



反向 ETF 海外发展概况及国内发展建议

海外市场创新 ETF 系列报告之二

报告摘要:

一、海外反向 ETF 市场概况

1) **反向 ETF 规模增长缓慢, 交易活跃度更高。**2009 年后全球经济迎来复苏, 股票指数也不断上涨, 此后反向 ETF 的规模基本上处于停滞状态, 到 2019 年底, 10 年间反向 ETF 规模仅增加 16% 左右, 远落后于杠杆 ETF 规模增速。以美国为例, 2019 年全部 ETF 市场的日均成交额为 881 亿美元, 其中反向 ETF 日均成交量为 22 亿美元, 成交量占比为 2.51%, 反向 ETF 市场活跃度更高, 也高于杠杆 ETF。

2) **反向 ETF 市场集中度较高。**主要表现在股票类反向 ETF 占比高、前十大反向 ETF 产品占全部反向 ETF 的比例高, 以及反向 ETF 管理公司的市场占有率集中度高等方面。

3) **行业主题反向 ETF 数量不断增加, 但规模不大。**截止 2019 年底, 美国现存股票反向 ETF 共有 66 只, 其中 30 只为行业主题 ETF。产品数量占比接近一半, 但规模占比仅为 14.2%。

4) **海外中国反向 ETF 市场规模很小。**目前境外市场有 12 只挂钩中国股票指数的反向 ETF, 总规模 2.35 亿美元, 其中跟踪 A 股市场规模为 1.0 亿美元, 单只基金规模很小, 合计规模也不大。

二、杠杆/反向 ETF 国内发展建议

1) **首先推出代表性宽基指数的杠杆/反向 ETF 产品。**如沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数, 上述指数目前国内均有对应的股指期货交易, 方便基金管理人利用衍生品进行产品运作管理。

2) **设计合理申赎机制, 引入做市商机制。**设计合理申赎机制, 加强一二级市场的联动机制, 防止产品出现大幅度折溢价现象, 在流动性不佳的情况下, 可以引入流动性服务商, 避免出现因流动性不足, 出现无法及时退出现象, 从而加强对投资者保护。

3) **投资者门槛不宜过高。**ETF 设计初心本是为普通投资者服务, 如果将投资者参与门槛定的过高, 则失去了 ETF 产品服务普通投资者的本质, 也不利于缓解当前场外配资等金融市场乱象。当然考虑到中国市场相对不成熟, 以及投资者教育可能不到位, 初期可保持一定的投资者门槛。

4) **做好投资者教育。**杠杆/反向 ETF 虽然具有较多优势, 但其产品内含的缺点也无法避免。为了避免投资者遭受更大损失, 需要着重做好投资者教育。

上海证券基金评价研究中心

分析师: 刘亦千

执业证书编号: S0870511040001

邮箱: liuyiqian@shzq.com

电话: 021-53686101

分析师: 孙桂平

执业证书编号: S0870519040001

邮箱: sunguiping@shzq.com

电话: 021-53686102

研究助理: 池云飞

执业证书编号: S0870119070003

邮箱: chiyunfei@shzq.com

电话: 021-53686102

报告日期: 2020 年 5 月 29 日

相关报告:《杠杆 ETF 海外发展情况
及产品解析——海外市场
创新 ETF 系列报告之一》

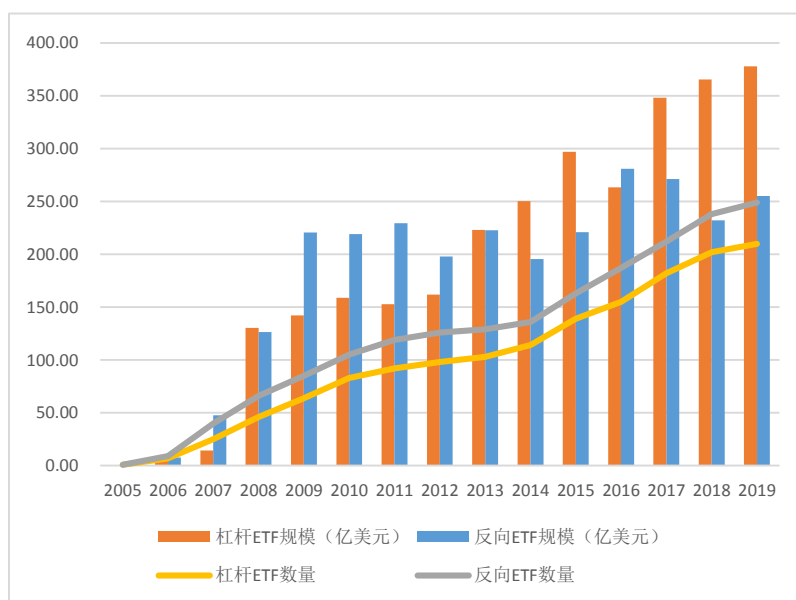
反向 ETF 和杠杆 ETF 是成对出现的创新 ETF 产品，与杠杆 ETF 可以加倍看多市场不同，反向 ETF 可以方便提供给投资者做空市场甚至加倍做空的机会，尤其在市场表现不好的情况下，投资者可以通过使用反向 ETF 做空指数，获取收益。世界上最早反向 ETF 产品由瑞典公司在 2005 年发行的追踪 OMX 斯德哥尔摩 30 指数，杠杆倍数为反向 1.5 倍。此后历经 16 年的发展历程，反向 ETF 规模和产品数量以及发行国家都有明显增加。

