 63.56 亿美元。

图 4：JPMorgan 备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金规模（亿美元）



资料来源：Morningstar，信达证券研发中心

数据日期：2018 年 12 月 31 日至 2025 年 3 月 31 日

JPMorgan 备兑开仓策略产品收益特征呈现策略同源性。受备兑开仓策略特性影响，相对于基准指数，JPMorgan 备兑开仓策略产品在市场下跌时回撤较小，但在市场大幅上涨行情中产品收益不及基准指数的涨幅。

表 2: JEPI、JEPRX 与标普 500 指数收益对比

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD
JEPI			21.61%	-3.54%	9.88%	12.56%	-1.54%
JEPRX	21.38%	6.16%	21.58%	-3.64%	9.87%	12.58%	-1.54%
S&P 500	31.49%	18.40%	28.71%	-18.11%	26.29%	25.02%	-4.92%

资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

数据日期: 2018 年 8 月 31 日至 2025 年 4 月 30 日

表 3: JEPQ 与纳斯达克 100 指数收益对比

	2023	2024	2025YTD
JEPQ	36.28%	24.82%	-6.29%
Nasdaq-100	55.13%	25.88%	-6.65%

资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

数据日期: 2018 年 8 月 31 日至 2025 年 4 月 30 日

JPMorgan 备兑开仓策略产品根据相应基准指数选择不同投资组合。2018 年成立的开放式共同基金 JEPRX 与 2020 年成立的 JEPI 主动管理股票组合主要由标配 500 指数成分股组成, 通过卖出虚值标配 500 指数看涨期权获得权利金。2022 年成立的 JEPQ 的主动管理股票组合主要由纳斯达克 100 指数成分股组成, 通过卖出虚值纳斯达克 100 指数看涨期权获得权利金。

由于 JPMorgan 备兑开仓策略产品投资框架一致, 下文将以规模最大的 JEPI 为例分析产品策略与特色。

二、JEPI：规模最大的主动管理 ETF

JPMorgan 旗下旗舰产品 JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 在仅五年的成立时间内迅速改写海外主动管理 ETF 市场格局，长期占据主动管理 ETF 规模首位，其同类备兑开仓策略 ETF 产品 JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income ETF (JEPQ) 业已成为美国主动管理 ETF 规模第四名。

2.1、基金基本信息

JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 成立于 2020 年 5 月，其业绩基准是标普 500 全收益指数。

基金投资目标是在保持资本增值预期的同时追求当前的收入。基金创建了一个主要由标普 500 指数成分股组成的**主动管理股票组合**，同时通过**股票联结票据** (Equity Linked Notes, ELN) 卖出**标普 500 指数看涨期权**。

表 4：JEPI 基本信息

基金全称	JPMorgan Equity Premium Income ETF
基金代码	JEPI
成立日期	2020 年 5 月 20 日
基金类型	股票型基金
业绩基准	标普 500 全收益指数
投资目标	在保持资本增值预期的同时追求当前的收入。
投资策略	基金通过以下方式实现投资目标： (1) 创建一个积极管理的股票证券投资组合，该投资组合主要由标普 500 指数的成分股组成； (2) 通过股票挂钩票据 (ELN) 出售与标普 500 指数相关看涨期权。
管理费率	0.35%/年

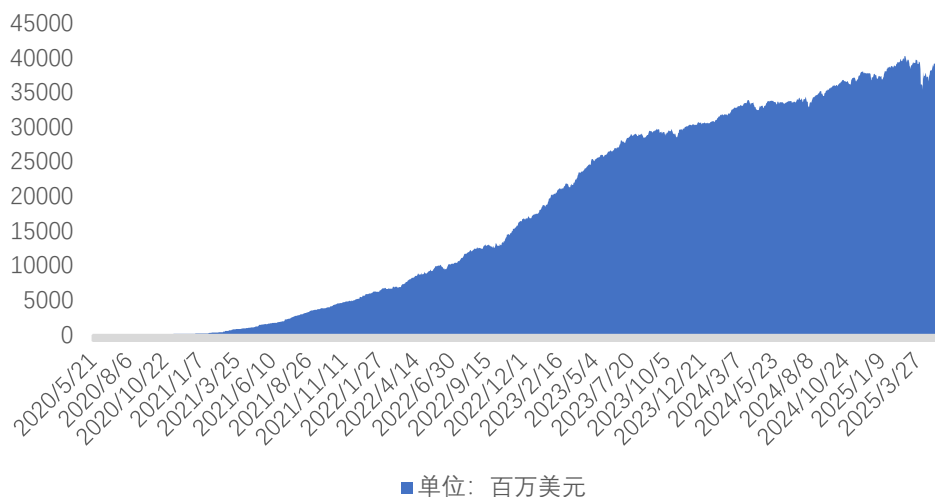
资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心

2.2、产品规模与份额持续增加

自上市初期约 2000 万美元起步，产品规模不断攀升，实现指数级跃升。2022Q2 产品规模突破百亿美元，2023 年 1 月规模突破两百亿美元。2023 年 12 月以来，产品规模持续稳居 300 亿美元以上。

