

ETF 联接基金开闸，推动特质性基金产品发展

——ETF 联接基金产品特征及影响分析

主要内容:

事件回顾:

- 8 月 17 日，ETF 联接基金正式开闸。华安和交银施罗德两家基金管理公司成为业内首批获准发行 ETF 联接基金的公司。其中，交银施罗德联接基金的基础基金为将要发行的交银施罗德上证 180 公司治理指数 ETF，而华安上证 180ETF 联接基金则是作为已经上市的华安上证 180ETF 的联接基金。

我们的观点:

- 联接型基金(feeder fund)一般不直接投资于基础市场，而是一种主要投资于其它基金的特殊基金类型。其风险收益配比等特征很大程度上取决于基础基金；与普通 FOF 相比，费率水平较低并具有稳定的风险收益配比特征；与基础基金相比，可以为更广泛的投资者提供了适用性更强的交易便利；
- 联接型基金的推出丰富了现有基金产品类型，满足了投资者更为多样化的需求，并将对通过“Feed”方式，有效促进其联接基础基金产品的快速发展；
- 通过联接有利于提高特质性基金产品的流动性及可接受度，有利于促进基金产品的持续创新；
- 通过采用更为普遍的基金运作形式，可以为更广泛的投资者提供了适用性更强的交易便利：交易方式与交易渠道更为多样化；申购赎回门槛限制条件大幅降低；交易定价更为公平统一。
- 首批获准的 ETF 联接基金则打通了银行渠道，为普通中小投资者提供了成本较低、门槛更低、更为便利的指数化投资途径。有利于增加中小投资者参与 ETF 的积极性，我们建议风险承受能力较强的中小投资者可以重点关注。

风险提示:

- 联接型基金基础基金产品通常是特质性较强基金产品，其风险收益特征与一般基金存在一定差异，投资者应根据基础基金特征及联接基金投资策略两个方面确认其风险收益配比及差异；
- 目前获批联接型基金以 ETF 为基础基金，其风险收益配比特征与后者也极为近似，体现为鲜明的高风险、高收益特征，适合具有一定专业基础高风险承受能力投资者，其它风险承受水平投资者采取组合方式投资。

分析师

李 薇

✉: liwei_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8484

相关研究

1. 08.2 债券基金投资策略
2. 08.5 基金经理特征与业绩影响分析
3. 08.7 瑞福分级基金产权分析及瑞福优先策略投资选择
4. 08.12 《CELQ: 跟随 A 股布局结构性、策略性、交易性机会——中国银河证券 2009 年基金投资策略报告》

- 中国银河证券基金研究中心隶属银河证券研究所，是国内第一家基金研究评价机构；
- 中国银河证券基金研究评价资讯系统，银河证券自主知识产权，获得全国证券期货系统科学技术最佳创新奖；
- 中国银河证券基金分类体系，国内最早的权威基金分类体系，是本土基金分类的主要标准。
- fund@chinastock.com.cn
- <http://fund.chinastock.com.cn>

目录

一、事件背景	3
二、产品及事件分析	3
一) 联接型基金定义及特征	3
1、与普通 FOF 相比: 低费率水平具有稳定的风险收益配比特征	3
2、与其它开放式基金相比: 风险收益配比等特征很大程度上取决于基础基金	3
3、与基础基金相比: 为更广泛的投资者提供了适用性更强的交易便利	4
二) ETF 联接型基金的影响	4
1、对基金行业产品结构的影响: 丰富基金产品类型, 有利基础基金快速发展	4
2、对基金行业客户结构的影响: 提供高效便利降低投资门槛, 有利个人投资者充分参与	4
三、投资建议	5
四、风险提示	6

一、事件背景

8月17日，ETF联接基金正式开闸。华安和交银施罗德两家基金管理公司成为业内首批获准发行ETF联接基金的公司。此次下发的是三张基金的批文，分别是华安上证180ETF联接基金和交银施罗德上证180公司治理指数ETF、交银施罗德上证180公司治理指数ETF联接基金批文。其中，交银旗罗德联接基金的基础基金为将要发行的交银施罗德上证180公司治理指数ETF，而华安上证180ETF联接基金则是作为已经上市的华安上证180ETF的联接基金。

二、产品及事件分析

ETF联接基金的发行对于中国基金业来说是一个重要的创新里程碑，由于其特殊的产品属性，独特的联接功能，将对基金业未来产品与客户结构调整的形成重要的影响。

一) 联接型基金定义及特征

联接型基金(feeder fund)一般不直接投资于基础市场，而是一种主要投资于其它基金的特殊基金类型。以即将发行的华安上证180ETF联接基金为例，其就是一只主要投资于ETF基金的联接ETF型基金。

