



# 研究报告

(2025年第11期 总第61期)

2025年11月28日

## 不完美的 ETF：产品陷阱与风险提示

清华大学五道口金融学院财富管理研究中心

张晓燕 张悦琪

**【摘要】**ETF 市场存在着分散幻觉、迷你基金、命名乱象等投资陷阱。部分 ETF 跟踪的指数中单个标的资产所占比重过高，债券型 ETF、商品型 ETF 多数情况下也不具备分散投资的性质。ETF 还面临强制清算风险、投资运作效率低下、跟踪误差加大等诸多问题，且遇到大额赎回时剩余持有人的利益很可能受到损害。综上，投资 ETF 的潜在损失可能来源于追踪误差、流动性、迷你基金等问题，以及基金公司管理能力、基金经理操作规范性等。基金行业的过度



推销问题也可能给投资者带来潜在损失。ETF 对资本市场也存在着潜在负面影响，如加剧底层资产波动性、损害定价效率、在危机期间加剧流动性风险。本报告有助于投资者了解真实的 ETF 市场，帮助其规避 ETF 投资中的陷阱和潜在损失。



# Research Report

---

November 28, 2025

## Imperfect ETFs: Product Traps and Risk Tips

Research Center for Wealth Management, PBC School of Finance,  
Tsinghua University

Zhang Xiaoyan Zhang Yueqi

**Abstract:** There are investment traps in the ETF market, such as the illusion of diversification, mini funds, and naming chaos. Some ETFs track indices where the weight of a single underlying asset is too high, and in most cases, bond ETFs and commodity ETFs do not have the property of diversified investment. ETFs also face many problems such as forced liquidation risks, low investment operation efficiency, and increased tracking errors. In summary, potential losses from investing in ETFs may arise from tracking errors, liquidity, mini funds, as well as management capabilities of fund companies and operational norms of fund managers. The problem of excessive promotion in the fund industry



may also bring potential losses to investors. ETFs also have potential negative impacts on the capital market, such as exacerbating underlying asset volatility, damaging pricing efficiency, and increasing liquidity risk during crises. This report helps investors understand the real ETF market and helps them avoid pitfalls and potential losses in ETF investment.

## 目录

1. 引言 .....	1
2. ETF 产品陷阱 .....	3
2.1 基金费用 .....	3
2.1.1 管理费用与托管费用 .....	4
2.1.2 交易佣金和申赎费用 .....	6
2.1.3 买卖价差 .....	6
2.1.4 其他费用 .....	7
2.2 管理策略 .....	7
2.2.1 被动型 ETF .....	8
2.2.2 Smart Beta ETF .....	8
2.2.3 主动型 ETF .....	8
2.3 跟踪误差 .....	9
2.3.1 现金头寸 .....	9
2.3.2 运作费用 .....	9
2.3.3 成份股数 .....	10
2.3.4 指数结构调整 .....	10
2.3.5 跟踪指数模式 .....	10
2.4 流动能力 .....	11
2.4.1 标的资产流动性 .....	11

2.4.2 一级市场流动性 .....	12
2.4.3 二级市场流动性 .....	12
2.5 分散幻觉 .....	13
2.6 迷你基金 .....	14
2.7 命名乱象 .....	15
<b>3. 潜在负面影响 .....</b>	<b>16</b>
3.1 投资者潜在损失来源 .....	16
3.1.1 产品风险 .....	16
3.1.2 机构和销售风险 .....	17
3.1.3 投资者行为风险 .....	18
3.2 对资本市场潜在影响 .....	19
3.2.1 加剧底层资产波动性 .....	20
3.2.2 损害定价效率 .....	21
3.2.3 危机期间加剧流动性风险 .....	22
<b>4. 未来展望与建议 .....</b>	<b>22</b>
4.1 健全做市商制度 .....	22
4.2 强化销售规范性 .....	23
4.3 加强投资者教育 .....	24

## 1. 引言

过去十年间，中国 ETF（Exchange-Traded Fund）市场经历了跨越式发展。2014 年初境内的 ETF 产品仅 85 只，资产净值不足 1700 亿元，而截至 2025 年 3 月，产品数量已突破 1100 只，资产净值达 3.82 万亿元，年均复合增长率超 30%（如图 5.1）。这一爆发式增长反映出市场对被动投资理念以及 ETF 产品本身的认可：一方面，随着投资者对风险分散化和投资组合的认识不断深入，以 A500ETF 等宽基指数基金为代表的被动型投资产品受到市场追捧；另一方面，相较传统基金产品，ETF 产品具有高流动性、高透明度及低费率（超四成现存 ETF 管理费率低至 0.15%）等优势，投资者通过 ETF 可以实现对股票、债券、商品等大类资产的高效配置。