截至 2025 年 5 月 20 日，基金总资产管理规模已达到 400.24 亿美元，是海外规模最大的主动管理 ETF。

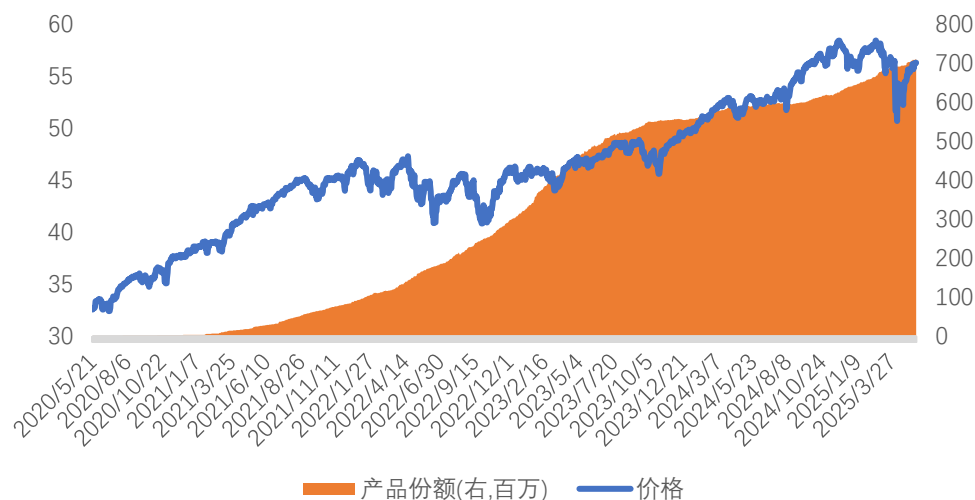
图 5: JEPI 产品规模 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心
数据日期: 2020 年 5 月 21 日至 2025 年 5 月 20 日

在产品份额方面，产品自上市初期极低的份额持续提升，2021 年末产品份额约 0.93 亿份，在 2022 年产品收益率为负的情况下，份额依然大幅增长，提升至超过三亿份。截至 2025 年 5 月 20 日，产品份额超过七亿份。

图 6: JEPI 产品份额 (百万) 及收盘价



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心
数据日期: 2020 年 5 月 21 日至 2025 年 5 月 20 日

2.3、产品持仓情况

产品主要投资于美国股票与 ELN，两者市值占比合计超过 95%。截至 2025 年 5 月 20 日，产品 84.92% 的市值投资于 104 只美国股票，11.21% 的市值投资于 15 只挂钩标普 500 指数 (SPX) 的 ELN，2.79% 的市值投资于 6 只 REIT，0.57% 的市值投资于 1 只 ADR。

表 5: JEPI 持仓情况

投资类型	持仓数量	持仓市值(亿美元)	市值占比
美股	104	338.99	84.92%
ELN	15	44.79	11.21%
REIT	6	11.10	2.79%
ADR	1	2.28	0.57%
货币市场	1	2.08	0.52%

资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

数据日期: 2025 年 5 月 20 日

投资区域集中于美国, 另外投资区域涉及爱尔兰、荷兰与瑞士。截至 2025 年 5 月 20 日, 产品 92.21% 的市值投资区域为美国。

表 6: JEPI 持仓投资区域

区域	持仓数量	持仓市值(亿美元)	市值占比
美国	118	368.12	92.21%
爱尔兰	7	23.06	5.78%
荷兰	2	6.17	1.54%
瑞士	1	1.90	0.48%

资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

数据日期: 2025 年 5 月 20 日

在 11 个行业中, 信息技术、金融、工业与医疗保健行业四个行业市值占比均超 10%。除多只 ELN 及现金以外, 产品 88.80% 的市值投资于 11 个行业, 其中信息技术、金融、工业与医疗保健持仓数量分别为 17、17、20、13 只, 市值占比分别为 15.97%、13.61%、13.32%、11.53%, 四行业市值占比合计超 50%。

表 7: JEPI 持仓行业分布

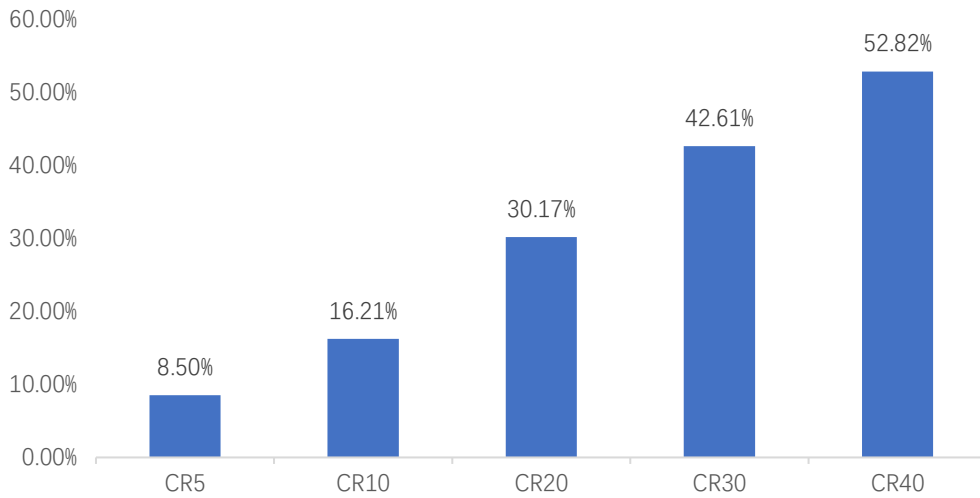
行业	持仓数量	持仓市值(亿美元)	市值占比
信息技术	17	63.86	15.97%
金融	17	54.27	13.61%
工业	20	53.23	13.32%
医疗保健	13	46.11	11.53%
可选消费	9	36.18	9.08%
日常消费	11	33.44	8.39%
公用事业	8	19.62	4.93%
通信	5	22.40	5.61%
能源	4	9.90	2.48%
房地产	6	11.10	2.79%
材料	2	4.34	1.09%

资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

数据日期: 2025 年 5 月 20 日

JEPI 股票投资较为分散。截至 2025 年 5 月 20 日，产品股票市值集中度较低，其中 CR5 仅为 8.5%。

图 7：JEPI 产品份额（百万）及收盘价



资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心
数据日期：2025 年 5 月 20 日

表 8：JEPI 前十持仓股票

代码	区域	行业	市值占比
V	美国	金融	1.77%
MA	美国	金融	1.73%
TT	爱尔兰	工业	1.73%
PGR	美国	金融	1.66%
MSFT	美国	信息技术	1.61%
NVDA	美国	信息技术	1.60%
META	美国	通信	1.55%
NOW	美国	信息技术	1.52%
SO	美国	公用事业	1.52%
AMZN	美国	可选消费	1.52%

