

固定收益指数化投资发展年度报告（2021）

摘要

2021年以来，美国固定收益ETF市场规模持续增长，截至2021年底，固定收益ETF数量491只，规模约为1.27万亿美元，同比增长17.25%，全年资金流入约2164亿美元，同比增长5.7%。

境外固定收益指数化投资呈现如下特点：**一是传统指数产品先发优势明显**，发行人市场份额稳定；**二是利率趋势性上行市场环境下，固定收益ETF相较2020年资金流入增速明显放缓**，资金仍然偏好无期限限制的宽基指数和短债指数。此外，在通胀压力下，投资于TIPS的ETF规模快速上升；**三是Smart Beta ETF发行节奏放缓**，2021年Smart Beta ETF新发数量明显少于退市数量，退市ETF中以动量策略居多，新发产品相比过去有进一步创新，如将择券和择时相结合等。细分策略中基本面策略更受青睐，Fallen Angel策略ETF规模上涨，尤其在高收益债细分市场，Smart Beta ETF相比传统ETF均有一定超额收益；**四是主动管理ETF规模维持较高增速**，新发数量占比高，收益表现较好，资金流入集中在短债、超短债、银行优先贷款和优先股等细分领域；**五是固定收益责任投资关注度持续提升**，ESG ETF规模持续上升。

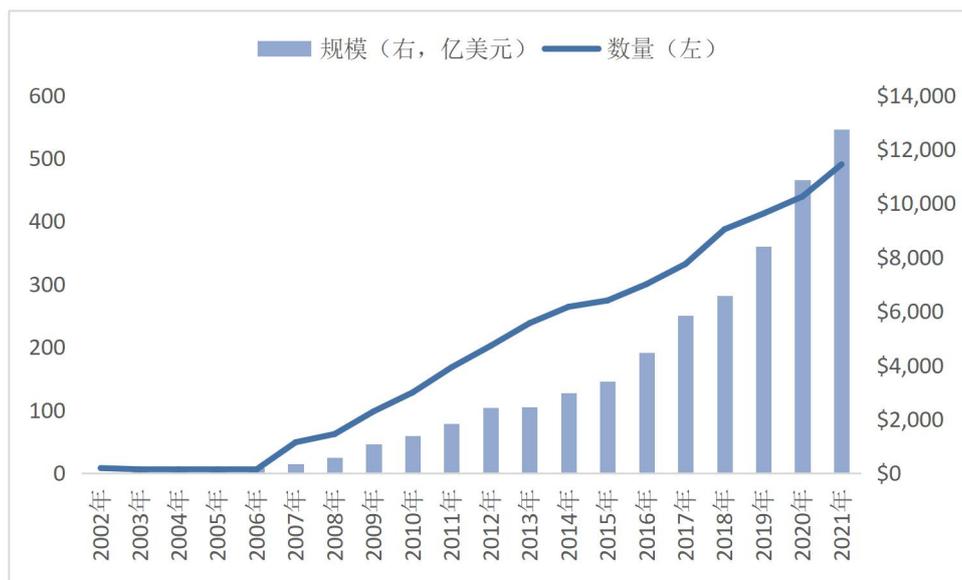
境内新发债券指数型产品41只，规模合计1169.87亿元。新发产品以金融债指数基金为主，新发数量共32只，规模合计928.96亿元，相比去年同期数量（50只）和规模（1656亿元）均有所回落。截至2021年底，债券指数产品共176只，规模约3870.25亿元。境内债券指数产品有如下特点：**一是产品类型以金融债指数基金为主**；**二是存量ETF产品类型覆盖可转债、短融及国债**；**三是同业存单指数基金成立**，创新发展可期。

中证指数管理固定收益指数合计400余条，可为投资者提供丰富的投资标的。展望2022年境内固定收益指数化投资市场，**一是短期限指数产品有望成为新突破口**；**二是债券ETF IOPV有望助力债券ETF流动性的提升**；**三是ETF互联互通或将促进债券ETF市场发展**，固定收益指数产品应用场景将日趋多样化。

一、美国固定收益ETF市场概况

（一）数量、规模持续增长，产品规模集中度高

截至2021年底，美国市场固定收益ETF数量共491只，规模约为1.27万亿美元，同比增长17.25%，相比去年同期（28.53%），增速略有下降。



数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

图 1 美国市场固定收益 ETF 发展概况

从产品规模集中度来看，Top 10 ETF规模合计为4267.5亿美元，占比37.8%，相比2020年前10大ETF规模占比下降约1.5%。前十大ETF的竞争格局与去年基本一致，除投资于市政债的MUB外，其余ETF均连续两年位列前10，绝大部分为BlackRock和Vanguard早期发行产品，老牌发行人竞争优势明显。前十大ETF标的指数各不相同，期限囊括了短期和中期债券，资产类别覆盖公司债、国债、TIPS、MBS和市政债。

表 1 Top 10 的固定收益类 ETF

| 代码 | 名称 | 上市时间 | 规模 (亿美元) | 投资类别 | 规模增速 |
|------|---|------------|----------|-------|------|
| AGG | iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF | 2003/9/26 | 919.5 | 宽基市场 | 9% |
| BND | Vanguard Total Bond Market ETF | 2007/4/10 | 842.6 | 宽基市场 | 25% |
| VCIT | Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF | 2009/11/23 | 474.6 | 中期公司债 | 13% |

| | | | | | |
|------|---|------------|-------|--------|------|
| BNDX | Vanguard Total International Bond ETF | 2013/6/4 | 465.7 | 全球市场 | 26% |
| BSV | Vanguard Short-Term Bond ETF | 2007/4/10 | 421.6 | 短债 | 44% |
| VCSH | Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF | 2009/11/23 | 417.2 | 短期公司债 | 16% |
| LQD | iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF | 2002/7/26 | 383.2 | 投资级公司债 | -30% |
| TIP | iShares TIPS Bond ETF | 2003/12/5 | 379.2 | TIPS | 45% |
| MBB | iShares MBS ETF | 2007/3/16 | 256.1 | MBS | 1% |
| MUB | iShares National Muni Bond ETF | 2007/9/10 | 250.2 | 市政债 | 23% |