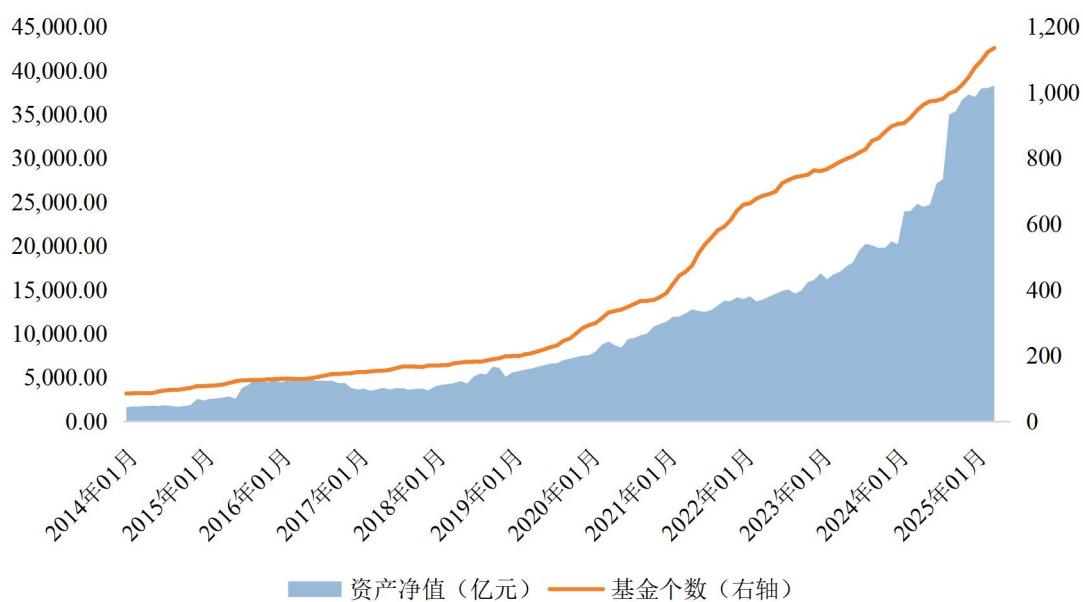


图 5.1 中国 ETF 市场经历快速扩张

数据来源：Wind



除了旺盛的市场需求，政策支持也成为我国 ETF 市场蓬勃发展的“东风”。例如，2024 年 4 月印发的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（国发〔2024〕10 号）中提出要“建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展”，此后 2025 年 1 月中国证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，其中更是明确提到要“推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升”。在促进资本市场高质量发展的要求下，ETF 不仅是一种普通基金产品，也逐渐成为中长期资金入市乃至类“平准基金”维护资本市场稳定的重要渠道。可见，ETF 作为一种相对低风险的投资工具正在资本市场中发挥着日益重要的作用。

然而，世界上不存在完美的金融产品，ETF（尤其是许多创新型的杠杆 ETF）也可能使投资者蒙受损失。以 ProShares 旗下三倍做空纳斯达克 100 指数的杠杆 ETF——ProShares UltraPro Short QQQ 为例，其在 2010 年亏损超过 50%，成立以来收益率更是接近 -100%（如图 5.2）。实际上，ETF 是一种重要的金融工具，但也是一种值得审慎对待的投资产品：从投资者视角看，ETF 产品有许多容易造成误解的地方，若不加以仔细分辨可能会蒙受巨大损失；从资本市场的视角看，ETF 可能存在加剧市场波动、损害定价效率等问题。

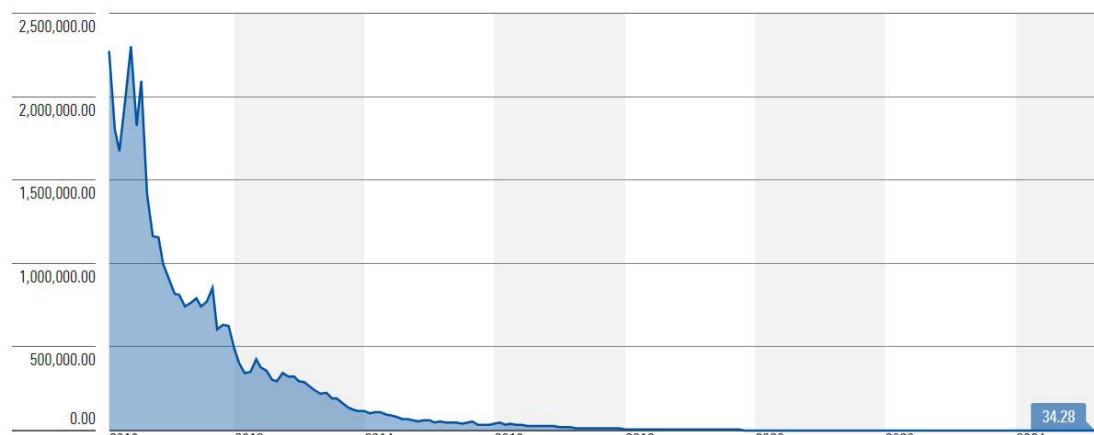


图 5.2 ProShares UltraPro Short QQQ 净值变化

数据来源：Morningstar

本报告旨在探究 ETF 可能存在的市场陷阱，下文的行文将按如下逻辑展开：第二部分将对我国市场中 ETF 产品容易造成投资误区进行梳理；第三部分从投资者潜在损失来源与 ETF 对资本市场的影晌分析 ETF 潜在的负面影响；最后将对我国 ETF 市场发展提出针对性的建议。

## 2. ETF 产品陷阱

ETF 通常被译为“交易型开放式指数基金”，其本质是一种能够像股票一样在交易所市场流通的基金类投资产品，因此 ETF 产品既有基金产品的一般特点，也具有一些独特的性质，但是这些产品特性时常容易被忽略或混淆。本节将从基金费用、跟踪误差、管理策略、流动能力、命名问题与分散幻觉等六个方面深入梳理 ETF 产品中常见的易被忽视或误解的事实。

### 2.1 基金费用



ETF 被认为是一种“低费率”基金，这主要是由于 ETF 多为指数型基金，其管理费率普遍大幅低于其他基金。但是 ETF 产品的费率体系复杂，投资者实际承担的成本除管理费外还包括托管费、佣金、申赎费用、销售服务费等多种费用，而基金销售时一般只会列出其日常费用（即管理费率、托管费率和销售服务费率）。此外，行业整体费率低并不代表所有产品费率都很低。根据 Wind 数据估算，2024 年有 61 只 ETF 总费率<sup>1</sup>达到 1% 及以上，其中有海富通中证汽车零部件主题 ETF 等 5 只 ETF 总费率超过 2%，因此持有 ETF 产品时需要综合考虑多种费用对收益的具体影响。

### 2.1.1 管理费用与托管费用

管理费用和托管费用是基金类产品的两种主要费用，通常按前一日净值的一定比例收取。由于几乎所有基金都会向投资者收取这两种费率，所以这两种费率通常会具有较高的关注度。

管理费用是基金公司收取用于支付基金的管理和运营成本的费用，可以简单理解为基金经理和基金公司从投资者身上“赚的钱”，通常以年费率的形式表示。托管费用指基金公司向托管机构（通常是银行）支付的费用，用于保管金资产和处理相关事务，这部分费用最终也需要由投资者承担。表 5.1 列出了截至 2025 年 3 月份我国