（一）海外反向 ETF 市场概况

1. 反向 ETF 规模增长缓慢 交易活跃度更高

截止 2019 年末，全球杠杆/反向 ETF 产品共 459 只，总规模合计 633.08 亿美元，其中反向 ETF 产品 249 只，规模 255.24 亿美元。

图 1 杠杆/反向 ETF 近年来规模和产品数量



数据来源：Bloomberg 上海证券基金评价研究中心

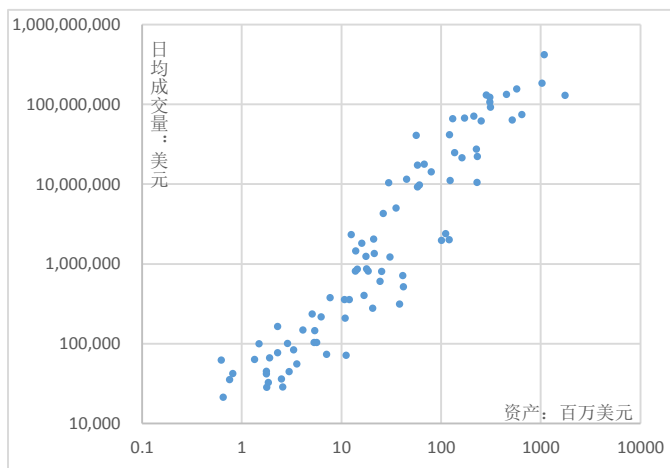
从产品数量历年变化来看，相对于杠杆 ETF，反向 ETF 数量占有优势，原因在于一般情况下杠杆/反向 ETF 总是配合发行，除同倍杠杆产品之外，反向 ETF 比杠杆 ETF 经常多了反向一倍杠杆的产品。

从反向 ETF 规模变化来看，受美国次贷危机带来的全球股市下跌影响，2007、2008、2009 三年反向 ETF 规模大幅增加，2009 年后全球经济迎来复苏，股票指数也不断上涨，此后反向 ETF 的规模基本上处于停滞状态，到 2019 年底，10 年间反向 ETF 规模仅增加 16% 左右，远落后于杠杆 ETF 规模增速。

从交易活跃度来看，以美国为例，2019 年全部 ETF 市场的日均成交额为 881 亿美元，其中反向 ETF 日均成交量为 22 亿美元，成交量占比为 2.51%，而 2019 年底反向 ETF 规模占全部美国 ETF 的比例为 0.24%，可

见，反向 ETF 市场活跃度更高，也高于杠杆 ETF。美国交易最活跃的反向 ETF 为 SQQQ，三倍做空纳斯达克指数，日均成交额为 4.2 亿美元。综合来看，杠杆 ETF 和反向 ETF 两者以不到 0.9% 的市场规模占据了接近 7% 的市场交易额。

图 2 美国反向 ETF 资产和日均成交量散点图



数据来源：Bloomberg 上海证券基金评价研究中心 截止日期：2019/12/31

2. 反向 ETF 市场集中度较高

图 3 各国反向 ETF 数量分布情况

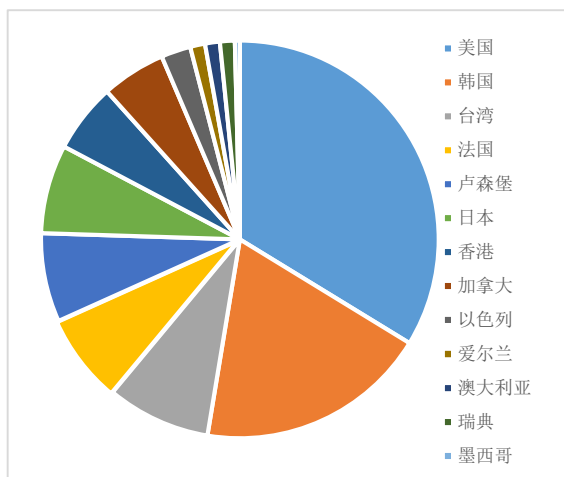
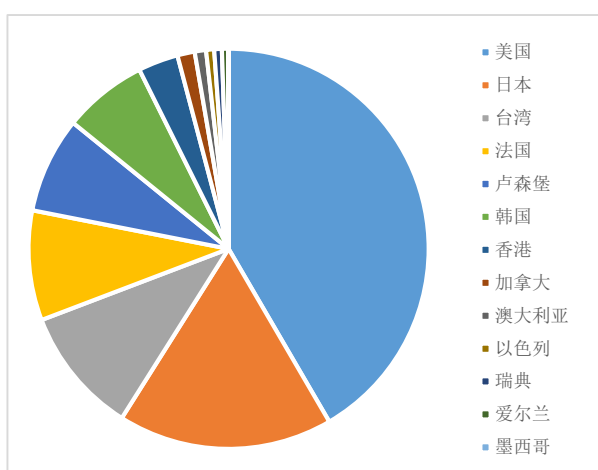