数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

（二）新产品稳步推出，主动管理布局加速

全年新发固定收益ETF 67只，同比增长29%，规模约49.2亿美元，同比增长72%。其中，规模居首的是Vanguard Ultra-Short Bond ETF，该产品为主动管理的超短债ETF，规模为20.4亿美元，占新发产品约41%；其次为Dimensional Short-Duration Fixed Income ETF，为主动管理的短久期ETF；其余产品平均规模约为0.37亿美元。

从新发ETF类型来看，主动管理ETF仍是重要赛道，共新发52只，规模合计43.72亿美元，占新发规模的89%；传统指数型ETF共新发11只，其中6只为固定到期日ETF，为iShares和Invesco对固定到期日ETF产品系列的补充。整体来看，固定到期日ETF募集规模较低，合计不超过6000万美元。

表 2 2021 年新发固定收益 ETF 类型

| | 数量 | 规模（亿美元） | 平均单只规模（亿美元） | 费率 |
|----------------|----|---------|-------------|-------|
| 主动管理 ETF | 52 | 43.72 | 0.84 | 0.47% |
| 传统指数型 ETF | 11 | 4.17 | 0.38 | 0.22% |
| ESG ETF | 3 | 1.08 | 0.36 | 0.18% |
| Smart Beta ETF | 1 | 0.20 | 0.20 | 0.18% |
| 总计 | 67 | 49.18 | 0.73 | 0.41% |

数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

（三）资源持续整合，小规模、低流动性ETF面临清盘

固定收益ETF资源整合进一步加剧，约有17只固定收益ETF退市，另外有1只固定收益ETF转变为资产配置型ETF。17只退市ETF中，8只为正常到期清盘，

3只为主动管理ETF，4只为Smart Beta ETF。

退市的Smart Beta ETF中，3只采用了动量策略。具体来看，KDFI投资于高收益债，标的指数为FTSE US High-Yield Treasury Rotation Index，通过前3个月的动量因子来决定不同券种的权重分配，前3个月收益率越高则权重越高；AGGP跟踪IQ Enhanced Core Plus Bond U.S. Index，根据ETF的动量因子（45天移动平均收益率与90天移动平均收益率之比）进行权重分配，针对近期表现较好的债券ETF赋予更高的权重。整体来看，固定收益Smart Beta ETF退市频率较高，仍在不断探索适合自身的发展路径。

产品清盘情形的出现主要有两方面原因：一方面因为产品规模小，流动性差，运作成本高，收益水平低，除固定到期日ETF外，其余大部分规模在5000万美元以下；另一方面是发行商出于产品规划、资源整合的考虑，对旗下产品优势和资源集中部署。

表 3 2021 年退市 ETF

| 代码 | 名称 | 2020 年规模 (亿美元) | 上市日期 | 类型 |
|------|---|-------------------|------------|-------|
| FJNK | Pacific Global Focused High Yield ETF | 0.28 | 2019/10/24 | 主动管理 |
| WBIN | WBI BullBear Trend Switch US Total Return ETF | 0.15 | 2019/7/19 | 主动管理 |
| RFUN | RiverFront Dynamic Unconstrained Income ETF | 0.10 | 2016/6/14 | 主动管理 |
| IPFF | iShares International Preferred Stock ETF | 0.42 | 2011/11/15 | 优先股 |
| EMAG | VanEck Vectors Emerging Markets Aggregate Bond ETF | 0.16 | 2011/5/11 | 新兴市场 |
| SFHY | WisdomTree U.S. Short-Term High Yield Corporate Bond Fund | 0.15 | 2016/4/27 | 基本面策略 |
| BSCL | Invesco BulletShares 2021 Corporate Bond ETF | 20.90 | 2013/7/17 | 固定到期日 |
| IBDM | iShares iBonds Dec 2021 Term Corporate ETF | 15.70 | 2015/3/12 | 固定到期日 |
| BSJL | Invesco BulletShares 2021 High Yield Corporate Bond ETF | 9.41 | 2014/9/18 | 固定到期日 |
| IBMJ | iShares iBonds Dec 2021 Term Muni Bond ETF | 3.16 | 2015/9/3 | 固定到期日 |
| BSML | Invesco BulletShares 2021 Municipal Bond ETF | 0.33 | 2019/9/25 | 固定到期日 |
| IBHA | iShares iBonds 2021 Term High Yield and Income ETF | 0.29 | 2019/5/9 | 固定到期日 |
| IBTA | iShares iBonds Dec 2021 Term Treasury ETF | 0.11 | 2020/2/25 | 固定到期日 |
| BSAE | Invesco BulletShares 2021 USD Emerging Markets Debt ETF | 0.10 | 2018/10/4 | 固定到期日 |
| KDFI | KFA Dynamic Fixed Income ETF | 0.56 | 2019/12/9 | 动量策略 |
| DWFI | SPDR Dorsey Wright Fixed Income Allocation ETF | 1.21 | 2016/6/1 | 动量策略 |
| AGGP | IQ Enhanced Core Plus Bond U.S. ETF | 0.23 | 2016/5/10 | 动量策略 |