资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心
数据日期：2025 年 5 月 20 日

二、产品策略分为股票组合与备兑开仓策略

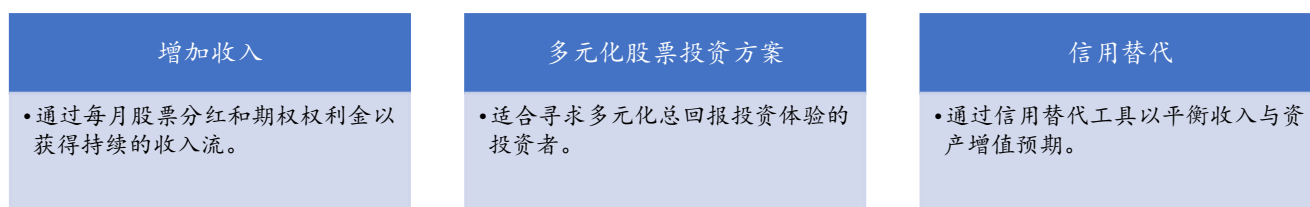
3.1、主要策略由防御性股票组合及期权叠加策略构成

基金旨在降低波动的同时寻求持续的权利金收入：提供月度可分配收入以及波动较低的股票敞口。

为实现基金的投资目标，基金投资组合分为两部分：（1）通过经过长期考验的自下而上基本面研究选股流程构造**防御性股票组合**，（2）按交易规则执行**卖出虚值认购标普 500 指数期权**操作以产生可分配的月度收益。

基金采用经过时间考验流程满足三种不同的投资需求：（1）收入增加：通过每月股息和期权权利金提供稳定的收入流；（2）多元化股票投资方案：为投资者提供多元化总回报投资体验；（3）信用替代：通过信用替代工具以平衡收入与资产增值预期。

图 8：基金三种投资需求

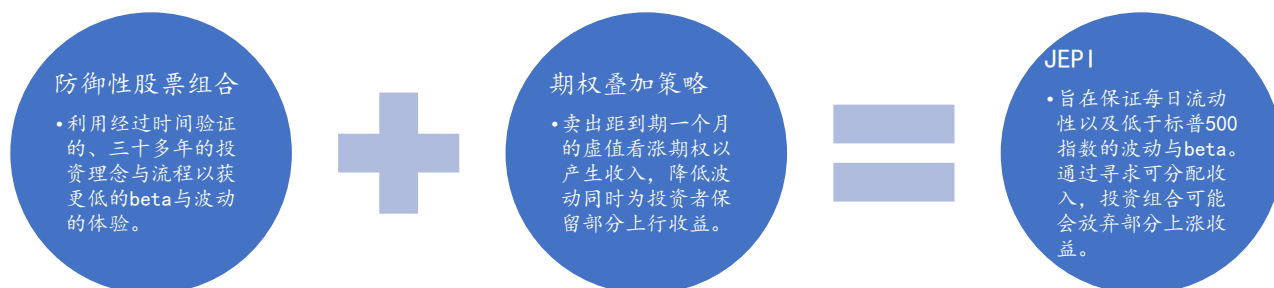


资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心

基金的投资流程同样分为股票组合与期权策略两部分。（1）由美国大盘股组成的**防御性股票组合**：利用经过长达三十多年考验的投资理念与流程，以实现更低 beta 与更低波动的投资体验。（2）**规范的期权叠加策略**：卖出距到期一个月的虚值看涨期权以产生收入，在降低波动同时为投资者保留部分上行收益。

结合防御性股票组合及期权叠加策略，基金构建了一个高度多元化投资策略，旨在保证每日流动性以及低于标普 500 指数的波动与 beta。通过寻求可分配收入，投资组合可能会放弃部分上涨收益。

图 9：基金投资流程



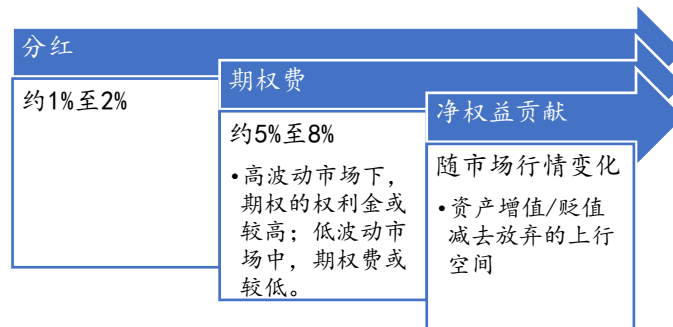
资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心

基金采用多管齐下的回报方法。基金旨在通过股票分红以及期权权利金的组合提供可分配收入。投资者通过卖出认购期权获得期权费/权利金，放弃了部分市场上涨空间。产生的期权费随市

场波动而变化。

基金股票分红每年提供约 1%至 2%收益率，期权费提供约 5%至 8%收益率。基于 2020/5/20 至 2025/3/31 期间基金回报，自基金成立以来，滚动 12 个月股息收益率均值为 1.44%；滚动 12 个月期权费收益率均值为 7.26%。