图 4 各国反向 ETF 规模分布情况



数据来源：Bloomberg 上海证券基金评价研究中心 截止日期：2019/12/31

与杠杆 ETF 一样，目前世界上共 13 个国家发行杠杆 ETF 产品。从数量和规模分布来看，反向 ETF 相比杠杆 ETF 集中度下降，美国作为反向 ETF 发展最好的国家，2019 年底数量占比 1/3，规模占比为 1/2，除此之外，韩国数量占比接近 20%，而规模占比仅 5% 左右，而日本规模占比为 15%，但数量占比仅 7%，此外，台湾、法国、卢森堡、香港等国家地区反向 ETF 市场发展也相对较好。

图 5 反向 ETF 杠杆倍数的规模分布

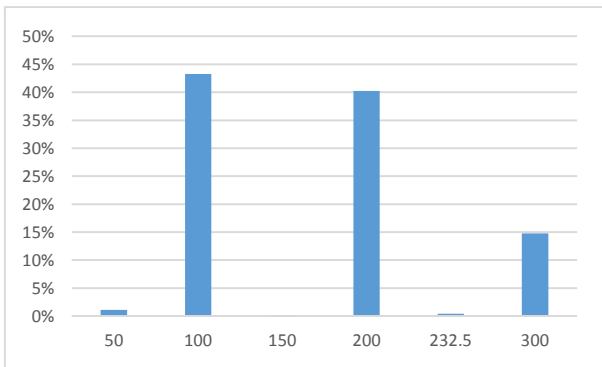
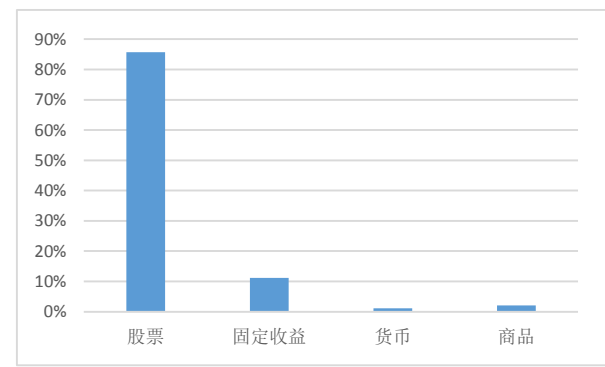


图 6 反向 ETF 底层资产的规模分布



数据来源：Bloomberg 上海证券基金评价研究中心 截止日期：2019/12/31

从杠杆倍数来看，最低杠杆倍数为-0.5，最高杠杆倍数为-3.0，其中杠杆倍数-1.0最受市场欢迎，其次为杠杆倍数-2.0，两者合计规模占比为 83.5%，杠杆倍数-3.0 规模占比为 14.8%。从资产类型来看，股票类型反向 ETF 规模占比为 85.7%，占据了绝大部分，其次为固定收益，占比为 11.1%，商品为 2.1%，货币 1.1%，相比杠杆 ETF 而言，反向 ETF 中固定收益规模有较大提升，股票资产占比有所下降。

表 1 当前规模最大的十只反向 ETF

基金代码	成立日期	跟踪指数	杠杆倍数	基金管理公司	国家地区	资产规模 (亿美元)
1357 JP Equity	2014/7/16	日经 225 指数	-2.0	Nomura	日本	25.2
00632R TT Equity	2014/10/31	台湾 50 指数	-1.0	Yuanta	台湾	20.2
SH US Equity	2006/6/19	标普 500 指数	-1.0	ProShare	美国	17.5
SQQQ US Equity	2010/2/9	纳斯达克 100 指数	-3.0	ProShare	美国	10.8
SDS US Equity	2006/7/11	标普 500 指数	-2.0	ProShare	美国	10.2
TBT US Equity	2008/4/29	ICE 美国 20 年以上国债指数 (IDCOT20)	-2.0	ProShare	美国	6.4
252670 KS Equity	2016/9/22	韩国 KODEX 200	-2.0	Samsung	韩国	6.4
SPXU US Equity	2009/6/23	标普 500 指数	-3.0	ProShare	美国	5.7
DSB FP Equity	2010/9/4	德国 10 年国债指数	-2.0	Lyxor	法国	5.2
PSQ US Equity	2006/6/19	纳斯达克 100 指数	-1.0	ProShare	美国	5.1

数据来源：Bloomberg 上海证券基金评价研究中心 截止日期：2019/12/31

当前资产规模最大的十只反向 ETF 产品中，美国有 6 只，管理公司同为 ProShare，数量仍占优，但前两名分别为日本和台湾占据，另外两只为韩国和法国。从跟踪指数上看，全部为代表性的宽基指数，其中有两只产品跟踪指数为债券指数。