数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

（四）资金流入增速放缓，宽基指数、短债指数和TIPS指数受青睐

美国固定收益ETF全年资金流入约2164亿美元，同比增加5.7%，相比去年增速明显放缓，资金仍偏好无期限限制的宽基指数和短债指数。此外，在通胀压力下，投资于TIPS的ETF规模快速上升，iShares TIPS Bond ETF规模增速近45%。

资金进一步向头部产品集中。数据显示，排名前10的ETF产品资金流入占全市场固定收益ETF资金流入的48.8%，均为传统指数型ETF，且大部分ETF为规模排名靠前、布局时间较早的产品，虹吸效应明显。

表 4 资金净流入前 10 的固定收益 ETF

| 代码 | 名称 | 规模排名 | 净流入规模 (亿美元) | 规模增速 | 投资范围 |
|------|--|------|----------------|---------|---------|
| BND | Vanguard Total Bond Market ETF | 2 | 190.01 | 24.83% | 美国市场综合债 |
| BSV | Vanguard Short-Term Bond ETF | 5 | 138.34 | 44.43% | 短债 |
| TIP | iShares TIPS Bond ETF | 8 | 115.41 | 44.68% | TIPS |
| IUSB | iShares Core Total USD Bond Market ETF | 21 | 109.09 | 178.06% | 美国市场综合债 |
| BNDX | Vanguard Total International Bond ETF | 4 | 108.01 | 26.48% | 全球市场综合债 |
| AGG | iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF | 1 | 96.92 | 8.57% | 美国市场综合债 |
| VTIP | Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF | 18 | 93.98 | 96.39% | TIPS |
| SCHP | Schwab U.S. TIPS ETF | 13 | 70.46 | 51.62% | TIPS |
| VCIT | Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF | 3 | 68.01 | 12.68% | 中期公司债 |
| VCSH | Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF | 6 | 66.97 | 16.24% | 短期公司债 |

数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

资金大量流出的产品主要投资于美国市场，由于2021年美债收益率震荡上行，信用风险分化，投资者对公司债投资偏谨慎，无论是投资级公司债还是高收益公司债，旗舰产品均面临资金净流出。其中，iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF资金净流出居首，约145亿美元；高收益债旗舰产品HYG和JNK资金净流出分别为34亿美元和28亿美元。

（五）发行人市场份额集中，竞争格局未变

固定收益ETF发行人整体格局未发生变化，老牌发行人依然领跑，BlackRock、Vanguard和State Street Global Advisors资产规模依然位居前三，存量产品规模占

市场比重约80%；前10大发行人占比96%，该市场结构与过去两年保持一致。其中，BlackRock居首位，其固定收益ETF数量和规模分别为109只和5289亿美元，规模占比为42.32%。

表 5 固定收益类 ETF 前 10 大发行人

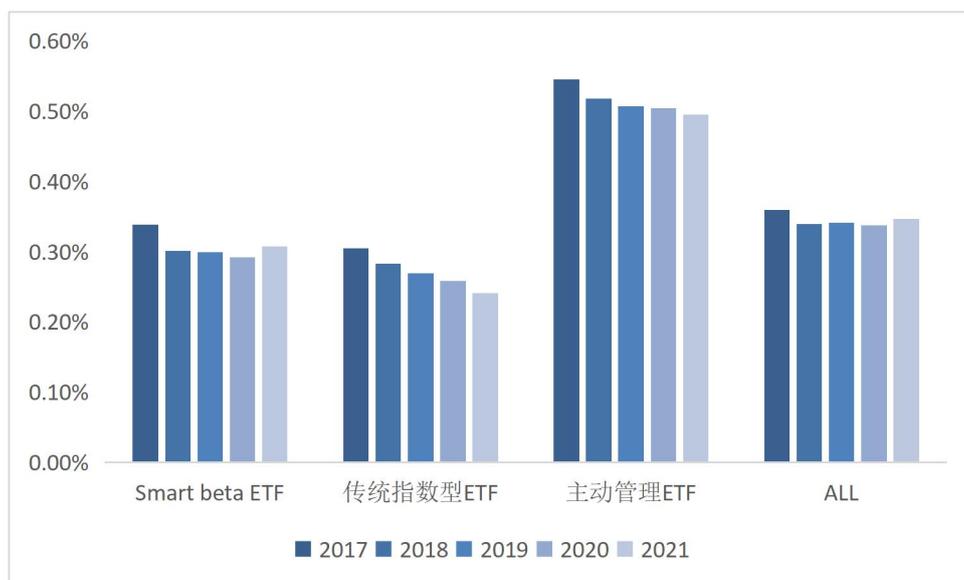
| 发行人 | 数量 | 总资产（亿美元） | 总资产占比 |
|------------------------------|-----|----------|--------|
| Blackrock | 109 | 5388.86 | 42.32% |
| Vanguard | 20 | 3726.54 | 29.27% |
| State Street Global Advisors | 37 | 1079.33 | 8.48% |
| Invesco | 56 | 464.13 | 3.65% |
| Charles Schwab | 7 | 435.95 | 3.42% |
| First Trust | 22 | 350.12 | 2.75% |
| PIMCO | 13 | 262.75 | 2.06% |
| JPMorgan Chase | 12 | 244.78 | 1.92% |
| VanEck | 18 | 189.87 | 1.49% |
| DWS | 8 | 76.89 | 0.60% |

数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

（六）传统指数型ETF费率中枢下移，零费率产品规模上升

传统指数型ETF费率中枢继续下移。ETF巨头对旗下传统ETF费率下调，例如Blackrock下调iShares Floating Rate Bond ETF和iShares GNMA Bond ETF等多只ETF费率，下调幅度约5到10bp。此外，BNY Mellon于2020年4月发行了首只“零费率”固定收益ETF，即BNY Mellon Core Bond ETF，跟踪彭博巴克莱美国综合债指数，初始募集规模约为5600万美元，最新规模已达2亿美元，规模增速276.15%。