<sup>1</sup> 考虑到基金管理费等费率按比例收取，我们采用如下公式估算总费率：

$$\text{总费率} = \frac{\text{基金利润表披露的费用合计} - \text{基金管理费} - \text{基金托管费} - \text{销售服务费}}{\text{基金期末净值}} + \text{管理费率} + \text{托管费率} + \text{销售服务费率}$$

需要指出的是，上述估计只是对 ETF 总费用率的一种粗略测算，由于持有期不同等因素，投资者实际承担的费用率可能与该估算有一定出入。



ETF 管理费率（托管费率）与全部基金管理费率（托管费率）的统计值，包括中位数、算术平均、最大值与最小值。对比 ETF 与全部基金的两种费率可以看出，ETF 的管理费率与托管费率整体低于基金业的一般水平。

表 5.1 我国 ETF 与全部基金的两种主要费率对比

	中位数	算术平均	最大值	最小值
ETF 管理费率	0.50%	0.40%	1.00%	0.15%
ETF 托管费率	0.10%	0.09%	0.20%	0.05%
全部基金管理费率	0.60%	0.70%	3.00%	0.00%
全部基金托管费率	0.12%	0.14%	0.35%	0.01%

数据来源：Wind

在管理费用中还包括了一项特殊的费用——客户维护费。客户维护费是基金公司向券商等销售渠道支付的存量客户维护激励费用，当基金公司对销售渠道的议价能力较差时，可能会被迫缴纳很高的客户维护费，这些高额的客户维护费会挤占投研成本，最终损害投资者的利益<sup>2</sup>。2024 年内地 ETF 基金中有 932 家都在财务报表中披露了“客户维护费”一项，其算术平均值为 128 万元。表 5.2 展示了 2024 年内地 ETF 中客户维护费最高的五只基金。

表 5.2 2024 年“客户维护费”最高的基金

证券代码	证券简称	客户维护费（元）
511600.OF	华安日日鑫 H	198,583,061.49
511810.OF	南方理财金 H	117,079,093.45

<sup>2</sup> <https://finance.sina.com.cn/roll/2025-04-07/doc-ineshvh6115030.shtml>

511910.OF	融通易支付货币 E	103,588,250.44
511970.OF	国寿安保货币 E	102,351,501.73
511860.OF	博时保证金 A	80,950,984.56

---

数据来源：Wind

### 2.1.2 交易佣金和申赎费用

ETF 产品既可以在二级市场（交易所市场）进行存量产品的买卖，也可以进行一级市场交易，即通过申购创造新的 ETF 份额或通过赎回减少 ETF 份额。一般来说，这两类交易均需通过券商实现，而在这一过程中券商会向投资者收取一定比例的手续费，交易佣金和申赎费用便由此产生。

交易佣金是投资者在二级市场买卖 ETF 时支付给券商的交易费用。ETF 交易佣金与股票交易佣金类似，具体比率因不同券商而异。相应地，申赎费用是投资者进行一级市场交易申购或赎回 ETF 份额时支付给券商的费用，但是通常 ETF 的申购和赎回都设有较高的最低金额限制，因此中小投资者一般无需考虑申赎费用。

### 2.1.3 买卖价差

这里所说的买卖价差特指做市商买卖 ETF 时的报价差异，它伴随做市商制度而生。ETF 做市商负责为 ETF 二级市场提供适当的流动性，它们不断地挂出适当价格的买单和卖单，并且运用自有资金和证券与其他投资者对手方进行交易，以此满足公众投资者的投资需求。但是，做市商也会通过买卖报价的适当差额来补偿所提供的服务的成本费用，并实现一定的利润。因此，这部分做市商“低买高



卖”的买卖价差最终会成为投资者为获得一定流动性而付出的隐性成本。根据上交所数据，截至 2024 年底，每只沪市 ETF 平均配备 6 家做市商，2024 年沪市 ETF 做市商成交金额占全部做市产品总成交金额的 25.5%<sup>3</sup>，可见做市商对 ETF 成交价格的影响力不容小觑。

#### 2.1.4 其他费用

基金产品还会面临许多其他费用，这些费用最终都会被从基金净值中扣除。从基金的利润表看，除基金管理费与基金托管费外，还包销售服务费、交易费用、审计费用、利息支出（含卖出回购金融资产支出）、指数使用费等费用，因此购买基金（包括 ETF）的成本或许比一般投资者想象的更高。如果用扣除日常费用后的总费用与期末净值之比定义“其他费率”，则在 2024 年内地披露财务数据的 ETF 的其他费率的中位数、算术平均和资产总值加权平均值分别为 0.07%、0.13% 和 0.04%，其中其他费率最大者达到了 1.97%。

### 2.2 管理策略

ETF 产品通常与“指数化投资”相联系，但是 ETF 并不一定都是跟踪某一指数的被动型投资产品，因此购买 ETF 时有必要明确产品的管理策略及其隐含的风险。从管理策略来看，ETF 可以分为三大类：被动型 ETF、Smart Beta ETF 以及主动型 ETF，其中前两类本质上都是指数投资产品，在 ETF 市场中占主导地位，而主动型 ETF

---

<sup>3</sup> 《上海证券交易所 ETF 行业发展报告（2025）》



虽然占比比较低，但近年来在全球范围内增长势头迅猛。以美国市场为例，主动型 ETF 正在成为各资管机构的“新宠”，2024 年美国新发的 727 只 ETF 中，579 只为主动产品，数量占到全部新发产品的 80%。以下是对三种策略的介绍。

### 2.2.1 被动型 ETF

被动型 ETF 是指以复制和跟踪某一特定指数为目标的 ETF。其投资组合的构建是按照所跟踪指数的成分股及其权重来进行的，力求使基金的业绩表现与所跟踪的指数保持高度一致。国内基金市场上常见的被动型 ETF 跟踪指数包括上证 50 指数、中证 500 指数，以及中证指数公司于 2024 年 9 月 23 日发布的中证 A500 指数等。这类产品属于最典型的 ETF，也是透明度最高的 ETF 产品。