图 10：基金历史年化回报情况



资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心

3.2、股票投资策略：寻求创建波动低于标普 500 的股票组合

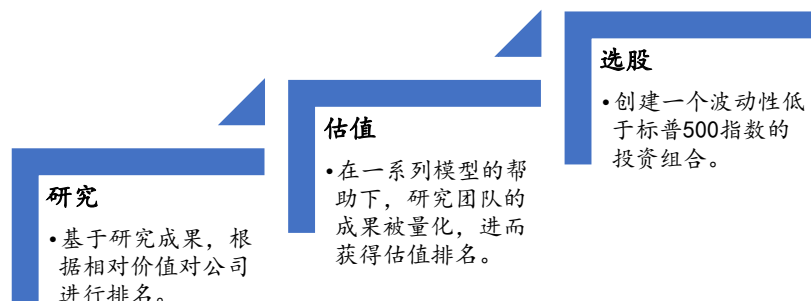
基金的股票组合部分投资遵循“80%原则”：在正常情况下，基金至少将 80%的资产投资于股票证券。

基金主要投资于标普 500 成分股：基金构建的主动管理股票组合主要由基金基准指数即标普 500 指数成分股组成，包含大盘股与中盘股。

基金投资组合中的股票部分具有系统化的投资流程，旨在通过研究、估值和选股三个步骤构建一个波动性低于市场标准（标普 500 指数的）投资组合。

研究以及估值排名是选股的基础：顾问通过研究对公司进行相对价值排序；估值阶段使用多种模型来量化研究团队的发现，并进行估值排序；选择股票构建低波动组合，目标是风险低于标普 500。

图 11：股票投资流程



资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心

在投资过程中，顾问会评估 ESG 因素对基金可能投资企业的影响，识别 ESG 对企业的实质性影响。

基于研究与估值排名，基金的投资原则是买入具有吸引力的证券，并在持仓证券吸引力降低时考虑卖出。除估值吸引力以外，基金选股与买卖策略参考的因素还包括：可能会引发股票上涨公司的基本面改善等催化剂、投资组合整体风险控制、潜在风险与收益以及市场过度反应可能导致的暂时错误定价。

3.3、产品通过 ELN 投资于备兑策略，持续获得期权费收入

股票联结票据（ELN）是一种场外衍生品，由银行、经纪商或其附属机构等交易对手方发行，是收益与挂钩标的资产相关的结构化票据。

基金投资的 ELN 具有**仓位限制**。基金可以投资于多只股票挂钩票据，ELN 投资上限为基金**净资产的 20%**。

基金投资的 ELN 采用**备兑开仓策略**嵌入认购期权空头。备兑开仓策略的最大潜在收益是卖出期权时刻的期权行权价与标的买入价格的差值加上期权费。基金投资的 ELN 是特别设计的衍生工具，将标普 500 指数与卖出看涨期权打包于单一票据中，其中期权标的为标普 500 指数或复制标普 500 指数的 ETF。

ELN 持续提供的期权费，是基金收益的重要来源。期权卖方能够获得与交易时刻期权价值相等的期权费。当基金从发行对手方购买 ELN 时，基金有权利获得 ELN 内认购期权空头产生的相应期权费。

截至 2024Q4，基金共持仓 15 只**挂钩标普 500 指数**的 ELN，市值合计超过 **50 亿美元**，占净资产比例 **13.6%**。基金 2024Q4 持仓的 ELN 发行方包括巴克莱银行、法国巴黎银行、美国银行、法国兴业银行等。

基金持仓 ELN 距到期日时间不等，最远到期日的 ELN 存续期**不超过 40 日**。截至 2024Q4，基金持仓的 ELN 到期日在 2025 年 1 月 7 日至 2 月 7 日之间。

截至 2024Q4，基金持仓 ELN 年化利率在 **38%至 62%**之间，名义本金在 6 万美元左右，ELN 市值均在 3 亿美元以上。

表 9：2024Q4 基金持仓 ELN

发行方	品类	年化利率	到期日	名义本金 (万美元)	市值(亿美元)
Barclays Bank plc	ELN	41.20%	2/4/2025	5.47	3.32
Barclays Bank plc	ELN	47.30%	2/7/2025	5.64	3.34
BNP Paribas Issuance BV	ELN	40.48%	1/21/2025	5.62	3.38
BNP Paribas	ELN	42.20%	1/8/2025	5.78	3.43
BNP Paribas	ELN	53.51%	1/31/2025	5.52	3.35
BofA Finance LLC	ELN	40.45%	1/17/2025	5.67	3.39
BofA Finance LLC	ELN	42.48%	1/7/2025	5.76	3.41
BofA Finance LLC	ELN	43.08%	1/24/2025	5.49	3.31
Royal Bank of Canada	ELN	38.06%	1/14/2025	5.68	3.39
Royal Bank of Canada	ELN	41.46%	1/22/2025	5.65	3.40
Societe Generale SA	ELN	55.55%	1/28/2025	5.11	3.05
UBS AG	ELN	38.49%	1/10/2025	5.70	3.39

UBS AG	ELN	38.92%	1/13/2025	5.67	3.38
UBS AG	ELN	44.39%	2/3/2025	5.58	3.36
Wells Fargo Bank	ELN	61.94%	1/27/2025	5.36	3.20