低费率是固定收益ETF的特征，但随着费率逐年降低，未来费率大幅下调的趋势或不可持续。目前，创新型固定收益ETF，如Smart Beta ETF和主动管理ETF费率下降空间有限，Smart Beta ETF费率相比去年不降反升。优化资源配置，提高运营效率，探索创新路径，树立优势品牌仍是未来的重中之重。



数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

图 2 固定收益 ETF 费率均值

二、美国市场固定收益ETF创新产品概况

（一）Smart Beta ETF发行节奏放缓，Fallen Angel策略ETF规模上涨

全年新发Smart Beta ETF产品共4只，管理规模约为1.28亿美元。截至2021年底，固定收益Smart Beta ETF共74只（不含主动管理），规模约346.92亿美元，同比增长68.2%，规模约占固定收益ETF总规模的2.7%，整体资金流入约为143亿美元，占比6.6%。

从策略类型来看，资金流入主要集中在基本面策略，其中Fallen Angel策略依然获得较多的资金流入，iShares Fallen Angels USD Bond ETF资金流入45.15亿美元，规模增速约1112%；VanEck Vectors Fallen Angel High Yield Bond ETF资金流入11.3亿美元，二者在固定收益Smart Beta ETF资金流入排行中居首。Fallen Angel策略捕捉信用风险定价中的偏差，当评级下调使债券处于超卖状态时，债券实际价格中隐含的信用风险与信用利差被高估，而随着未来市场纠偏，债券价格回归，使得策略获得超额收益。

表 6 规模净流入前 10 的 Smart Beta ETF

| 名称 | 规模 (亿美元) | 规模 增速 | 资金流入 (亿美元) | 策略 | 过去 1 年 收益率 | 过去 3 年 收益率 |
|------------------------------------|-------------|----------|---------------|-------|---------------|---------------|
| iShares Fallen Angels USD Bond ETF | 49.40 | 1111.8% | 45.15 | 基本面策略 | 6.26% | 12.58% |

| | | | | | | |
|---|-------|---------|-------|--------|--------|--------|
| VanEck Fallen Angel High Yield Bond ETF | 52.70 | 31.09% | 11.30 | 基本面策略 | 7.93% | 13.00% |
| Xtrackers Low Beta High Yield Bond ETF | 10.40 | 3069.8% | 10.01 | 低 beta | 3.04% | 6.44% |
| Pacer Trendpilot U.S. Bond ETF | 13.10 | 204.82% | 9.10 | 股债风险比 | 0.87% | -- |
| ProShares Investment Grade-Interest Rate Hedged ETF | 10.30 | 123.64% | 5.96 | 久期对冲 | 0.55% | 3.94% |
| iShares Interest Rate Hedged Corporate Bond ETF | 10.60 | 132.04% | 5.93 | 久期对冲 | 2.45% | 4.06% |
| FlexShares High Yield Value-Scored Bond Index Fund | 6.32 | 228.35% | 4.40 | 基本面策略 | 6.95% | 10.17% |
| iShares J.P. Morgan EM Corporate Bond ETF | 5.44 | 120.14% | 3.19 | 多因子 | -0.85% | 6.68% |
| Invesco 1-30 Laddered Treasury ETF | 4.19 | 252.72% | 2.93 | 等权 | -3.02% | 6.53% |
| Nuveen Enhanced Yield U.S. Aggregate Bond ETF | 3.62 | 341.36% | 2.89 | 基本面策略 | -1.84% | 5.31% |

数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

除Fallen Angel策略外，获得较多资金流入的Smart Beta ETF策略包括低beta策略、股债风险比例择时策略、价值因子策略、利率对冲策略等，代表性ETF如下：

- Xtrackers Low Beta High Yield Bond ETF在美国高收益公司债指数样本中，选取30天移动平均YTW低于同组别债券30天移动平均YTW中位数的债券，若30天移动平均YTW超过中位数的1.05倍，则剔除该样本。
- Pacer Trendpilot U.S. Bond ETF构建了风险比例（risk ratio）指标，用S&P美国高收益债全收益指数除以S&P U.S美国7-10年国债全收益指数，计算该指标100天简单移动平均；当风险比例连续5个交易日在简单移动平均线之上，则将全部资金配置到S&P美国高收益债指数；当风险比例连续5个交易日在简单移动平均线之下，则50%资金配置到美国高收益债指数，剩余资金配置到美国7-10年国债指数；当风险比例100天简单移动平均值小于5日前移动平均值，则将全部资金配置到美国7-10年期国债上。
- FlexShares High Yield Value-Scored Bond Index Fund投资于高收益公司债，根据公司投融资活动、偿债能力和盈利能力的可靠性及可持续性评估信用得分，剔除信用得分后10%的发行人；根据到期时间、上市时间、债券余额等因素计算流动性得分，剔除流动性得分后5%的债券；在限制条件下，根据估值、

利差分析计算最大化价值得分确定指数样本。

固定收益 Smart Beta ETF 中，全年收益最高的产品为 VanEck CEF Muni Income ETF，该产品为投资于固定收益封闭式基金 (CEF) 的 FOF，全年收益为 9.57%。从策略有效性来看，在投资美国市场固定收益 ETF 中，对于投资级信用债，Smart ETF 的超额收益并不明显；对于高收益债，无论是短期、中期还是长期，Smart ETF 相比传统 ETF 均有一定超额收益。采用 Fallen Angel 策略的 VanEck Vectors Fallen Angel High Yield Bond ETF 取得 7.93% 的收益，采用基本面策略的 FlexShares High Yield Value-Scored Bond Index Fund 取得 6.95% 的收益，而普通高收益债 ETF，如规模较大的 JNK 和 HYG 分别取得 4.94% 和 4.61% 的收益。