其中资产规模最大的产品为追踪日经 225 指数的-2 倍杠杆的由 Nomura 管理的 1357 JP Equity，规模为 25.2 亿美元。前十大反向 ETF 产品占全部反向 ETF 的比例为 44.2%，集中度仍然较高。可见，作为工具性创新型产品，反向 ETF 市场具有高度集中度，且大部分市场需求集

中于宽基指数产品上。

从各国基金公司的市场占有率情况来看，因为反向ETF和杠杆ETF成对出现，因此基金公司的市场占有率和杠杆ETF是相类似的，也呈现高度集中现象，以美国为例，ProShare和Rafferty占据了反向ETF市场份额的99.8%。

3. 行业主题反向ETF数量不断增加 但规模不大

随着反向ETF市场规模的不断扩大，市场深度也增加，当前市场创新聚焦在更加细分的行业主题方面，以美国市场为例，2019年发行的4只反向ETF，其中有两只跟踪通信行业、一只跟踪互联网行业，一只跟踪标普500指数中高beta的100只股票。截止2019年底，美国现存股票反向ETF共有66只，其中30只为行业主题ETF，主要分布于通信、消费、半导体、科技、金融、能源、房地产、生物、金矿开采、石油天然气等。虽然产品数量占比接近一半，但规模占比仅为14.2%，远小于杠杆ETF中行业主题规模占比，可见宽基指数反向ETF更受投资者欢迎。在美国市场中，由于次贷危机后美股整体表现很好，而某些行业指数表现更远优于指数，由此导致行业反向ETF由于净值和规模大幅减小，而被清算的数量较多，导致美国反向ETF数量少于杠杆ETF，而其他国家反向/杠杆ETF追踪的指数多为宽基指数，因此市场波动相对于行业指数小，因此反向ETF数量多于杠杆ETF。

4. 海外中国反向ETF市场规模很小

虽然我国市场上没有反向ETF产品，但目前境外市场有12只挂钩中国股票指数的反向ETF，总规模2.35亿美元，其中跟踪A股市场规模为1.0亿美元，单只基金规模很小，合计规模也不大。从发行地区看，集中于美国和东亚，其中美国和台湾发行4只，韩国2只，香港和日本各1只。目前规模最大的产品为美国发行的挂钩富时中国50指数的-3倍杠杆ETF，2019年底规模为0.67亿美元。目前当前海外中国反向ETF跟踪指数都为宽基指数，杠杆倍数集中于-1.0倍。

表2 海外发行的挂钩中国股票指数的反向ETF产品

基金代码	成立日期	跟踪指数	杠杆倍数	基金管理公司	国家/地区	资产规模(亿美元)
YANG US Equity	2009/12/3	富时中国50指数(港股)	-3.0	Rafferty	美国	0.67
FXP US Equity	2007/11/6	富时中国50指数(港股)	-2.0	ProShares	美国	0.35
217780 KS Equity	2016/6/10	沪深300指数	-1.0	Mirae	韩国	0.34
00634R TT Equity	2014/11/11	上证180指数	-1.0	Fubon	台湾	0.21
00638R TT Equity	2015/5/6	沪深300指数	-1.0	Yuanta	台湾	0.19
CHAD US Equity	2015/6/17	沪深300指数	-1.0	Rafferty	美国	0.18
7588 HK Equity	2019/6/25	恒生中国企业指数(港股)	-2.0	CSOP	香港	0.13
00656R TT Equity	2016/3/8	富时中国A50指数	-1.0	Cathay	台湾	0.08
1573 JP Equity	2012/12/6	恒生中国企业指数(港股)	-1.0	Simplex	日本	0.07
YXI US Equity	2010/3/16	富时中国50指数(港股)	-1.0	Proshares	美国	0.06

291660 KS Equity	2018/3/16	恒生中国企业指数 (港股)	-1.0	Samsung	韩国	0.04
00666R TT Equity	2017/7/21	恒生中国企业指数 (港股)	-1.0	Fubon	台湾	0.03

数据来源: Bloomberg 上海证券基金评价研究中心 截止日期: 2019/12/31

(二) 海外反向 ETF 产品解析

1. 运作模式

与杠杆 ETF 类似, 海外反向 ETF 产品杠杆的实现方式主要通过持有期货、互换和股票挂钩票据来实现。因为相对于普通 ETF 产品更复杂的运作模式, 所以反向 ETF 基金费率相对较高, 根据美国 ICI 公布的数据, 2019 年美国股票 ETF 平均管理费率为 0.49%, 而同期美国股票反向 ETF 的平均管理费率为 0.77%, 略高于杠杆 ETF。

1) 期货模式

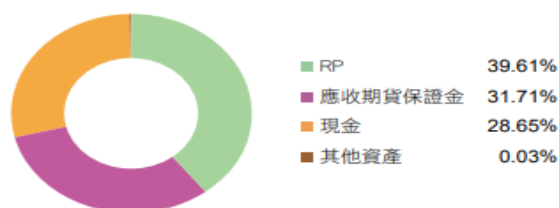
与杠杆 ETF 类似, 反向 ETF 也主要通过持有近期跟踪指数期货合约或跟踪指数 ETF 的期货合约的空头来保证反向杠杆实现, 近期合约到期前, 需要移仓至下一个月, 基金跟踪误差也主要受期货移仓影响。此种运作模式下, 反向 ETF 需要有流动性较好的股指期货品种作为支撑。