资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

数据日期: 2024 年12 月31 日

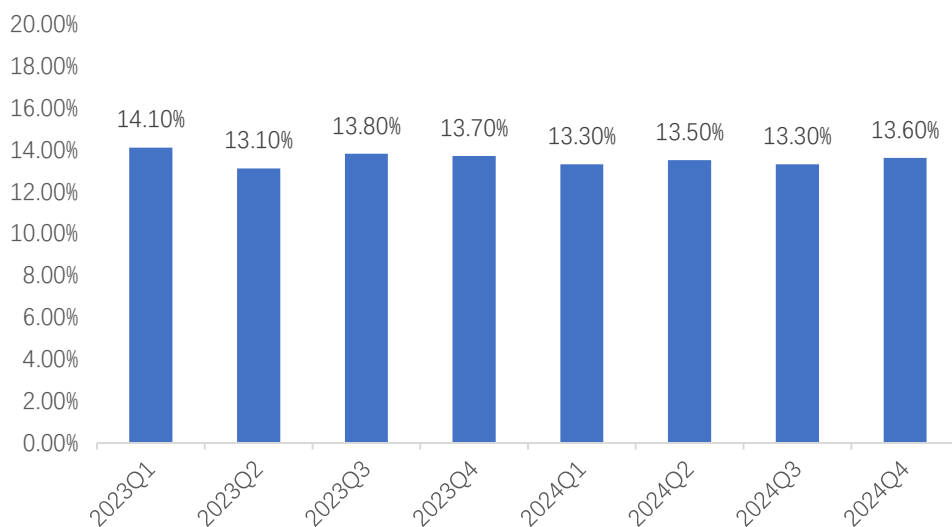
四、复合优势共同驱动产品需求

虽然基金对 ELN 的投资比例受限于基金净资产 20%，但 ELN 内嵌的备兑开仓策略能够对基金投资组合的业绩产生显著的结构性的影响。收益增强、稳定分红、低波动性、低费率等优势，以及投顾行业的崛起共同驱动产品需求。

4.1、基金投资的 ELN 具有收益增强优势

近年以来基金对 ELN 投资比例较为稳定。2023 至 2024 年，基金 ELN 投资比例持续在 13%至 15% 之间。截至 2024Q3，ELN 占基金净资产比例为 13.60%。

图 12：JEPI 净资产中 ELN 占比



资料来源：JPMorgan，信达证券研发中心

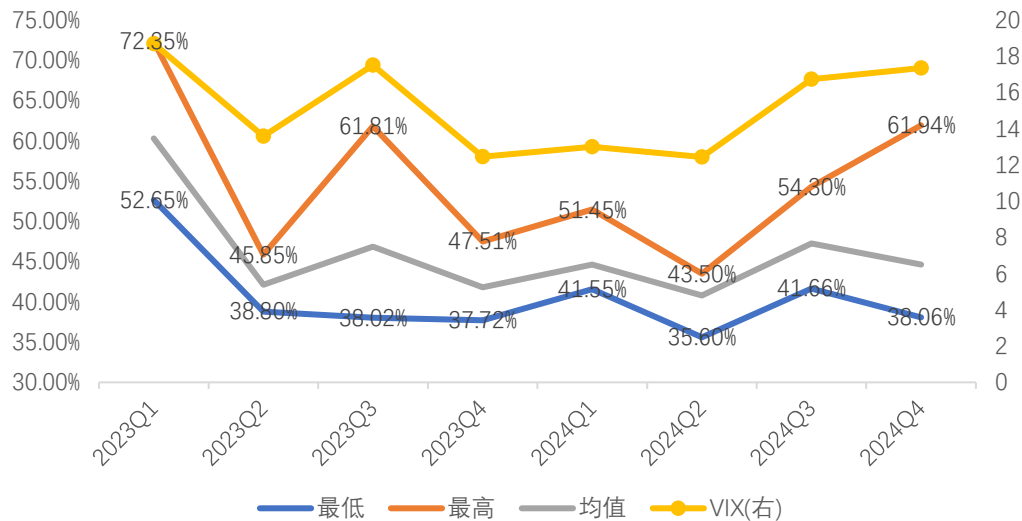
数据日期：2023 年 3 月 31 日至 2024 年 12 月 31 日

虽然基金对 ELN 的投资比例受限于基金净资产 20%，但 ELN 内嵌的备兑开仓策略能够对基金投资组合的业绩产生显著的结构性的影响。

ELN 具有收益增强机制。ELN 内嵌的备兑开仓策略卖出认购期权以获得权利金，在市场下跌或小幅上涨行情下能够获得收益增强。

ELN 年化利率与 VIX 水平高度正相关。根据基金定期报告信息，2023 至 2024 年，基金在每季末均投资了 15 只 ELN，ELN 到期时间与利率各不相同。我们分别统计了 15 只持仓 ELN 年化利率的最低、最高与均值，ELN 年化利率在 35%至 75%之间。我们发现 ELN 年化利率与季末 VIX 水平高度正相关，其中持仓 ELN 的最高年化利率与季末 VIX 相关系数高达 0.92。

图 13: JEPI 持仓 ELN 年化利率的范围与均值

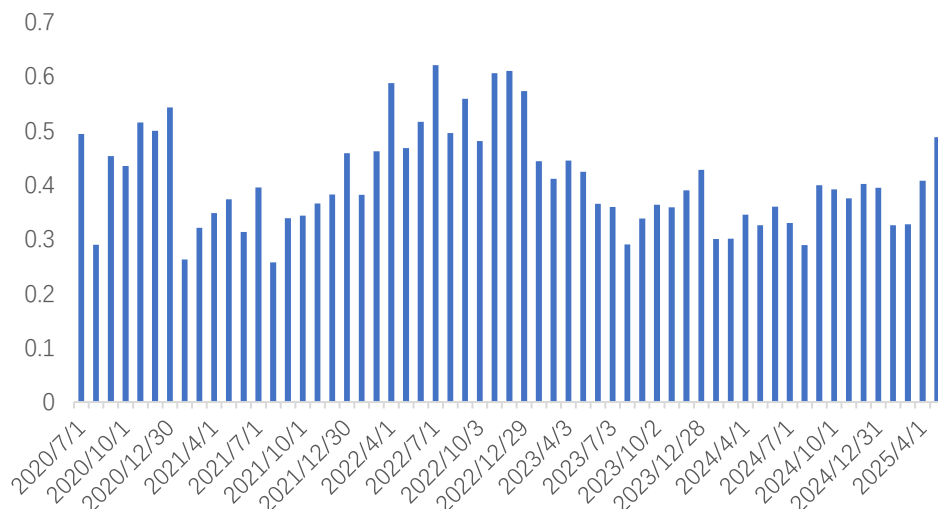


资料来源: JPMorgan, Wind, 信达证券研发中心
数据日期: 2023 年 3 月 31 日至 2024 年 12 月 31 日

4.2、基金持续稳定的分红机制有利于增强投资者黏性

基金是一款高分红率且分红频率为月度的产品。截至 2025 年 5 月 20 日, JEPI 上市以来合计分红 59 次, 最近一期分红实施日为 2025 年 5 月 1 日, 分红金额为 0.48792 美元。截至 2025 年 4 月 30 日, 基金分红率为 8.93%。

