

ETF 105: 便捷有效地参与债券市场

CRD是什么？怎么在投资组合中配置 ETF？ETF 主要功能、基本机制和市场结构是什么？如何评估不同的 ETF 产品？

作为一种重要的投资工具，ETF 已越来越受到国内投资者的关注。范达是全球最大的 ETF 管理人之一，致力于积极发掘市场机会，为投资者提供具有前瞻性的投资策略。2006 年，范达看到了 ETF 市场的巨大发展潜力，凭借独特的研发与创新开启了 ETF 业务。

固定收益 ETF 能为所有类型的投资者提供参与债券市场的途径，对个人投资者特别具有吸引力。将多样化的固定收益投资组合包装到 ETF 工具中，可以有效地将具有场外交易（OTC）特性的债券带入交易所，从而为投资者提供参与途径、透明性、流动性以及潜在的成本降低等优势。

交易债券与交易股票的区别

股票通常在交易所进行交易，使买卖双方能够观察交易报价，而债券以场外交易的方式交易，买卖双方直接进行价格谈判。这意味着他们与其他市场参与者的交易价格缺少认知，交易透明度较低。此外，大多数债券可能全天的交易量很小或根本没有交易，因此债券公允价格较难估算。与股票交易不同的是，债券的最小交易金额较大，有时可以达到数万甚至数十万美元。

这些特征反映了债券市场的机构属性。在债券市场中，具有复杂交易与研究能力的大型投资者占主导地位；而这让个人投资者在债券市场上直接投资并建立多元化投资组合变得困难而昂贵。

通过 ETF 参与债券市场

2002 年，第一批固定收益 ETF 推出。随着普及率不断增长，投资者了解越来越多，固定收益 ETF 的规模、基金数量和可用策略的丰富程度也显著增加。以前，由于难以购买债券，寻求分散化风险敞口的个人投资者要通过主动管理型共同基金进入债券市场。这些策略通常成本较高、透明度较低，且基金管理人可以为了寻求超额收益灵活投资基准以外的证券，这使投资者实现目标敞口变得更加困难。但研究表明，大多数主动管

理者的表现不及广泛的市场基准，为 ETF 形式的低成本被动策略提供了进一步需求。投资者可以通过 ETF 参与市场，包括核心敞口及公司、政府和市政债券等特定领域。

**种类繁多的产品使投资者更容易
基于投资目标和风险状况有效
建立量身定制的投资组合。**

此外，曾经难以进入或昂贵的领域现在通过单一交易即可进入，包括新兴市场债券、高收益市政债券和银行贷款。除了进入广义市场领域，ETF 还提供针对每个板块中特定敞口的能力，例如基于地理位置、到期日和信用质量来筛选特定板块。

迷思与现实：

- 固定收益 ETF 投资者不知道他们买的是什么。

大多数管理人会通过多渠道提供投资组合持仓情况，如基金官网、彭博、第三方数据供应商等。共同基金持仓情况通常会延迟 30 至 60 天披露，而大多数 ETF 至多会延迟一天披露持仓。