台湾和香港等市场杠杆 ETF 多采用期货合约进行复制。以台湾交易所上市的富邦上证 180 单日反向一倍 ETF 为例, 主要通过持有期货合约方式增加风险暴露程度, 2020 年 4 月底主要持有的投资标的为 5 月份到期的富时中国 A50 指数期货, 少部分持有 5 月份到期的富邦上证 ETF 期货, 累计风险暴露为 100.86%, 约等于一倍的基金净值, 满足反向一倍杠杆要求。资产配置中 RP 为附买回债券, 配置权重最高, 其次为期货保证金和现金资产。

图 7 富邦上证 180 单日反向一倍 ETF 投资标的

種類	標的名稱	曝險比例
期貨	2020/05 富時中國A50指數	82.08%
期貨	2020/05 富邦上証ETF期貨	18.78%

图 8 富邦上证 180 单日反向一倍 ETF 资产配置



数据来源: 富邦投信官网 上海证券基金评价研究中心 截止日期: 2020/4/30

2) 互换模式

利用互换合约也可以改变 ETF 风险暴露, 通常在美国等衍生品市场发达的国家所使用。在反向 ETF 涉及的指数互换合约中, 主要涉及两个交易者, 基金管理人通常接受另一方支付固定收益, 通常为 LIBOR 或 LIBOR 上浮几个 BP 的成本, 然后支付给对方未来一段时间按照名义价值计算的指数收益, 合约到期时, 如指数收益为负, 则基金管理人收到固定收益部分和指数负收益部分, 若指数收益为正, 则基金管理人支付合约方指数正收益减去固定收益部分。在互换模式中基金的大部分资产主

要投向国债获取低风险收益，甚至通过债券回购方式提高收益。

以反向三倍杠杆的 SQQQ 在 2019 年 11 月 30 日的市场风险暴露数据来看，SQQQ 持有 299% 的互换合约和 1% 的期货合约，从而实现了反向三倍杠杆。在该基金的互换合约中基金公司可以收到的平均年化固定收益率为 1.8%。

表 3 SQQQ 的市场风险暴露

资产类型	占基金净值比例
互换合约	-299%
期货合约	-1%
总计	-300%

数据来源：Proshares 上海证券基金评价研究中心 截止日期：2019/11/30

2、跟踪指数

国内虽然没有反向 ETF 产品，但上证 180 指数和沪深 300 等多个指数均推出反向指数系列，以上证 180 反向指数 (H50046) 为例，采用标的指数、卖空成本和无风险利率编制而成，无风险利率目前参考金融机构人民币贷款基准利率（一年以内，含一年）；卖空成本目前参考国内券商融券利率，在上述无风险利率基础上上浮 3%。指数具体编制方法如下：

$$I_t = I_{t_0} \times \left[1 + L \times r_{sse180,t} - (L - 1) * \frac{r_{lt_0}}{360} \times (t - t_0) + L * \frac{r_{bt_0}}{360} \times (t - t_0) \right] \quad (1)$$

其中 I_t 为第 t 日的指数点位， I_{t_0} 为 t 日前一交易日指数点位， L 为杠杆倍数， $r_{sse180,t}$ 为第 t 日上证 180 指数收益率， r_{lt_0} 为 t 日前一交易日无风险利率， r_{bt_0} 为 t 日前一交易日卖空成本。

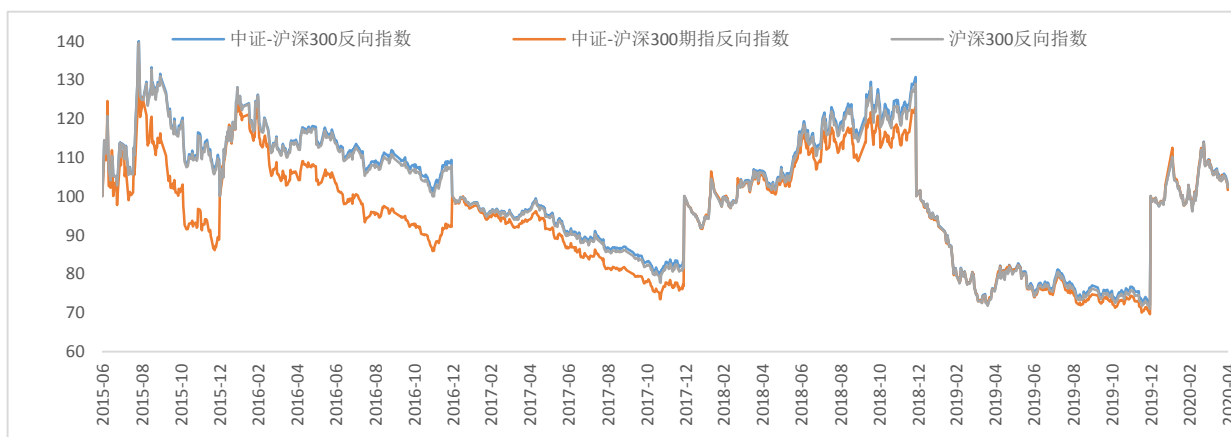
目前海外反向 ETF 多通过期货或互换模式运作，实现杠杆成本较低，而按照公式 (1) 中的编制方法，目前国内融券卖空较难实现。因此除上述融券方式外，中证指数公司还推出采用股指期货实现杠杆的系列指数，通过持有股指期货并逐月展期的方法进行指数化投资，以沪深 300 指数期货指数为例，其编制方案如下：

$$I_t = I_{t-1} \times \left[1 + k \times \left(\frac{p_{i,t}}{S_{i,t-1}} - 1 \right) \right] \quad (2)$$