图 14: JEPI 上市以来产品分红情况 (美元)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心
数据日期: 2020 年 5 月 21 日至 2025 年 5 月 20 日

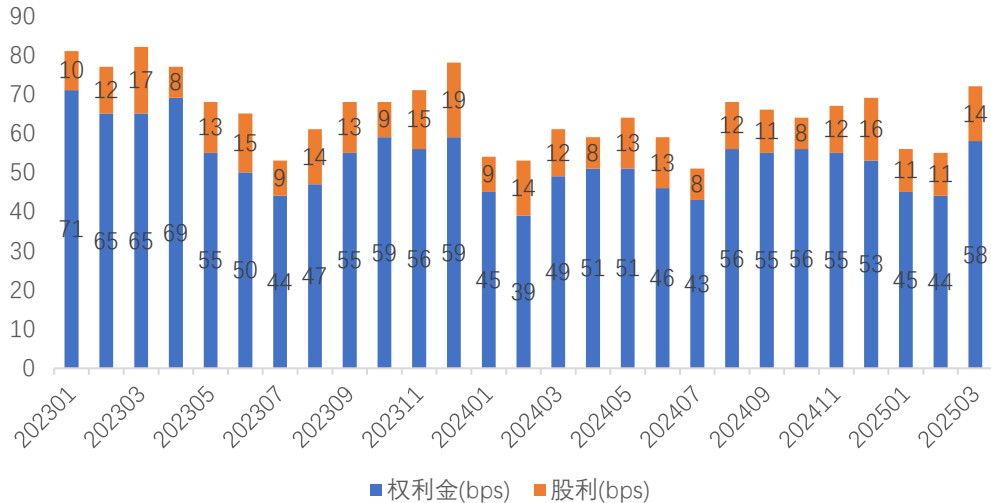
基金通过股息收益与期权权利金双引擎创造收益, 并以月度全额派息为核心特色, 提供穿越市场周期的稳定现金流。

(1) 基金持有的股票分红自 2023 年至 2025Q1 中位数为 12bps, 2025 年 3 月股息收益率为

14bps。

- (2) **不断出售的看涨期权获得的期权费为基金提供了重要的现金流。**基金通过持有 ELN，采用备兑开仓策略内嵌认购期权空头头寸，成功构建了一个持续现金流生成系统。基金的月度期权费收益率自 2023 年至 2025Q1 中位数为 55bps，2025 年 3 月期权费收益率为 58bps。

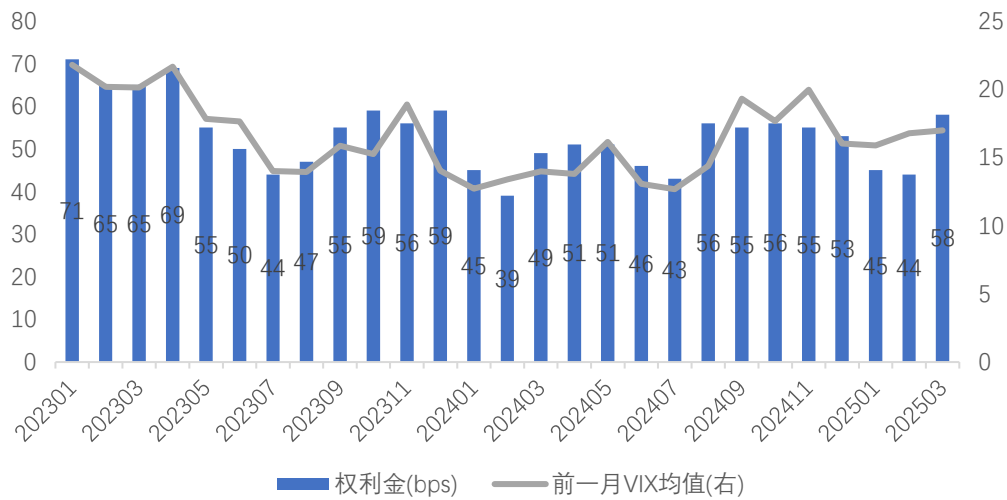
图 15: JEPI 期权费与股息收益 (bps)



资料来源: JPMorgan, 信达证券研发中心

数据日期: 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日

图 16: JEPI 期权费收益 (bps) 与前月 VIX 均值



资料来源: JPMorgan, Wind, 信达证券研发中心

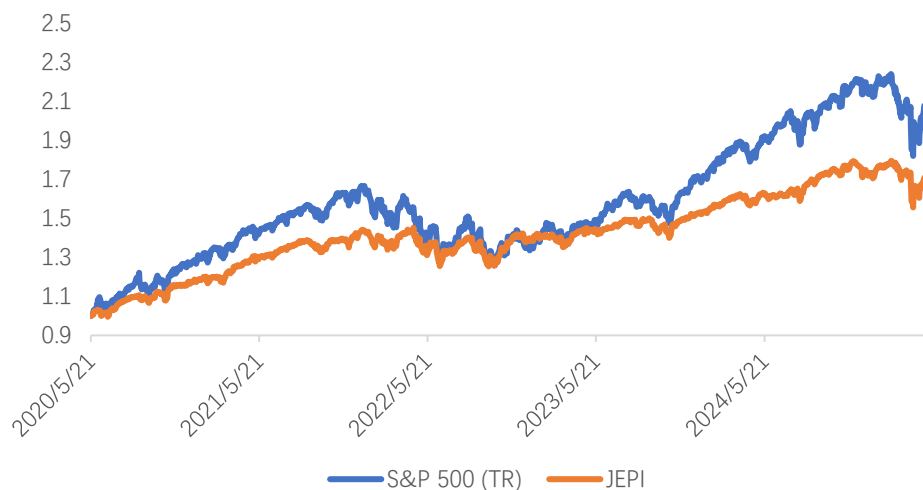
数据日期: 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日