- 固定收益 ETF “承诺”的流动性与基础证券的流动性之间存在差异。

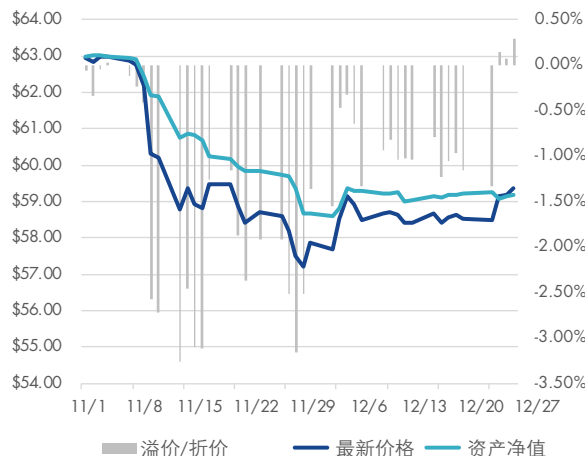
由于多种原因，债券本身的流动性较低：所有债券都是场外交易，因此没有像股票那样的集中交易场所；债券通过“约定”进行交易，意味着交易双方必须找到对方才能协商交易条款。因此在某些情况下，债券可能连续几天、几周甚至几个月都不交易。尽管 ETF 的基础证券流动性是其流动性的重要组成部分，但只是该 ETF 整体流动性的一部分。在许多情况下，ETF 交易是在没有发生一级市场交易的情况下发生的，即 ETF 基础债券没有因其二级市场交易而直接交易。低于 50% 的固定收益 ETF 二级市场交易量直接导致了其基础债券一级市场的交易。

ETF 只是一种流动性工具，其成本分配与共同基金不同。主要区别因素之一是 ETF 在交易所交易，而每笔交易可能会、也可能不会触发一级市场的活动。共同基金投资者则根据资产净值申购和赎回份额，赎回时费用由剩余的投资者承担。ETF 投资者在二级市场上出售份额其价格由做市商决定，最终成本由卖方承担。

- 固定收益 ETF 可能会经历较大的溢价和折价，这一事实证明了其缺乏流动性。

明显的溢价或折价不一定表示 ETF 二级市场价格错误定价，相反，其二级市场价格可能充当基础债券投资组合的价格发现工具。ETF 管理人通常依据第三方定价提供商计算资产净值。但即使是第三方定价提供商，也可能遇到债券定价的准确性问题，因为这些债券不仅只在场外交易，也可能有一段时间没有交易。

在市场剧烈波动时，人们可能会遇到明显的折价，交易量超过了基金日均交易量和资金流出量。以下是 2016 年美国大选期间，某一高收益市政债券 ETF 的市场活动情况。

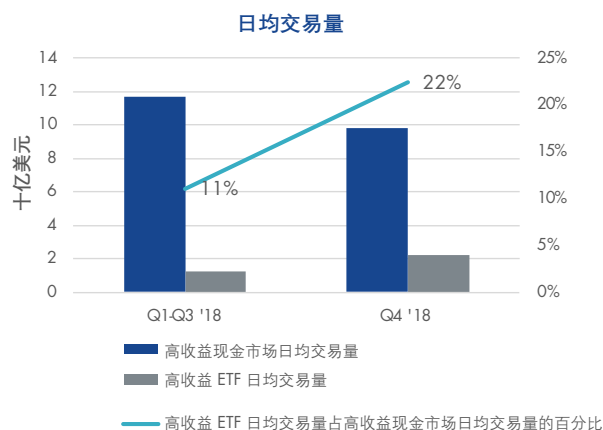


来源: NYSE ArcaVision, 彭博, 范达

- 在市场抛售期间，投资者将被迫出售 ETF，流动性将减少，二级市场价差将扩大。

在波动加剧的时期，固定收益 ETF 实际上经历了流动性增强。2018 年第四季度高收益固定收益 ETF 的情况就是一个很好的示例。

- 高收益现金债券市场日均交易量¹
 - 2018 年前三季度: 117 亿美元
 - 2018 年第四季度: 98 亿美元
- 高收益固定收益 ETF 日均交易量
 - 2018 年前三季度: 13 亿美元
 - 2018 年第四季度: 22 亿美元



来源: 彭博, 证券行业与金融市场协会 (SIFMA)

比较前三季度与第四季度的活动，可以看到高收益固定收益 ETF 交易占高收益现金债券交易的百分比翻了一番，从 11% 升至 22%，而高收益 ETF 的日均交易量在第四季度从 13 亿美元到 22 亿美元飙升了近 70%。