其中 k 为反向杠杆倍数 (-1 或 -2)， $p_{i,t}$ 为指数持有的沪深 300 指数近期期货合约的第 t 日的计算价格， $S_{i,t-1}$ 为指数持有的沪深 300 指数近期期货合约第 $t-1$ 日的结算价。不过由于沪深 300 股指期货在 2015 年 6 月后存在长期贴水现象，导致沪深 300 指数期货反向指数长期跑输采用融券方式编制的反向指数。图 9 中沪深 300 反向指数为仅按照沪深 300 指数每日收益率的负数计算得到，而中证-沪深 300 反向指数、中证-沪深 300 期指反向指数分别按照公式 (1)、公式 (2) 计算得到。图中分成了 2015/6/30-2015/12/31、2016、2017、2018、2019h 和 2020/1/1-2020/4/30 等 6 个时间段的指数值。可以明显看出中证-沪深

300 期指反向指数明显落后于中证-沪深 300 反向指数，而中证-沪深 300 反向指数与沪深 300 反向指数表现相近，前者收益率略高于后者。沪深 300 期指反向两倍指数同样落后于中证-沪深 300 两倍反向指数，由于杠杆成本的增加，导致中证-沪深 300 两倍反向指数略低于沪深 300 两倍反向指数表现。

图 9 沪深 300 反向指数表现



数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

可见，在我国利用期货管理产品时，期货仓位也需要根据期货贴水状况进行动态调整，确保每日收益的杠杆倍数可以达到产品设定要求。为准确反映反向指数的长期收益情况，需要重新编制反向指数，当前可以采用海外指数编制方式。目前美国和台湾编制相同，如台指反向一倍指数（反向倍数 $R=-1、-2$ ）=前一日台指反向一倍指数收盘点数* $(1+R*$ （当前台湾加权指数点数/前一日台湾加权指数收盘点数-1））。而香港略有不同，如恒生国企反向一倍指数（反向倍数 $k=-1、-2$ ）=上日指数* $(1+k*$ 逆向回报+利息收入-印花税）。海外反向 ETF 基准指数编制时不需要考虑融券成本，最多考虑利息收入（通过隔夜利率计算得到）和交易产生的印花税成本。

3、申赎机制和套利

反向 ETF 的申赎机制与杠杆 ETF 一致，同样采用“现金申购 现金赎回”机制，且申赎后不会立即得到基金份额或现金，具有一定的滞后性。反向 ETF 不同运作模式下的申赎机制和杠杆 ETF 一致。

表 4 代表性反向 ETF 的折溢价率

基金代码	国家/地区	折溢价率				日均成交额 (亿美元)
		最小值	最大值	平均值	标准差	
00632R TT Equity	台湾	-1.19%	0.84%	0.02%	0.18%	0.20
SH US Equity	美国	-1.16%	0.44%	0.01%	0.09%	1.29
7500 HK Equity	香港	-2.17%	3.00%	-0.03%	0.53%	0.52

数据来源：Bloomberg 上海证券基金评价研究中心统计日期：2019/1/1-2020/5/15

从上述三只产品的每日收市时的折溢价率的统计数据来看，折溢价率

均值都较小，说明产品的二级市场交易价格基本上可以跟上净值波动。而折溢价率的标准差则差异较大，如美国 SH US Equity 的折溢价率波动最小，而香港 7500 HK Equity 的折溢价率则波动较大，最大的日溢价率可以达到 3.00%，而最小折价率也达到 2.17%。

4、再平衡机制和杠杆偏离

目前绝大多数反向 ETF 产品采用每日再平衡机制，即保证反向 ETF 日涨跌幅等于杠杆倍数*跟踪指数日涨跌幅，因此反向 ETF 不可避免需要每日调整仓位使得次日基金涨跌幅也符合产品设计要求。由于每日再平衡机制，反向 ETF 长期也存在杠杆偏离。

我们统计了 2014/1/1-2020/4/30 沪深 300 反向两倍杠杆指数 1 个月、3 个月、6 个月和 1 年等不同时间段区间收益率，并与同区间段沪深 300 指数收益率*(-2) 进行对比。结果可以看出，散点图向左下方凸起，在市场出现单边上涨时，反向 ETF 的杠杆倍数明显减小，尤其区间时间段越长越明显，反向 ETF 因为每日再平衡机制经历了不断减杠杆的过程，而市场出现单边下跌时，则反向 ETF 的杠杆倍数将有所增加，此时再平衡机制经历了不断加杠杆的过程，反向 ETF 表现出“追跌杀涨”的过程。