从新发创新产品来看，BlackRock 投资于美国固定收益市场的 Smart beta ETF 具有一定特色。该产品跟踪 BlackRock USD Bond Factor Index，投资范围包括国债、投资级债券、高收益债券和 MBS 等，旨在与美国债券市场维持相近的风险特征，同时取得超额收益。该指数由 8 条子指数构成，其中 4 条子指数采用因子择券；在权重配置上，该指数结合宏观择时与微观择券策略，通过预期违约概率等指标判断当前宏观周期，灵活调整指数久期、高收益债和 MBS 的配置比例；其余子指数的权重配置，则通过优化函数计算，以实现在各限制条件下的最大化风险溢价。



数据来源：BlackRock

图 3 BlackRock USD Bond Factor Index 特点

（二）主动管理ETF呈现超额收益特征，市场规模维持较高增速

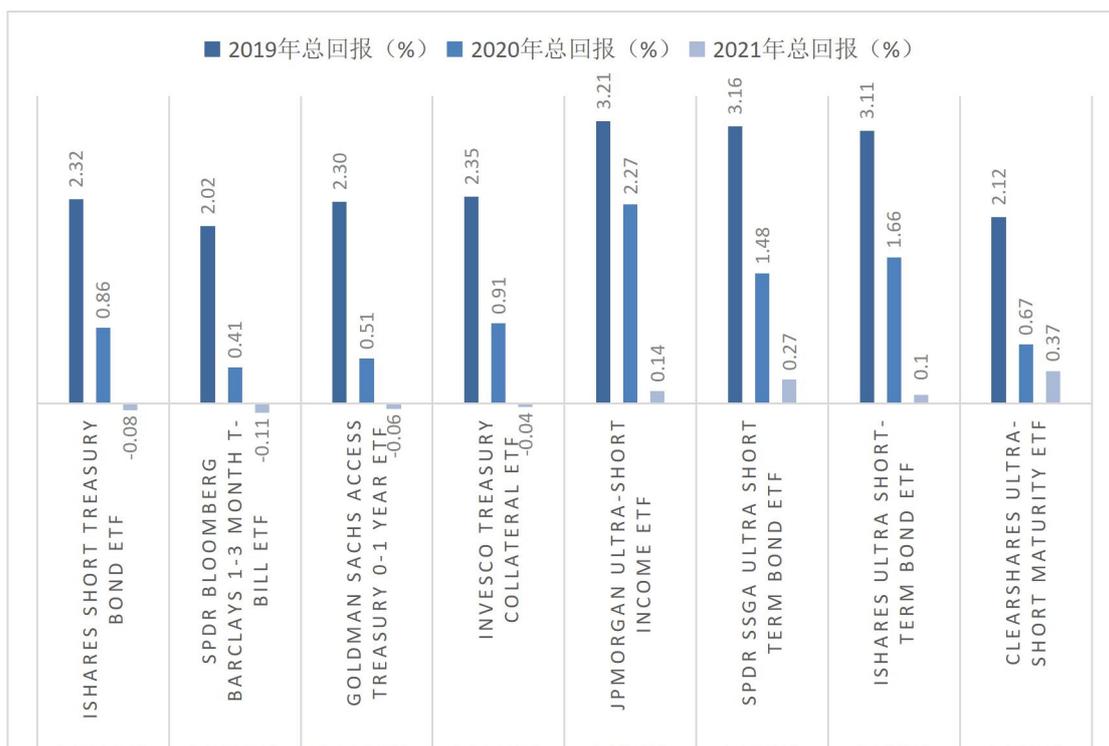
全年新发主动管理ETF产品共52只，管理规模达43.72亿美元，同比增长312%。新发产品中规模最大的为Vanguard Ultra-Short Bond ETF，规模为20.4亿美元，投

资于美国市场投资级超短期债券；其次为 Dimensional Short-Duration Fixed Income ETF，规模5.7亿美元，投资于全球市场投资级短债，其余产品规模均较小，43只产品规模不足1亿美元，产品集中度较高。部分新发ETF旨在获取超越指数回报的收益，常依赖于量化投资模型，考虑宏观经济趋势，并对个券基本面进行分析。

截至2021年底，主动管理ETF共184只，规模1402亿美元，同比增长78%，规模约占固定收益ETF总规模的11%。全年资金净流入约为341亿美元，约占固定收益ETF总资金净流量的15.8%。规模最大的仍是JPMorgan Ultra-Short Income ETF，规模同比增长19.3%，相比其他超短期ETF，该ETF费率低，具有较好流动性，受到市场青睐。

从资金配置趋势来看，一方面，投资于短债、超短债的主动管理ETF依然获得较高的资金流入；另一方面，市场对银行优先贷款（Senior Loan）和优先股等资产需求增长。以银行优先贷款为例，作为浮动利率资产，在通胀环境下，配置该类资产有助于对冲利率上升风险，同时其偿还顺序不低于有担保债权，优先于无担保债权，可为投资者提供一定的信用保护。在此背景下，SPDR Blackstone Senior Loan ETF资金流入约67亿美元，规模增长300%，成为2021年最受欢迎的主动管理ETF，过去1年收益约为4.85%。