### 2.2.2 Smart Beta ETF

Smart Beta ETF 是一种介于被动型 ETF 和主动型 ETF 之间的产品。它在传统被动指数的基础上，通过采用特定的因子或策略来调整成分股的权重，以期获得比传统市场指数更高的收益。在实践中这类基金通常基于特定的投资策略或因子，如价值因子、成长因子、动量因子、低波动率因子等，对成分股进行权重分配并编制出新的比较基准指数（如“中证红利低波动指数收益率”），而后按照被动指类型投资的方法紧密跟踪标的指数的变化。

### 2.2.3 主动型 ETF

主动型 ETF 是由基金经理主动管理的 ETF，基金经理根据自身



的投资理念、研究分析和市场判断，独立选择投资标的和构建投资组合，以期获得超越市场平均水平的收益。我国的主动型 ETF 主要包括上市的货币市场基金与“指数增强”型 ETF。虽然目前内地还没有纯粹的主动权益类 ETF 产品，但是指数增强 ETF 也会赋予基金经理一定的主观调仓的权力，因此这类 ETF 相较跟踪相同指数的被动型 ETF 仍然会承担额外的风险。

## 2.3 跟踪误差

上文提到，ETF 以指数型产品为主，但是现实中由于种种原因 ETF 相对标的指数会存在跟踪误差。这种跟踪误差既受管理人管理水平等主观因素的影响，同时也受产品特点等客观因素制约而无法被完全消除，最终可能给投资者带来额外的损失。以下是一些造成跟踪误差的常见原因。

### 2.3.1 现金头寸

持有现金会导致 ETF 投资组合收益率与标的指数收益率产生差异，但是许多情况下基金管理人不得不被迫持有一定量的现金。例如，投资者用现金进行申购、ETF 需要调仓但是成分证券因流动性差等因素无法买入从而产生、成份股分红等。

### 2.3.2 运作费用

如前文所述，基金管理费、托管费、销售服务费等诸多费用都会对净值产生影响，因此当这些费用被扣除时基金净值收益率就会相对标的指数收益率产生一定变化。

### 2.3.3 成份股数

实际投资过程中，ETF 按照跟踪指数建仓时很可能会产生“碎股”，即 ETF 资金按照比例计算需要购入的股票数量并非整数。例如，根据计算某 ETF 需要购买 100.2 手股票，这时基金一般会按四舍五入的原则购买整数手股票，但是这种操作会给 ETF 带来一定的跟踪误差。当然，ETF 规模越大，因为成份股四舍五入造成的跟踪误差影响越小。

### 2.3.4 指数结构调整

指数投资产品要求紧密跟踪标的指数，但是标的指数往往会被根据编制原则定期调整，如 MSCI 每年会对其所有指数进行 4 次例行调整，因此当标的指数结构调整时基金也需要做出相应调整，在此过程中若调仓时间相对指数结构调整存在滞后则会带来跟踪误差问题。

### 2.3.5 跟踪指数模式

考虑到标的证券流动性、指数跟踪成本等问题，基金管理人面对不同的标的指数或许会采用不同的跟踪模式。这些跟踪指数的模式主要有四种，按照跟踪误差大小依次为完全复制、合成复制、优化抽样复制与主动管理（见表 5.3），其中“主动管理”即为上文中提到的“指数增强”型 ETF。目前，我国绝大部分的 ETF 以完全复制模式跟踪指数，同时也有一些以优化抽样复制模式或主动管理模式存在的 ETF，例如“富国上证综指 ETF”等。

表 5.3 ETF 跟踪指数模式对比

名称	跟踪指数模式	跟踪误差
完全复制	严格按照指数构成持有所有成分证券	低
合成复制	借助衍生工具合成复制指数收益	较低
优化抽样复制	通过统计学模型筛选部分成分股构建组合	较低
主动管理	跟踪指数的基础上主动调整持仓	较高

需要指出的是，跟踪误差是指基金净值收益率与标的指数收益率的偏离，这与 ETF 二级市场交易价格收益率与标的指数收益率之间的偏离相区别。实际上，ETF 二级市场交易价格往往与基金净值存在一定的偏离（即存在“溢价”或“折价”），这可能是对市场供需失衡、投资者对标的资产价格的预期、投资者情绪等因素的反映。

## 2.4 流动能力

基金的流动性是指投资者能够快速、便捷地买卖基金份额的能力，以及基金本身应对投资者申购和赎回需求的效率。基金的流动性对于投资者来说至关重要，因为它直接影响买卖的便利性和交易成本。高流动性通常意味着更小的买卖价差和更低的市场冲击成本，从而提高投资效率。对 ETF 而言，其流动性涉及三个维度：标的资产流动性、一级市场流动性与二级市场流动性。

### 2.4.1 标的资产流动性

与其他所有金融产品一样，底层标的资产的质量是最值得关注

的问题之一。ETF 标的资产流动性是指 ETF 底层持有的资产（如股票、债券、商品等）在市场上的交易难易程度，这体现在买卖价差、成交量和交易速度等方面。在实践中，城投债、小盘股、大宗商品等低流动性标的资产可能会对相应的 ETF 产生多个维度的影响，如跟踪误差变大、实物申赎效率更低、交易成本更高以及二级市场折溢价率更高等。

#### 2.4.2 一级市场流动性

一级市场流动性是指投资者申购或赎回 ETF 产品的便利程度，高效的一级市场流动性使得投资者或做市商等市场参与者能够快速套利，缩小 ETF 价格与净值的偏离（Liebi, 2020）<sup>4</sup>。一般地，投资者通过券商等指定的中间机构进行实物申赎或现金申赎，这些中间机构在美国被称为授权参与者（Authorized Participant），而在我国被称为“一级交易商”。每只 ETF 可以拥有多家一级交易商，这些一级交易商的数量和活跃程度可以反映出 ETF 的一级市场流动性。

#### 2.4.3 二级市场流动性

二级市场流动性指 ETF 在交易所的买卖便利性，体现在成交量、买卖价差和市场深度等方面。二级市场流动性对 ETF 交易成本和价格稳定性有直接影响，因此这也应该成为选择 ETF 产品时的重要考量。图 5.3 展示了 2024 年 4 月至 2025 年 4 月内地非货币类 ETF 日均成交额的分布情况，大部分基金日均成交额在数百万元至数千万元

<sup>4</sup> Luca J. Liebi. The effect of ETFs on financial markets: a literature review[J]. Financial Markets and Portfolio Management, 2020, 34(2):165-178.