对于高收益市政债市场，在某些情况下投资组合中部分

债券通常几天、几周甚至几个月内都不会进行交易。在市场承压或波动加剧的时期，在资产净值尚未匹配到与市场更相符的估值时，ETF 可能折价交易。资产净值由第三方定价提供商决定，如果要进行实际交易，其定价可能会落后于这些债券的真实价值。但是在折价超过 2-3% 之后，差价又迅速缩小了。

ETF 的流动性

除了有针对性地进入债券市场之外，投资者还可以从 ETF 的流动性中受益。投资者可以使用 ETF 来增减敞口，从而最大程度地减少摩擦成本。许多固定收益 ETF，尤其是大型 ETF，流动性经常大于其持有的基础债券。换句话说，ETF 形式提供了二级市场流动性，可以作为一级市场流动性的补充。这是因为 ETF 的交易并不一定需要相关债券的交易，买卖双方之间的 ETF 订单可以在交易所进行匹配，按买卖价差衡量，这层额外的流动性可能使交易成本降低。

归根结底，流动性是由 ETF 的底层持仓带来的，这给 ETF 份额本身的流动性建立了一个下限。

因此，对于指数提供商而言，在设计指数时重视成分股流动性很重要。此外，债券 ETF 投资组合经理会采用一些优化技巧，如持有可代表整个指数收益与风险敞口的债券子集，从而将交易成本降至最低，并有助于增强 ETF 的流动性。在交易 ETF 时，这可能使投资者的买卖差价更低。

流动性是 ETF 的主要特征，鉴于债券市场的流动性较弱，因此以 ETF 形式进入这一领域尤其具有吸引力。

小结

固定收益 ETF 为投资者提供了一定程度的灵活性，而这在债券市场中并不常见。ETF 的低成本、透明性和多样化特质对寻求长期持有的战略投资者具有吸引力，而 ETF 提供的额外流动性可以使更多战术投资者受益。

此外，鉴于金融危机后监管机构提高了资本要求，债券交易部门为做市目的而持有的库存减少了，因此流动性变得更加重要。

提高透明度

将 ETF 用于固定收益敞口的另一个好处是价格、持仓和持有成本方面的透明度都有所提高。与债券市场本身不同，ETF 的交易所交易性质使投资者能够看到实时交易以及买卖报价。投资者可以了解其所持份额的当前价值以及如何买卖份额。固定收益 ETF 的定价透明性也为更广义的固定收益市场带来了好处，因为相比基础债券的估值和最后交易价格，ETF 价格更好地反映了实时价值。

像其他 ETF 一样，ETF 管理人会每日披露固定收益 ETF 的组合持仓以及风险特征、敞口等其他描述性信息。投资者可以看到单一证券的详细信息，并了解他们的 ETF 持有什么债券；这是固定收益共同基金不能提供的优势，因为共同基金通常每月或每季披露持仓，且有一定滞后性。

固定收益 ETF 的持有成本也比其他参与债券市场的方式更加透明。公开的报价提供了在特定规模下执行交易的指示，而交易策略可以为投资者提供更大的定价确定性并限制执行不力的风险。此外，与 ETF 流入、流出和投资组合交易相关的成本是由参与交易的投资者而非剩余的投资者承担。这使成本分配更加公平，产生交易成本或要求即时流动性的交易投资者承担相应成本。

¹ 日均交易量是特定时间内某一证券在日内交易的平均份额数量。

分散投资不能保证利润，也不能防止损失。

本材料并非买卖要约，也非购买或出售文中提到的任何证券/金融工具的建议。本材料提供的信息不涉及个性化投资、财务、法律或税务建议。文中某些陈述可能构成预测、预报和其他前瞻性陈述，这些陈述并不反映实际结果，其有效期截至本文日期，如有变更，恕不另行通知。第三方来源提供的信息默认为真实可靠，但其准确性或完整性未经独立核实且无法保证。

任何投资都有风险，包括本金损失的风险。债券和债券基金的价值通常会随利率上升而减少。投资者在投资前应仔细考虑基金的投资目标、风险、费用和支出。