在运作方式方面，ETF联接基金采取了与普通开放式基金相同的运作方式——契约型开放式，在交易方式上采用现金申购和份额赎回方式。

作为创新联接型基金产品首次将基金纳入了国内基金的投资的范围，而且与传统的开放式基金和FOF基金产品不同，在产品设计上具有鲜明的个性特点和独特的投资价值。

1、与普通FOF相比：低费率水平具有稳定的风险收益配比特征

与一般投资于基金的基金(FOF)不同，联接型基金一般并不进行主动的资产配置及篮子基金筛选，具有很强的投资标的基金稳定性。

联接型基金一般都是以绝大部分基金资产固定联接于某一只或某一系列基金，被联接的基金即为联接型基金的基础基金(underlying fund)。联接型基金在资产配置和标的基金选择上的稳定性，使得其与积极投资于基金组合的FOF产品相比，具有更为稳定的风险收益配比特征，更易于投资者与其它基金构建组合并进行动态管理。

此外与FOF基金存在着两重“管理费”等期间成本摊销不同，华安ETF180联接基金因为直接投资到华安180ETF，所以投资于ETF部分的管理费等持有费用均被豁免，可以有效地降低投资者的持有成本，降低跟踪误差，提高投资效率。

2、与其它开放式基金相比：风险收益配比等特征很大程度上取决于基础基金

与普通开放式基金不同，联接型基金的风险收益特征很大程度上取决于基础基金的风险收益特征。事实上，对于联接型基金而言，基础基金的选择、配置比例是最为重要的投资策略，联接的标的即基础基金的风格特征很大程度上决定了联接型基金的风格特征；而一般开放式基金招募说明书中关于投资决策流程等重要的产品投资策略设计特征则并不能完全决定联接型基金的投资

策略及 预期收益风险风格。

3、与基础基金相比： 为更广泛的投资者提供了适用性更强的交易便利

与基础基金不同，联接型基金为更广泛的投资者提供了适用性更强的交易便利。

事实上，联接型基金的出现很大程度上是以全球经济一体化、各国金融管制以及金融产品的差异化、专业化发展为重要的前提的。而联接型基金的出现可以有效地通过接受程度更高、适用性更强的普通基金产品形式，可以达到降低投资门槛、规避投资限制等多个目标，为一些特质性较强的基金增强流动性、提供交易便利。

二) ETF 联接型基金的影响

联接型基金的出现将主要对基金行业产品结构及客户结构产生较大影响。

1、对基金行业产品结构的影响：丰富基金产品类型，有利基础基金快速发展

联接型基金的推出首先是丰富了基金产品类型，满足了投资者更为多样化的需求。其次由于联接型基金与基础基金之间存在着对应的紧密联系，联接型基金的推出特别是发展也将会对现有产品结构产生较大的影响。

作为指数投资的一个新尝试，ETF 联接基金的批准发行也意味着以 ETF 为代表的指数化产品获得了快速发展的有利支持。

今年以来，市场的预期外快速大幅度上涨使得以 ETF 基金为代表的指数基金靓丽业绩表现使得其获得了越来越多的普通投资者关注。其独特的股票申赎机制、二级市场交易机制使得其兼具指数基金、封闭式基金、开放式基金的三者之长，拥有了收益稳定、操作透明、交易便利快捷、流动性高等多项优势。然而，在我国从 2004 年 11 月第一只 ETF 发行至今，ETF 基金的总数量仅为五只，而根据银河证券基金研究中心的统计，截止 2009 年 8 月，两市 ETF 总市值不到 400 亿元，与 2 万亿左右的基金总规模相比，所占比例较低。

大量银行系统的基金投资者参与受到限制，交易渠道的限制成为个人投资者难以充分参与成为制约 ETF 指数基金发展的重要原因。今年 6 月初证监会向各大基金公司、托管银行下发了《交易型开放式指数证券投资基金(ETF)联接基金审核指引》，为 ETF 联接基金在中国境内的“破茧”扫除了法律障碍，而基金批文的正式下达，意味着 ETF 基金产品间接实现了在银行渠道销售，将打通银行资金和交易所挂牌的 ETF 基金之间的资金渠道，把 ETF 客户群从券商扩大至银行渠道。有利于进一步做活做大 ETF 市场。因此 ETF 联接型基金的出现将为 ETF 的可持续发展构筑了更为坚实的基础。

特别是以此成功案例为基础，未来 QDII、LOF 基金等特质性较强的差异化基金产品将有望可以通过此方式提高流动性和市场可接受程度，从而有利于特质性产品的发展，有利于基金行业未来产品的进一步多样化。