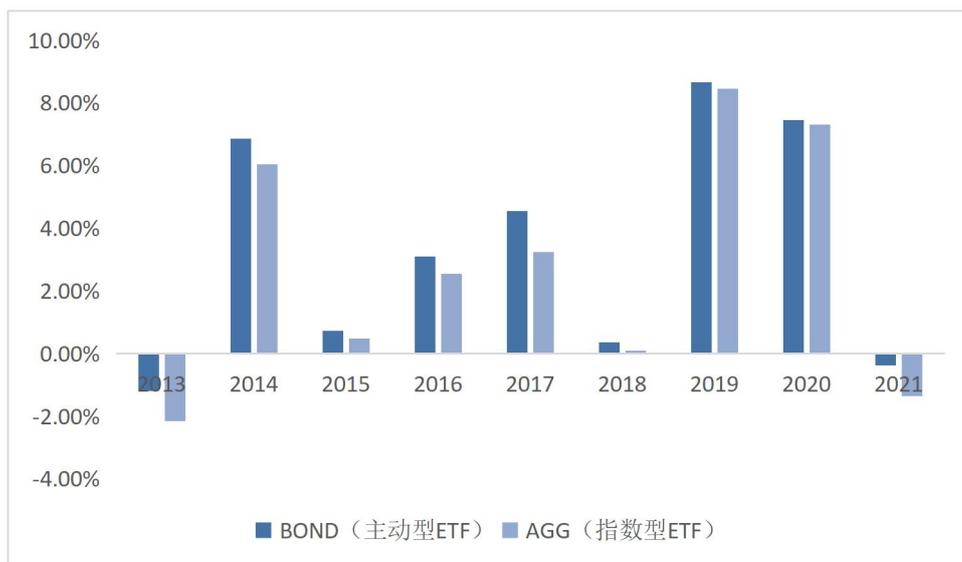
从收益水平来看，主动管理ETF收益水平更为可观。以美国市场投资级超短债ETF为例，剔除杠杆和杠杆反向产品后，主动ETF收益高于被动ETF。如下图所示，4只传统指数ETF在2021年收益均为负数，而4只主动ETF则取得正收益。



数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

图 4 超短债 ETF 收益对比

以主动管理ETF(BOND)和指数型ETF(AGG)为例，其中，BOND为PIMCO旗下规模第二大主动ETF，投资于核心固定收益证券；AGG跟踪指数为彭博巴克莱美国综合债指数，投资范围、久期与BOND具有一定可比性。但从收益水平来看，该主动管理ETF收益表现优于传统ETF，主动管理模式更为成效。



数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

图 5 BOND 和 AGG 收益表现对比

（三）ESG ETF规模稳步增长

全年新发3只ESG ETF，规模合计1.1亿美元，均投资于美国市场公司债。Blackrock发行了iShares ESG Advanced Investment Grade Corporate Bond ETF，该ETF属于iShares ESG Advanced系列，剔除了涉及成人娱乐、酒精、赌博、烟草等业务的公司，同时剔除MSCI ESG分数低于BBB的公司。截至2021年底，存量固定收益ESG ETF共18只，规模合计56.6亿美元，同比增长99%；资金净流入约28亿美元。规模最大的ESG ETF为iShares ESG Aware U.S. Aggregate Bond ETF，最新规模17.4亿美元，规模增速138%。

从收益水平来看，ESG ETF表现不及往年，以BlackRock早期发行的3只ETF为例，将其与市场上相同久期、相同信用风险的产品进行对比发现，2019年有2只ESG ETF收益超过了传统ETF，2020年有3只ESG ETF均取得超额收益，而2021年3只ESG ETF收益均为负。

表 7 ESG ETF 与传统 ETF 收益对比

| ESG ETF | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 传统ETF | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|---|--------|-------|--------|---|--------|-------|--------|
| Nuveen ESG U.S. Aggregate Bond ETF | 8.10% | 7.46% | -2.10% | iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF | 8.47% | 7.32% | -1.35% |
| iShares ESG Aware 1-5 Year USD Corporate Bond ETF | 6.79% | 5.07% | -0.65% | iShares Core 1-5 Year USD Bond ETF | 5.33% | 4.98% | -0.63% |
| iShares ESG Aware USD Corporate Bond ETF | 14.44% | 9.38% | -0.74% | iShares Broad USD Investment Grade Corporate Bond ETF | 13.89% | 9.19% | -0.56% |

数据来源：Bloomberg，中证指数有限公司

三、国内固定收益指数化投资概况

国内固定收益指数化投资起步相对较晚，产品集中于短久期利率债指数基金，产品发行人数量众多，市场竞争激烈，相比发达市场国家，国内尚未显示出发行人市场份额集中的情形。此外，债券Smart Beta指数处于萌芽阶段，产品与规模相对较小。

（一）规模增速遇瓶颈，产品类型仍以金融债指数基金为主

截至2021年底，国内存量固定收益指数产品共176只，合计净资产规模约3870.25亿元，同比减少6.08%。其中，固定收益ETF 15只，合计185.59亿元，规模占比4.80%。指数基金以政金债产品为主，数量合计161只，存量规模约3684.66亿元，占全部固定收益指数基金规模的95.20%。从细分类型来看，金融债指数产品仍占主导，当前合计存量数量130只，占比约73.86%，存量规模3207亿元，占比约82.88%。

表 8 2021 年底固定收益指数产品概况

| 券种 | 数量 | 占比 | 规模(亿元) | 占比 |
|------|-----|---------|---------|---------|
| 国债 | 7 | 3.98% | 32.25 | 0.83% |
| 综合债 | 4 | 2.27% | 122.10 | 3.15% |
| 金融债 | 130 | 73.86% | 3207.72 | 82.88% |
| 信用债 | 15 | 8.52% | 219.66 | 5.68% |
| 货币市场 | 9 | 5.11% | 171.73 | 4.44% |
| 利率债 | 2 | 1.14% | 26.32 | 0.68% |
| 转债 | 3 | 1.70% | 9.20 | 0.24% |
| 地方债 | 6 | 3.41% | 81.27 | 2.10% |
| 合计 | 176 | 100.00% | 3870.25 | 100.00% |