不等，但是整体分布还是有很大差异：日均成交额最小的只有不足 11 万元，而日均成交额最大者超过了 114 亿元。

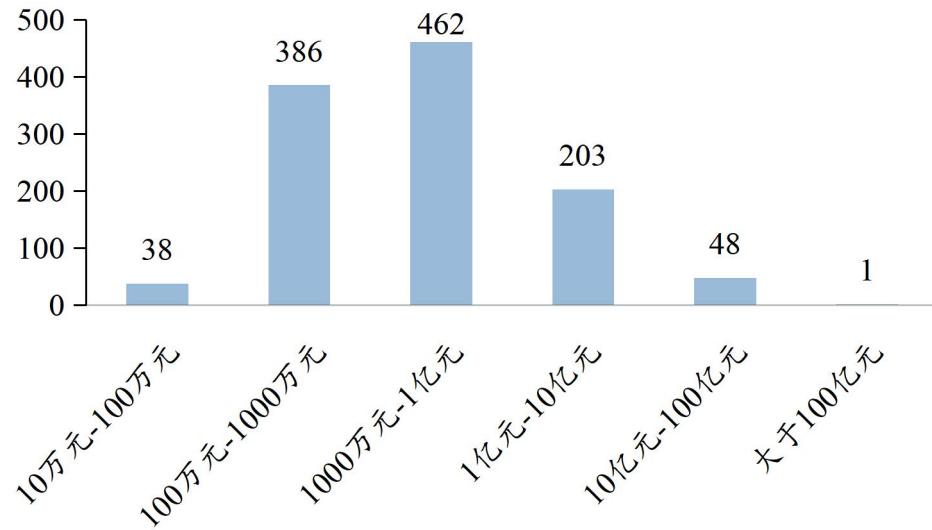


图 5.3 非货币类 ETF 不同日均成交额分布

数据来源：Wind

## 2.5 分散幻觉

ETF 被认为是分散化投资的利器，但是部分被 ETF 跟踪的指数中单个标的资产或处于单个行业的标的资产所占权重过高，可能使投资者对某只证券或特定行业承担过高的风险敞口，这与“分散化投资”的初衷相悖。以 MSCI 指数为例，截至 2025 年 2 月，MSCI China Index 中腾讯控股的占比高达 16.68%，腾讯控股与阿里控股合计占比达 27.72%，这将使得持有跟踪该指数 ETF 的投资者对这两家公司具有较高的风险敞口。表 5.4 展示了 2025 年 2 月份 MSCI China Index 前十大成分股及其占比。

表 5.4 MSCI China Index 前十大成分股及其占比

股票名称	市值 (十亿美元)	占比 (%)
TENCENT HOLDINGS LI(CN)	399.78	16.68
ALIBABA GRP HLDG(HK)	267.02	11.14
MEITUAN B	103.15	4.30
XIAOMI CORP B	102.21	4.26
CHINA CONSTRUCTION BK H	81.49	3.40
PDD HOLDINGS A ADR	78.94	3.29
JD.COM(HK)	51.02	2.13
BYD CO H	49.84	2.08
ICBC H	49.11	2.05
BANK OF CHINA H	40.31	1.68
总计	1222.87	51.02

数据来源：MSCI 官网

除权益类 ETF 外，国债 ETF、商品型 ETF 等产品投资标的往往存在过于单一或同质化严重问题，容易受到利率等宏观变量冲击而整体波动，因此本身也不具备分散投资的特点。

## 2.6 迷你基金

随着 ETF 产品数量增长，ETF 的迷你基金问题也随之增多。迷你基金指规模很小的基金，这些基金面临强制清算风险增加、基金投资运作效率低下、跟踪误差加大等诸多问题，且遇到大额赎回时剩余持有人的利益很可能受到损害。一般情况下基金条款中都会规定：“《基金合同》生效后，连续 20 个工作日出现基金份额持有人数量不满 200 人或者基金资产净值低于 5000 万元情形的，基金管理人应当在定期报告中予以披露；连续 50 个工作日出现前述情形的，

基金合同终止，无需召开基金份额持有人大会进行表决。法律法规或中国证监会另有规定时，从其规定。”图 5.4 展示了自 2013 年以来每年年初基金规模小于 5000 万元的 ETF 的数量，自 2021 年以来迷你 ETF 数快速增长，至 2025 年初内地市场中已有 122 只迷你 ETF，其中 108 只是股票型基金。

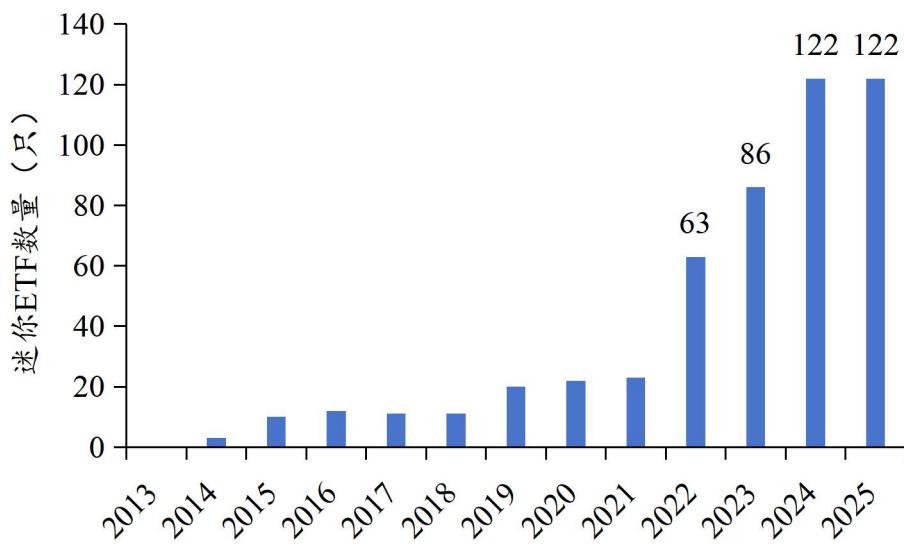


图 5.4 迷你基金数量

数据来源：Wind

## 2.7 命名乱象

ETF 命名对投资者的投资决策有很大影响。随着我国 ETF 市场快速扩容，ETF 命名也出现了很多问题，包括简称与标的指数不匹、命名冗长且复杂、简称缺乏管理人等关键信息、命名高度重复等。例如，一些 ETF 简称为“核心 50ETF”“可持续发展 ETF”等，这样的命名没有明确体现跟踪标的（底层资产），可能会对投资者带来一定的困惑甚至是误导。目前部分基金公司也意识到了这一问题，