在震荡市场中，每日再平衡带来“追跌杀涨”导致反向 ETF 经历更加明显的收益损耗，在标的指数收益率处于 0 附近时，反向 ETF 的表现明显比 -2 倍杠杆*沪深 300 指数要差，尤其是 1 年时间段内，表现更为明显。

反向 ETF 一段时间的实际杠杆倍数具有明显路径依赖，因为收益的实现路径不同，相同的指数收益下得到不同的反向指数收益，图中可见明显的数据离散，尤其是期限为 6 个月和一年时。除了路径依赖外，反向 ETF 还具有更明显的杠杆损耗现象，如 2 倍的沪深 300 指数收益率在 -1% 到 1% 时，一个月的反向两倍指数收益变化范围是 0.52% 到 -6.13%，此时反向两倍指数还能取得正收益，而一年反向两倍指数收益变化范围是 -7.97% 到 -20.11%，负收益明显增大，说明股票市场的震荡行情带来了反向 ETF 的杠杆损耗，时间越长损耗越大。

图 10 沪深 300 反向两倍指数和跟踪指数收益率散点图 (一个月)

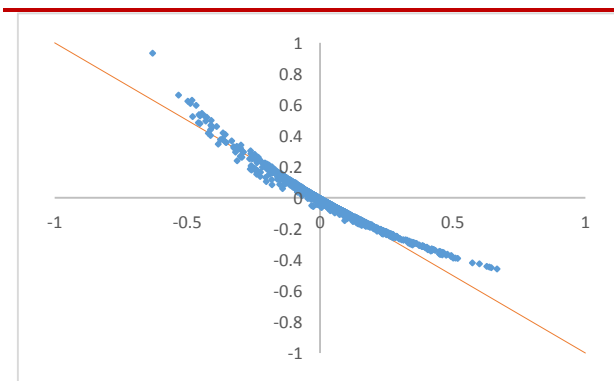


图 12 沪深 300 反向两倍指数和跟踪指数收益率散点图 (六个月)

图 11 沪深 300 反向两倍指数和跟踪指数收益率散点图 (三个月)

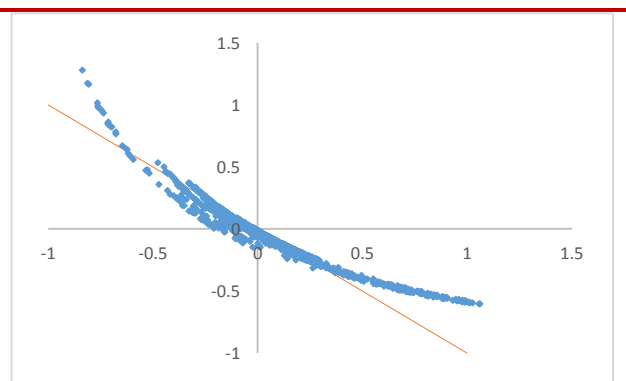
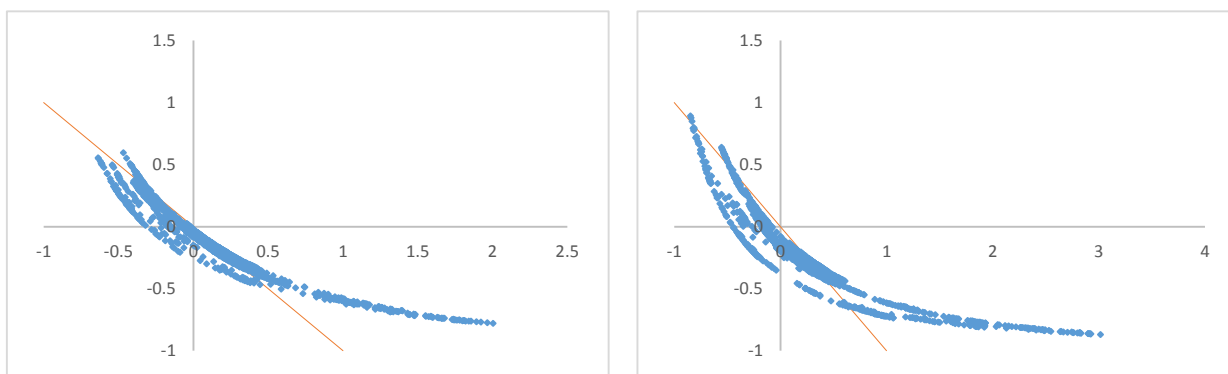


图 13 沪深 300 反向两倍指数和跟踪指数收益率散点图 (一年)