数据来源：万得，中证指数有限公司

全年新成立固定收益指数产品41只，募集规模合计1169.87亿元。新发产品仍以金融债指数基金为主，新发数量共32只，规模合计928.96亿元，相比去年同期数量（50只）和规模（1656亿元）均有所回落。

表 9 2021 年新发固定收益指数产品概况

| 券种 | 数量 | 占比 | 规模(亿元) | 占比 |
|------|----|---------|---------|---------|
| 综合债 | 1 | 2.44% | 3.07 | 0.26% |
| 金融债 | 32 | 78.05% | 928.96 | 79.41% |
| 信用债 | 2 | 4.88% | 85.45 | 7.30% |
| 货币市场 | 6 | 14.63% | 152.39 | 13.03% |
| 合计 | 41 | 100.00% | 1169.87 | 100.00% |

数据来源：万得，中证指数有限公司

（二）全年无新发债券ETF，资产类型覆盖转债、短融和国债

存续固定收益ETF覆盖地方债、可转债、短融和国债。具体来看，短融ETF是目前市场上首只以银行间债券为投资标的的债券ETF，采用全现金申赎模式，对标货币ETF。计价方式上，短融ETF采用市值法计价，相比货币ETF弹性更高，在牛市期间可获得更高的收益。据统计，短融ETF 2021年成交金额合计607.62亿

元，日均成交金额为2.5亿元。国债ETF产品流动性同样优异，据统计，10年国债ETF 2021年成交金额合计250.57亿元，日均成交金额1.03亿元。此外，转债ETF是一种较为特殊的债券指数产品，其中博时中证可转债及可交换债券ETF 2021年成交金额合计216.47亿元，日均成交金额8743万元，位列全部债券ETF第三位。可转债ETF采用“10元/份”折算方案，将投资者场内交易门槛由1万元降至1千元，再提升ETF流动性同时，亦增强了个人投资者参与积极性。

表 10 债券 ETF 成交情况投资者结构

| ETF 名称 | 2021 年日均成交金额 (万元) | 个人投资者持仓占比 (截至 6 月底, %) |
|------------------------|----------------------|---------------------------|
| 海富通中证短融 ETF | 25004.90 | 17.59 |
| 国泰上证 10 年期国债 ETF | 10311.55 | 19.18 |
| 博时中证可转债及可交换债券 ETF | 8743.49 | 9.03 |
| 国泰上证 5 年期国债 ETF | 7813.76 | 30.86 |
| 海富通上证投资级可转债 ETF | 3860.65 | 1.29 |
| 鹏华中证 5 年期地方政府债 ETF | 2045.92 | 0.28 |
| 鹏华中证 0-4 年期地方政府债 ETF | 1037.87 | 0.08 |
| 海富通上证 10 年期地方政府债 ETF | 612.34 | 1.25 |
| 海富通上证 5 年期地方政府债 ETF | 493.13 | 0.43 |
| 海富通上证城投债 ETF | 450.24 | 5.71 |
| 平安中债-中高等级公司债利差因子 ETF | 154.47 | 0.05 |
| 平安 5-10 年期国债活跃券 ETF | 13.67 | 0.24 |
| 嘉实中证中期国债 ETF | 12.92 | 51.53 |
| 平安中债-0-5 年广东省地方政府债 ETF | 12.21 | 0.24 |
| 富国中证 10 年期国债 ETF | 11.17 | 8.65 |

数据来源：中证指数有限公司

（三）首批同业存单指数基金成功发行，创新发展可期

相较于其他货币市场工具或券种，同业存单具备发行人集中度高、信用评级向中高等级倾斜、一二级市场流动性佳等优点。2021年12月，南方、鹏华、富国、惠升、中航、华富基金分别发行同业存单指数基金，为投资者布局低波动、高流动性的低风险理财工具增添“新选择”。该产品具备以下优势：一是同业存单AAA指数基金具备久期优势，其跟踪标的要求剩余期限不超过1年，相比之下，货币基金配置标的的平均剩余期限不超过120天；二是采用市值法估值，其流动性风险相较货币基金的成本法估值更低；三是在信用相对宽松的趋势下，指数型产品的到期收益率与年化收益率相较货币基金有一定优势。同业存单指数基金产品以净值化形式管理，主要面向零售客户，将进一步丰富低风险基金产品图谱。

表 11 2021 年新发同业存单指数基金概况

| 代码 | 名称 | 合并资产净值（亿元） | 跟踪标的 |
|-----------|----------------|------------|---------------|
| 014426.OF | 惠升同业存单指数 7 天持有 | 15.98 | 中证同业存单 AAA 指数 |
| 014427.OF | 富国同业存单指数 7 天持有 | 17.92 | 中证同业存单 AAA 指数 |
| 014428.OF | 中航同业存单指数 7 天持有 | 6.44 | 中证同业存单 AAA 指数 |
| 014429.OF | 华富同业存单指数 7 天持有 | 6.67 | 中证同业存单 AAA 指数 |
| 014430.OF | 南方同业存单指数 7 天持有 | 81.27 | 中证同业存单 AAA 指数 |
| 014437.OF | 鹏华同业存单指数 7 天持有 | 24.10 | 中证同业存单 AAA 指数 |

数据来源：中证指数有限公司

此外，近期中央经济工作会议定调2022年的货币政策为灵活适度、保持流动性合理充裕。在此背景下，市值法计价的同业存单指数产品将是更合适的流动性管理工具。从市场结构性风险角度看，国际市场货币政策趋向紧缩，股债市场存在波动性上扬趋势，同业存单作为货币市场工具，风险低、波动性小，具备差异化配置价值。