2025年初易方达就对旗下一批ETF产品的简称以“标的指数+ETF+管理人名称”的结构进行了重新命名，如将“碳中和50ETF”命名为“低碳ETF易方达”等。

### 3. 潜在负面影响

有人说ETF是“史上最伟大的金融创新产品”，但是与任何金融产品一样，它都存在一定的潜在负面影响。本节将从投资ETF的潜在损失来源与ETF对资本市场的潜在负面影响两个维度展开分析。

#### 3.1 投资者潜在损失来源

正如前文中提到ProShares UltraPro Short QQQ的案例所示，投资于ETF也可能使投资者蒙受一定损失。尽管投资风险是所有金融产品无法规避的性质，但是厘清投资者潜在损失的来源或许可以在一定程度上加深投资者对风险的认识，进而帮助投资者选择更合适的产品、承受与自己风险偏好和损失承担能力更匹配的风险敞口。对于ETF等基金产品来说，常见的投资者潜在损失来源可以分为三类：产品风险、机构与销售风险和投资者行为风险。

##### 3.1.1 产品风险

一般地，金融产品的风险包括系统性风险与特异性风险。其中系统性风险又称市场风险（Market Risk），是指由于宏观经济因素、市场整体波动或突发事件导致投资组合价值下跌的可能性。这种风险无法通过分散投资完全消除，因为其影响广泛且普遍作用于整个市场或某一类资产。特异性风险也称为非系统性风险，是指与特定

公司、行业、地区或资产类别相关的风险，这类风险可以通过分散投资有效降低或消除。

不同品种的 ETF 承担的风险存在很大差异，但是 ETF 投资标的（也即底层资产）通常是其风险最大的来源。我国 ETF 中股票类 ETF 占比超过七成（如图 5.5），其中宽基 ETF 与部分指数增强型 ETF 通常能够很好地分散个股或行业风险，因此其净值主要受宏观变量、市场情绪等外部冲突影响；而行业主题 ETF 等对特定行业的风险敞口过度集中，其净值表现还会受到行业周期等因素影响。货币、商品与债券型 ETF 表现通常分别受短期利率、大宗商品价格与中长期利率主导，同时其他宏观变量与外生冲击（如避险情绪激增）等也会对这些 ETF 净值产生交叉影响。

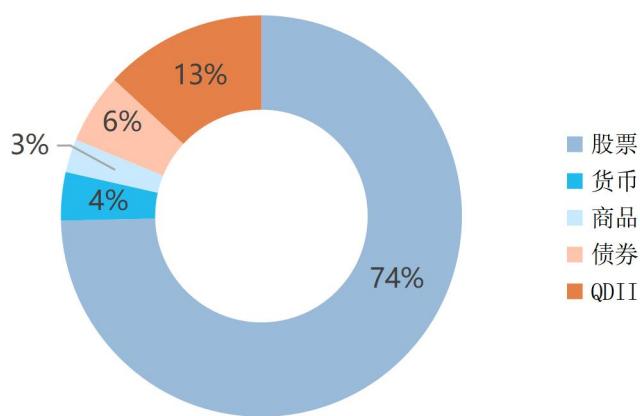


图 5.5 2025 年 3 月我国各类型 ETF 规模占比

数据来源：Wind

### 3.1.2 机构和销售风险

除投资标的外，前文提及的追踪误差、流动性、迷你基金等问题

题，以及基金公司管理能力、基金经理操作规范性等都有可能成为 ETF 产品损失的潜在来源，这需要投资者综合判断基金管理与存续的相关信息。

此外，基金行业的过度推销问题也可能给投资者带来潜在损失。在市场迅速扩容期，ETF 同质化严重、行业马太效应明显，中小机构普遍面临较大销售压力。部分机构在销售过程中未对投资者进行清晰的风险告知，甚至存在夸大业绩的行为。此外，基金销售还存在代销机构销售人员缺乏从业资格、集中炒作热门概念等问题，这些销售乱象可能会干扰甚至误导投资者，使他们进行过度投资。

表 5.5 中国 ETF 市场的产品集中度

	股票型	债券型	商品型	跨境型	货币型
ETF 产品数量（只）	963	29	17	27	148
ETF 产品规模 (亿元)	29890.88	3163.95	1580.31	5490.49	1758.61
ETF 发行人数量 (家)	52	16	15	24	23
前五大发行人持有规模合 计(亿元)	20947.38	2283.92	1405.10	3164.56	1722.38
前五大发行人占比	70.08%	72.19%	88.91%	57.64%	97.94%

数据来源：Wind，截至 2025 年 6 月 11 日

### 3.1.3 投资者行为风险

除了产品和机构自身风险外，投资者片面的认知和非理性的行为也可能成为 ETF 投资过程中潜在损失的来源，二者共同干扰理性判断，使投资者偏离长期策略，放大追涨杀跌、持仓失衡等行为，最终侵蚀收益并抬高风险敞口。

具体来说，认知偏差指投资者因思维模式缺陷扭曲信息处理，从而导致频繁交易或忽视风险；行为偏差则源于情绪驱动决策，如损失厌恶使人死守亏损资产、羊群效应引发盲目跟风，加剧非理性操作。表 5.6 列出了一些常见的认知偏差和行为偏差，投资者在做出投资决策时应尽量避免这些偏差对理性决策形成干扰。