2、对基金行业客户结构的影响：提供高效便利降低投资门槛，有利个人投资者充分参与

同时也会为中小投资者参与 ETF 投资提供明显的便利。

由于传统的 ETF 基金只能在证券公司系统中进行,受到了申购赎回或买入卖出交易,申赎门槛较高、连续竞价的场内交易方式对投资者经验及资格要求较高等因素的影响,广大中小投资者参与较不充分。截止至 2008 年底,其个人投资者投资所占比例低于全部开放式基金平均水平 25 个百分点。在这样的背景下,旨在降低 ETF 投资门槛,拓展 ETF 投资便利的基金产品——ETF 联接基金也创新问世。

在投资方法方面,与 ETF 采取直接投资于成份股的完全复制法不同,ETF 联接基金采取了投资于 180ETF 的间接跟踪方法,将不低于 90%的基金资产投资于 ETF,并且保持不低于基金资产 5%的现金或者到期日在一年以内的政府债券,以备支付基金份额持有人的赎回款项。

从预期风险收益配比来看,ETF 联接基金与其联接的基础 ETF 相当近似,持有 ETF 联接基金也相当于间接持有 ETF,获得与直接投资于 ETF 基本一致的投资收益。而与 ETF 相比,联接基金还具有以下适用性更强的交易便利:

1) 投资方式与交易渠道更为多样化

联接基金可以在更为广泛的商业银行、券商、专业机构等场外代销渠道实现便利的申赎交易;也可以如普通开放式基金一样在代销渠道内方便地运用定期定投等多种交易模式;对于注重长期投资的投资者而言,可以通过申购 ETF 联接基金进行跟踪误差小、精度高的指数化投资。

2) 申购赎回交易限制条件大幅降低

和基础基金 ETF 股票申购、100 万份下限不同,华安 180ETF 联接基金在申赎交易上与普通基金一样,采取了现金申购份额赎回的方式,投资门槛也降低为 1000 元。

3) 公平统一的交易价格

与 ETF 基金场内连续竞价交易,当日内存在一定价格波动不同,联接型基金的申赎采取与普通基金相同的公平的未知统一价原则。所以在确定为同一交易日有效的申赎交易都将以当日单位净值为统一、公平的申赎价格基础,再扣减相应费用之后,作为最终价格,定价波动幅度更小,更易于普通投资者掌握。

这些交易便利为普通个人投资者提供了更为符合其投资习惯的低门槛、高便利 ETF 基金投资渠道,有望提高未来个人投资者在 ETF 此类特质型基金中的投资比例。

三、投资建议

联接型基金即是一种主要投资于其它基金的特殊基金类型。ETF 联接基金作为 ETF 的联接基金,是我国基金行业发展进程中重要的创新,其联接交易的思路,有利于提高未来特质性基金产品流动性、促进其快速发展;并降低这些产品的投资门槛限制,为更多的普通投资者提供适用性更强的交易便利。

ETF 联接基金通过豁免基金投资部分的管理费及托管费,有效地解决双重收费问题;并开辟了通过商业银行等代销机构场外公平未知价申赎渠道,为普通中小投资者提供了成本更低、门槛更低、更为便利的 ETF 投资途径。有利于增加中小投资者参与 ETF 的积极性,我们建议投资规模较小、风险承受能力较强、有意于投资指数基金的投资者可以重点关注已获

批文的两只 ETF 即将发行的 ETF 联接型基金。

四、风险提示

由于联接型基金的推出一般是为了增强基础基金产品的流动性或降低投资门槛等目标，其基础基金通常是与普通基金产品差异性较为显著的特质性基金产品，其风险收益特征与一般基金存在一定差异，投资者应根据基础基金特征及联接基金投资策略两个方面确认其风险收益配比及差异。

目前获批联接型基金以 ETF 为基础基金，其预期风险收益配比特征与其所联接的 ETF 基金及该 ETF 基金所跟踪指数风险收益配比特征近似，体现为鲜明的高风险、高收益特征，适合具有一定专业基础高风险承受能力投资者，其它风险承受水平投资者可以组合投资于该基金。

免责声明

报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印报告。

报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠报告而取代个人的独立判断。报告所载内容反映的是银河证券在最初发表报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，报告不构成给予客户个人咨询建议。

报告可能附带其它网站的地址或超级联接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级联接，银河证券不对其内容负责。报告提供这些地址或超级联接的目的纯粹是为了客户使用方便，联接网站的内容不构成报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有报告涉及的证券或进行证券交易，或向报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到报告而视其为客户。报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送报告前使用报告所涉及的研究或分析内容。

所有在报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908