期权费随市场波动上升而增加，对比基金的月度期权费收益率与前一月 VIX 指数收盘价均值，我们发现两者呈现正相关关系。基金的月度期权费收益率与前一月 VIX 均值自 2023 年至 2025Q1 的相关系数为 **0.77**。

4.3、基金具有波动较低的优势

卖出认购期权的权利金收入有助于对冲基金股票投资组合的潜在损失，从而降低产品波动。受备兑开仓策略影响，产品上市五年以来虽然在整体收益上未超越标普 500 指数，但产品波动率和最大回撤表现均更优。

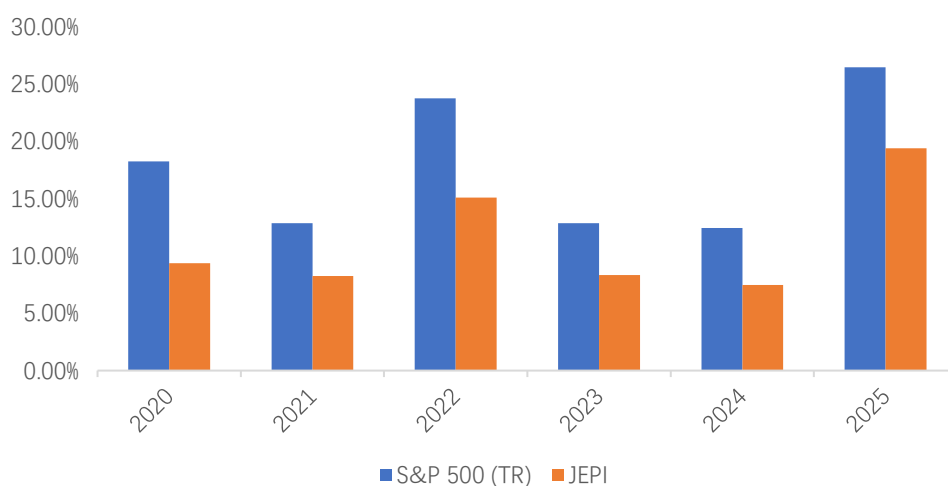
图 17: JEPI 产品表现



资料来源: Bloomberg, S&P Dow Jones Indices, 信达证券研发中心
数据日期: 2020 年 5 月 21 日至 2025 年 5 月 20 日

截至 2025Q1，产品年化波动率为 12.71%，远低于标普 500 指数 20.21% 的波动率。成立五年以来，产品每年的年度波动率均低于标普 500 指数。

图 18: JEPI 年度波动率

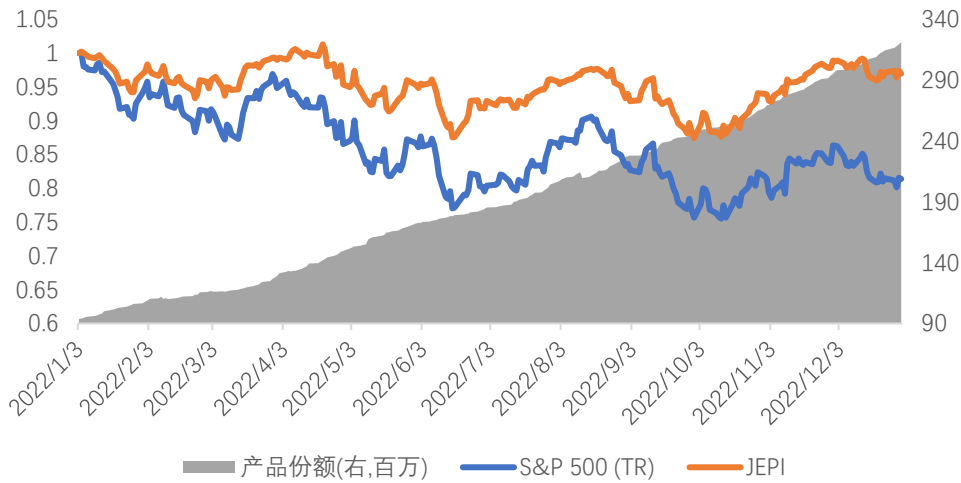


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心
数据日期: 2020 年 5 月 21 日至 2025 年 5 月 20 日

在行情较差的 2022 年，产品以较低波动率大幅跑赢标普 500 指数，产品份额由不足 100 万跃升至 300 万份以上。2022 年标普 500 指数全年跌幅为 18.11%，同期产品仅下跌 3.54%，同年标普

500 指数波动率为 23.74%，而产品波动率为 15.09%。

图 19：2022 年产品表现



资料来源：Bloomberg, S&P Dow Jones Indices, 信达证券研发中心
数据日期：2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日

4.4、基金费率造就低成本战略优势

因涉及期权动态管理等操作，备兑开仓策略基金产品费率普遍高于普通权益产品，其中主动管理产品费率会更高。截至 2025 年 5 月，主动管理的备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金费率均值分别为 0.89% 与 1.05%，被动管理产品费率均值分别为 0.54% 与 0.70%，几类备兑产品费率均高于 2024 年美国权益类产品整体均值。

表 10：备兑开仓策略 ETF 与开放式共同基金费率均值（%）

	被动	主动
备兑开仓策略 ETF	0.54	0.89
权益 ETF	0.45	0.70
备兑开仓策略开放式共同基金	0.95	1.05
权益共同基金	0.49	1.13