表 5.6 常见认知偏差与行为偏差

认知偏差/行为偏差	英文名称	解释
过度自信	Overconfidence	投资者高估自身知识、信息获取能力或预测准确性，低估市场不确定性
确认偏误	Confirmation Bias	倾向于寻找、解读或记忆支持自身原有观点的信息，忽视相反证据
后视镜效应	Hindsight Bias	事后认为事件结果“本可预见”，扭曲对自身过去判断的记忆，导致过度简化因果关系
损失厌恶	Loss Aversion	对于损失的敏感程度远高于对同等数量收益的敏感程度，导致非理性决策
羊群效应	Herding Behavior	盲目跟随大众决策，忽视独立分析
锚定效应	Anchoring	过度依赖初始信息（如历史价格等）做决策，难以根据新信息调整判断

### 3.2 对资本市场潜在影响

从更宏观的视角看，资本市场孕育了 ETF 产品，而 ETF 也会给资本市场带来一些新的影响。ETF 自 20 世纪九十年代问世，至今已经成为资本市场举足轻重的产品。以权益型 ETF 为例，其在美国股市规模占比已经接近 13%；我国 ETF 市场起步相对较晚，但如今股票 ETF 规模占 A 股总市值比重也已达到 3%；欧洲和日本股市的

ETF 占比也分别达到 10% 和 7.6%（如图 5.6）。不难想象，ETF 对资本市场可能存在一些重要的影响。

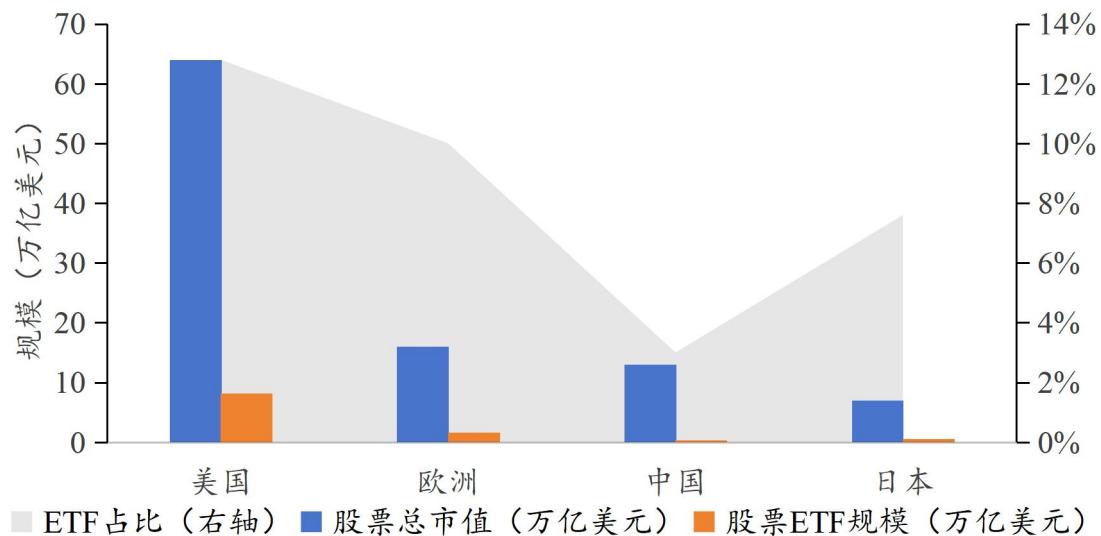


图 5.6 2024 年底各主要市场股票 ETF 规模与股票总市值对比

数据来源：Bloomberg

近年来 ETF 对资本市场的影响备受学术界关注。研究者们围绕 ETF 对资本市场的流动性、价格发现、波动性、协同性等方面的影响进行了大量的讨论，并且试图通过 ETF 投资者结构、一二级市场间套利机制等解释这些影响。在此我们简要介绍三种关于 ETF 对资本市场潜在负面影响的比较有代表性的观点。

### 3.2.1 加剧底层资产波动性

由于具有低成本、便捷性等特点，ETF 可能会吸引很多短期投机者。这些投机者的多空博弈会引起 ETF 产品的供需失衡（流动性冲击），而由于 ETF 产品存在特殊的一二级市场间的套利机制，这种流动性冲击可以通过套利者的套利行为传导到 ETF 底层资产上，从

而增加底层资产的非基本面波动性。这种影响得到了实证检验的支持，例如，Ben-David 等（2018）利用美国数据证明了 ETF 持股比例更高的股票具有显著更高的波动性<sup>5</sup>。此外，也有研究指出将一只新股票纳入 ETF 追踪指数中会增加其与指数中原有股票收益率的相关性（Barberis 等，2005）<sup>6</sup>。

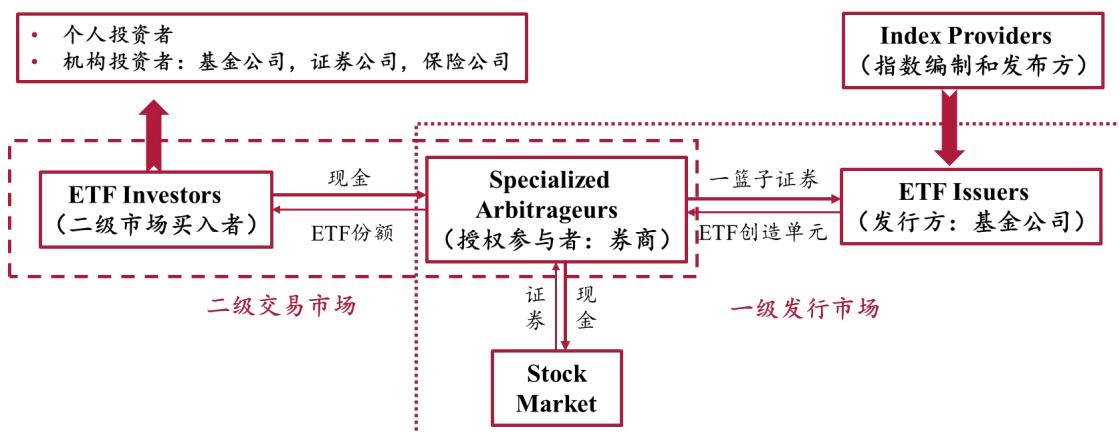


图 5.7 ETF 市场的交易机制

### 3.2.2 损害定价效率

理论上来说，ETF 的价值应该由其底层资产决定，但是当 ETF 的影响力足够大的时候这种关系可能会出现反转——ETF 价格会影响底层资产价格。Israeli 等（2017）在研究中指出，ETF 持股数量增加会导致市场中的流通股减少，这会导致掌握新信息的投资者面临更高的交易成本，最终损害股票定价的信息效率<sup>7</sup>。Bradley 与 Litan