四、中证固定收益指数及指数应用展望

（一）中证指数为固定收益指数化投资提供丰富标的

截至2021年底，中证指数管理固定收益指数合计438条。指数体系按券种划分，以构建市场基准指数。在此基础上，从期限、信用级别、行业、主题、策略等角度对指数进行细分，刻画投资属性更强的固定收益指数。特色指数如下：

1、短期限债券指数

我司已发布数十只短期限债券指数，涵盖各类债券品种、信用级别和投资策略。此类指数整体收益均优于货币市场基金，具有投资容量大、信用级别高、波动小等特点，可为市场机构提供差异化的现金管理型指数产品投资标的。

2、恒定久期与关键期限利率债指数

恒定久期指数的特点在于稳定投资组合久期，使价格受利率波动的影响可预期、风险可控。从国际经验来看，指数久期多以中短期为目标，使得产品能够在降低利率风险的前提下保障一定收益。

关键期限指数特点在于（1）关键期限新发券数量多，定价更加市场化，流动性佳，易于产品投资管理；（2）各关键期限与相应国债期货剩余期限大致匹配，

利于产品利率风险管理；（3）各关键期限风险收益特征存在差异，便于投资者区分选择，具备较强的产品布局潜力。

3、国开债流动性指数

中证国开债流动性指数系列创新运用流动性指标计算权重，考虑市场真实成交，反映关键期限国开债的利率变化，利于指数产品跟踪复制、利率风险管理及便于对冲风险，是优良的债券ETF标的指数。

4、ESG 债券指数系列

中证ESG债券指数系列，将ESG评价引入债券指数编制，相比常规指数，其突出样本发行人的责任投资特征，为风险偏好相对低的投资者或责任投资者提供更稳健的标的。研究显示，ESG评价高的发行人信用利差较小、融资成本较低、发生信用风险事件的概率低，因而投资于高ESG评价的发行人存续债券可获取更稳健的收益。

5、碳中和主题债券指数

碳中和主题债券指数系列从以下三个维度构建广义的碳中和主题指数：一是筛选通过深度低碳方式助力碳中和领域的发债企业，主要包括清洁能源、绿色交通、减碳技术三大领域；二是筛选通过高碳减排方式助力碳中和企业，主要包括绿色发电、绿色制造与绿色建筑三大领域，对于“高碳减排”行业主体发行的债券进行募集资金用途筛选，选取绿色债券；三是筛选金融行业主体发行的绿色债券以及其他行业主体发行的碳中和债券。

6、可转债及可交换债指数

可转债与可交换债风险收益特征区别于一般债券，且流动性较好。在宽基指数的基础上，中证指数公司开发了策略指数与成份指数，包括中证转债平衡策略、非银转债质量等，同时结合转债特性开发了偏股转债指数，为市场提供丰富的投资标的。

7、债股利差指数系列

中证债股利差指数系列根据沪深300指数与10年国债收益率股债利差水平，动态调整组合内的债券、现金、股票及可转债等多类资产权重，具有投资具备风格稳定、风险对冲工具属性强、可投资性高、收益波动较低等特征，可满足各类

机构的投资需求，应用场景广阔。

（二）指数及指数应用展望

中证指数将进一步从债券类型、区域、发行人性质、期限、策略等多维度进一步丰富固定收益指数体系。同时，也将进一步探索与不同类型市场机构在固定收益指数编制及应用等方面多维度合作的可行性。

结合最新市场动态，展望2022年境内固定收益指数产品发展趋势主要包括：

1、短债指数产品有望成为固定收益指数新突破口

短融ETF规模及成交量在2021年4季度持续快速上升，首批同业存单指数基金成功发行，指数型现金管理产品得到市场认可。短融ETF 12月份日均成交量超19万手，为境内最活跃的债券ETF。首批同业存单指数基金合计募集资金约152.4亿元；总计认购户数超7.2万户，个人投资者占比较高，打破了以往固定收益指数型产品以机构投资者为主要客户来源的局面。现金管理型指数产品有望成为境内固定收益指数产品新突破口。

2、债券ETF IOPV 有望助力债券ETF 流动性提升

目前境内债券ETF大多不发布IOPV或选用固定值作为IOPV，而非基于ETF成份债券交易价格动态计算，这对债券ETF投资者盘中交易参考意义较低，一定程度上抑制了债券ETF的流动性。中证指数已发布利率债实时估值，可为利率债ETF提供IOPV服务，将为ETF日内交易提供更有效的参考指标，帮助投资者和做市商捕捉交易机会，提升债券ETF流动性。

3、ETF 互联互通或将促进债券ETF 市场健康发展

2021年12月，内地及香港两地证监会联合公告，就ETF纳入互联互通标的整体方案达成共识，并将于2022年落地。随着ETF纳入互联互通，境外投资者需求将有助于改善境内债券ETF产品结构，推动ETF市场健康发展。

4、指数应用场景将日趋多元化

随着银行、保险、理财子公司等市场机构对固定收益指数应用的关注度不断提升，固定收益指数应用日趋多元化。固定收益指数型产品充分发挥其风险分散、

规则固定、成份穿透等优势，正逐步成为各类机构投资者资产配置中不可或缺的部分。个人投资者对固定收益指数型产品的认可度有望进一步提升。

未来，随着互联互通等债券市场对外开放进程的加快，债券市场运行效率将进一步提升，投资者结构将逐步完善，债券市场流动性将持续提高，这些都将是有利于固定收益指数产品的发展。随着FOF、投顾等业务的发展，个人养老金、ETF互联互通的开通，指数化投资理念的逐步深化，固定收益指数型产品或迎来更多增量配置需求。