资料来源：Morningstar, Investment Company Institute, Lipper, 信达证券研发中心
数据日期：2025 年 5 月

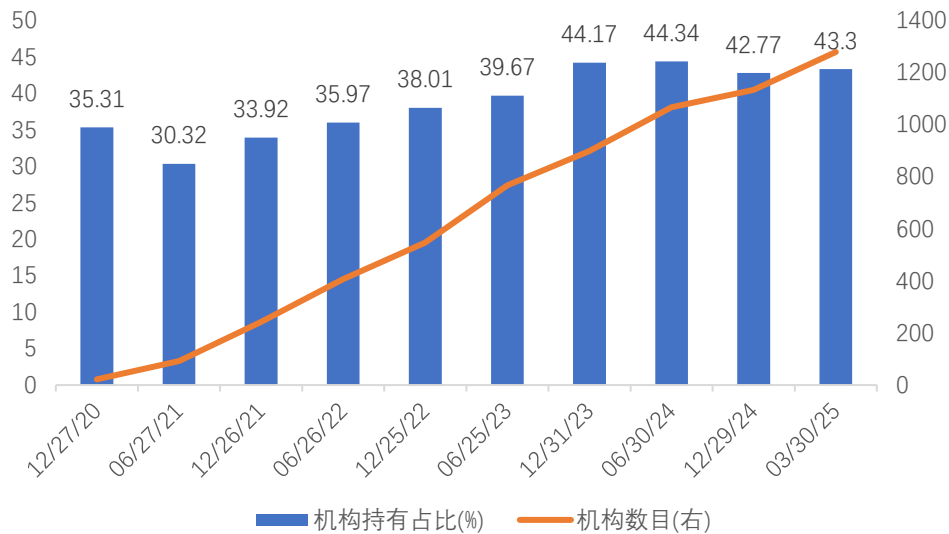
JEPI 能够满足 ETF 投资者的低费率偏好。作为主动管理的备兑开仓策略 ETF，JEPI 费率仅为 0.35%，低于美国 2024 年被动权益 ETF。根据 ICI 对 ETF 家庭投资者的调查数据，98% 的人在购买决策中考虑了 ETF 的费用，52% 的人表示基金费用对 ETF 选择非常重要。

4.5、基金投顾及机构投资者共同促进产品需求

机构投资者数量持续扩张，持仓占比持续稳定在 30% 以上。2020 年末至 2025Q1，基金机构投资者数量稳步增长至 1278 家。基金成立前三年，机构持股占比在 30% 至 40% 之间，2023 年末以来

持仓占比稳定在 40%以上。

图 20: JEPI 机构投资者数量与持仓占比 (%)

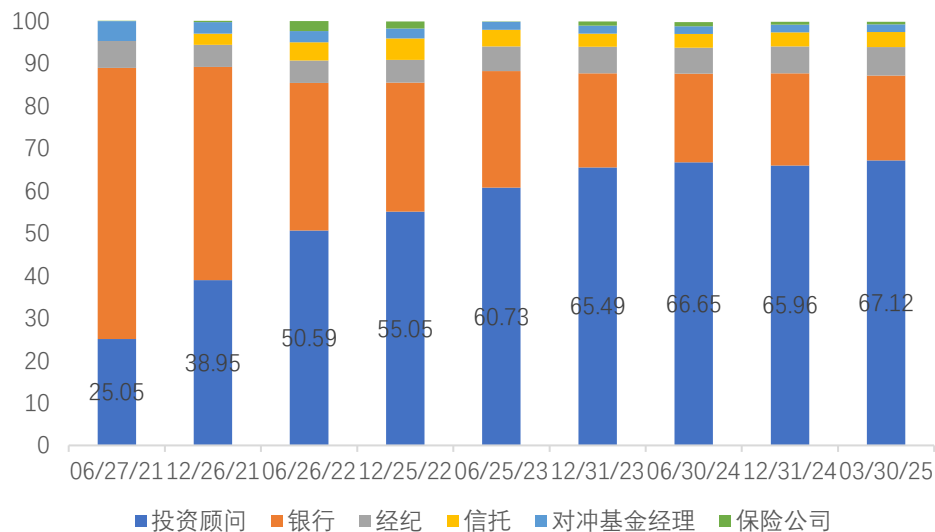


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

数据日期: 2020 年 12 月 27 日至 2025 年 3 月 31 日

伴随美国投顾行业崛起, 产品投顾持仓占比显著跃升。自 2021 年 6 月以来, 投资顾问持仓占比持续攀升, 2025Q1 已提升至 67.12%。

图 21: JEPI 投资者持仓占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

数据日期: 2020 年 12 月 27 日至 2025 年 3 月 31 日

五、总结

2025Q1 美国备兑开仓策略 ETF 规模突破千亿美元，JPMorgan 以 60.55% 的市占率（685 亿美元）持续领跑同业，2022 年以来份额稳定超 55%。2022-2024 年，3 只 JPMorgan 备兑开仓策略产品年规模增长均超百亿美元，增长势头强劲。

JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) 成立于 2020 年 5 月，基金投资目标是在保持资本增值预期的同时追求当前的收入。截至 2025 年 5 月，JEPI 总规模 400 亿美元，份额超 7 亿份，为全球最大主动管理 ETF。

基金投资策略分为股票端与期权端：在股票端，精选标普 500 成分股，构建低波动组合（波动率长期低于指数）；在期权端，通过 ELN（股票联结票据）卖出虚值看涨期权。

基金自身的收益增强、稳定分红、低波动性、低费率等优势，以及投顾行业的崛起共同驱动产品需求。

风险因素

宏观经济下行；股市波动率上升；金融监管力度抬升超预期。本基金属于股票型基金，预期风险收益水平较高；历史表现不代表未来。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。