<sup>5</sup> ITZHAK BEN - DAVID, FRANCESCO FRANZONI, RABIH MOUSSAWI, et al. Do ETFs Increase Volatility? [J]. The Journal of Finance, 2018, 73(6):2471-2535.

<sup>6</sup> Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, Jeffrey Wurgler, et al. Comovement [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 75(2):283-317.

<sup>7</sup> Doron Israeli, Charles M. C. Lee, Suhas A. Sridharan, et al. Is there a dark side to exchange traded funds? An information perspective [J]. Review of Accounting Studies, 2017, 22(3):1048-1083.

(2010) 也指出，当专注于大盘股的 ETF 体量和影响力大到一定程度时，未上市的企业会因担心被 ETF 扭曲股价而更不愿意上市<sup>8</sup>。

### 3.2.3 危机期间加剧流动性风险

尽管 ETF 可以在一定程度上增加标的资产的流动性，但是在金融危机期间 ETF 反而可能会导致市场流动性减弱，也即加剧流动性风险。Pan 与 Zeng (2017) 研究发现当市场大幅波动时，美国的授权参与者 (AP) 会显著减少成交量，由于大量的底层资产被 ETF 持有，这样的变化会在金融危机时显著加剧底层资产的流动性风险<sup>9</sup>。

## 4. 未来展望与建议

中央金融工作会议指出，金融工作要坚持以人民作为中心的价值取向，要“坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展”。我国 ETF 市场方兴未艾，一方面市场规模、产品种类和投资者基础都有很好的增长（扩大）前景，另一方面我国 ETF 市场在市场化运作、法制化建设、规范化发展等方面也具有较大的提升空间。为促进我国 ETF 市场高质量发展，我们认为未来应该重点关注健全做市商制度、强化销售规范性、加强投资者教育等方面。

### 4.1 健全做市商制度

做市商制度是 ETF 产品流动性的重要支撑，也是成熟的 ETF 市

---

<sup>8</sup> Bradley, H.S., Litan, R.E. Choking the recovery: why new growth companies aren't going public and unrecognized risks of future market disruptions. Working paper, Ewing Marion Kauffman Foundation, 2010.

<sup>9</sup> Pan, K., Zeng, Y. ETF arbitrage under liquidity mismatch. Working paper, Harvard University, 2017.



场的重要组成部分。我国上市基金做市商制度已经取得了长足进步。以上交所为例，截至 2024 年底，上交所基金市场共 33 家做市商，其中主做市商 21 家，一般做市商 12 家；配备做市商的 ETF 共 593 只，占沪市 ETF 产品数量的 98%。近年来沪深交易所相继发布《上海证券交易所上市基金流动性服务业务指南》《深圳证券交易所证券投资基金业务指引第 2 号——流动性服务》《上海证券交易所基金自律监管规则适用指引第 2 号——上市基金做市业务》等文件，为 ETF 流动性服务业务提供了规范性指导。

未来我国应继续健全做市商制度，建设一只专业过硬、组成多元、勤勉尽职的做市商队伍，特别是应进一步明确做市商权利与义务，完善做市商动态考核制度与激励制度，并针对小规模 ETF 流动性不足、危机期间流动性不足等问题做出细化的制度建设。

## 4.2 强化销售规范性

随着行业竞争日趋激烈，许多中小基金与销售机构面临巨大的业绩压力，在此过程中出现了一批引发行业不正当竞争或损害投资者利益的销售乱象。这些基金销售乱象在短期内会加剧市场恶性竞争、损害投资者权益，长期来看则会积累和放大金融风险、滋生问题机构和产品，最终危害 ETF 市场健康发展，因此强化基金销售规范性是建设高质量 ETF 市场的必由之路。我们认为强化 ETF 销售规范性应该从机构内部监督和外部监管两方面着力：一方面，基金公司和代销机构需要加强合规意识、重视投资者适当性、提高保护投资者知情权等权利的意识，进一步增强消费者保护合规性制度建设；



另一方面，监管机构应细化完善相关法律法规、加强执法力度、提高违法成本，同时充分发挥行业自律性组织的监督作用。

### 4.3 加强投资者教育

投资者始终是自己财产的“第一责任人”，但是投资者，尤其是散户投资者普遍存在金融知识储备不足、风险意识薄弱、易受市场情绪驱动等问题，导致盲目跟风、追涨杀跌等非理性行为。截至2024年底，内地ETF按基金规模计算的加权平均个人投资者持有比例达到了27.84%，其中有84只ETF个人投资者持有比例超过90%，可见持续进行投资者教育对ETF行业高质量发展具有重要意义。

近年来从监管机构到市场机构对投资者教育的重视程度都不断提高。例如，沪深交易所相继设立“投资者教育基地”，联合券商、基金公司开展线上线下活动，年均覆盖超千万人次。2023年9月1日，中国证券投资基金业协会发布了《公开募集证券投资基金管理者教育工作指引（试行）》，这表明基金行业对投教的重视程度得到了显著提升，多家基金公司开始通过线上线下结合的方式积极开展投教活动。

不过，投资者教育没有“完成时”，这应该成为一项长期工程。未来可结合AI等新技术进一步创新投资者教育方式方法，如通过大数据分析投资者行为特征，推送个性化教育内容，建立起以销售机构为主阵地的投资者教育体系。