数据来源：wind 资讯 上海证券基金评价研究中心 统计时间段：2014/1/1-2020/4/30

我们统计了持有不同期限内对投资者有利的杠杆比率，即沪深 300 指数收益为负时，反向 2 倍 ETF 杠杆比例高于两倍的情况，或者当沪深 300 指数收益为正时，杠杆比率低于两倍的情况。从下表可见，如果持有反向 2 倍 ETF 市场为一个月时，当沪深 300 为负收益时，反向 2 倍 ETF 取得正收益，且杠杆倍数满足 2 的比例为 20.56%，该比例随着持有期限增加而减小，到持有期限为 1 年时，该比例已经下降到 7.87%。而沪深 300 为负收益时情况则相反，反向 2 倍 ETF 则经历自然杠杆下降的过程，使得有利杠杆的比例不断增加，但即使如此，反向 2 倍 ETF 损失仍然很大。

对反向指数的有利杠杆比率也进行了统计（见表 5），数据显示收益为正时有利杠杆的比例较反向 2 倍杠杆指数明显增加，但随着持有时间的边长，同样出现比率大幅下调，而收益为负时有利杠杆比例保持较高，且随时间持有期限变化不大。总而言之，反向 ETF 是非常不适合长期持有，尤其是反向 ETF 再加杠杆，对此目前海外已发行的反向 ETF 的发行说明书中都有明确提醒投资者注意。

表 5 不同反向倍数下有利杠杆比率

期限	样本数量	有利杠杆比率（反向 2 倍指数）			有利杠杆比率（反向 1 倍指数）		
		收益为正时	收益为负时	合计	收益为正时	收益为负时	合计
一个月	1522	20.56%	37.61%	30.42%	51.40%	74.43%	64.72%
三个月	1478	14.38%	46.28%	33.83%	36.57%	79.58%	62.79%
六个月	1423	12.36%	48.18%	35.14%	32.43%	74.25%	59.03%
一年	1298	7.87%	61.10%	41.29%	26.71%	78.40%	59.17%

数据来源：wind 资讯 上海证券基金评价研究中心 统计时间段：2014/1/1-2020/4/30

5、产品特点

与杠杆 ETF 类似，反向 ETF 也表现出类似的特点，如产品特征清晰、产品运作管理复杂、杠杆复制成本较低，以及相对杠杆 ETF，反向 ETF 更加不适合长期持有等特点。

（三）杠杆/反向 ETF 国内发展建议

作为已经在海外市场上发展了 15 年的创新型 ETF 产品，不仅没有消

亡，而且规模还处于较稳定的增长中，目前已经在 13 个国家发行，说明世界范围内对杠杆/反向 ETF 产品的需求是存在且不断增长的。就我国而言，衍生品市场相对落后，且衍生品的投资门槛较高，普通投资者可以接触的正反向杠杆产品有限，从 2014、2015 年分级市场的火爆程度可见一斑，但由于分级基金产品设计存在的缺陷，杠杆倍数变化很大，导致分级基金下折时有可能给投资者带来巨大损失。而投资者通过场外配资方式盲目加杠杆，杠杆成本很高，承担的风险和获得收益完全不匹配，而且场外配资会严重干扰金融市场秩序。如果我国未来发行杠杆/反向 ETF，则可以为投资者提供更多合法有效选择，从产品供给角度来说也契合当前金融供给侧改革。

从海外市场成功的发展经验来看，我国发展自己的杠杆/反向 ETF 可以从以下方面入手：

1) 首先推出代表性宽基指数的杠杆/反向 ETF 产品

如沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数，上述指数目前国内均有对应的股指期货交易，方便基金管理人利用衍生品进行产品运作管理。待市场发展相对成熟后，再推出行业主题类杠杆/反向 ETF。初期产品的杠杆倍数可选择正向两倍杠杆 ETF 和反向一倍杠杆 ETF，正向三倍和反向两倍具有较高的风险，需谨慎推出。

2) 设计合理申赎机制 引入做市商机制

设计合理申赎机制，加强一二级市场的联动机制，防止产品出现大幅度折溢价现象，否则将对二级市场的投资者交易 ETF 产生障碍，尤其是在产品不能长期持有的情况下，如果 ETF 交易不活跃，则失去了产品存在意义。类似于 ETF 市场，在流动性不佳的情况下，可以引入流动性服务商，避免出现因流动性不足，出现无法及时退出现象，从而加强对投资者保护。

3) 投资者门槛不宜过高

ETF 设计初心本是为普通投资者服务的，如美国杠杆/反向 ETF 的投资门槛与普通 ETF 一致，如果将投资者参与门槛定的过高，则失去了 ETF 产品服务普通投资者的本质，也不利于缓解当前场外配资等金融市场乱象。当然考虑到中国市场相对不成熟，以及投资者教育可能不到位，初期可保持一定的投资者门槛。

目前已经有多种期权和期货衍生品交易，但衍生品的杠杆率过高，较适用于投资经验丰富且风险承受能力较高的投资者，并不适合普通投资者。此外，反向 ETF 也可以成为持有多头的普通投资者进行短期风险管理的工具。

4) 做好投资者教育

杠杆/反向 ETF 虽然具有较多优势，但其产品内含的缺点也无法避免。为了避免投资者遭受更大损失，需要着重做好投资者教育，在产品发行材料、宣传材料，以及季报/半年报/年报上提醒投资者注意长期持有风险。

分析师承诺

分析师 刘亦千 孙桂平 池云飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。