下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

海外主动 ETF：投资边界与交易机制

华泰研究

2026 年 10 月 20 日 | 中国内地　　专题研究

王伟光* 研究员
SAC No. S0570523040001 wangweiguang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

孙瀚文 研究员
SAC No. S0570524040002 sunhanwen@htsc.com
SFC No. BVB302 +(86) 21 2897 2228

孙钰* 联系人
SAC No. S0570126070238 sunyu026331@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

核心观点

随着境内首批主动 ETF 正式获批，市场关注重点转向产品如何运作。接续前篇《主动 ETF 制度破冰，影响几何？》（2026.7.30），本文比较美国、加拿大、日本、韩国、中国台湾五个市场的监管安排。我们的核心判断是，各市场在投资边界上趋同，在交易机制上分化：前者普遍不设统一的量化阈值，依靠披露与承诺划定主动管理空间；后者围绕篮子设计展开，持仓、信息与交割如何衔接，决定了做市商的对冲成本，并最终体现在折溢价与买卖价差上。

交易指标：“软约束”多、“硬阈值”少

五个市场的约束以披露和承诺为主、以数量阈值为辅。换手率方面，各市场均未设统一上限，美国、加拿大以换手率及交易成本披露形成软约束。风格漂移方面，约束对象是投资承诺：美国、中国台湾要求名称所指资产分别达到 80%、60%，加拿大、日本变更投资目标须经持有人表决，韩国以与比较指数收益率的相关性约束主动偏离。持仓集中度方面，各市场比例相近、口径有别，多以 10%同时约束发行人敞口与持股比例，但分母与考核时点不同。市场质量方面，折溢价与买卖价差普遍纳入持续披露或运作条件。

交易机制：同是主动 ETF，篮子各有“解法”

真实组合、申赎篮子、公开代理篮子与做市商对冲组合可以各不相同，各市场在透明度、策略保护与套利效率之间的取舍，形成了多种安排。

美国：全透明与半透明产品并行，前者每日盘前披露全部真实持仓，后者以代理组合或 VIIV 提供估值线索；两类产品均可依规使用自定义申赎篮子，把调仓交易转移给授权参与人。

日本：每日盘前披露上一交易日组合，持仓透明，但仅开放现金申赎，不存在证券交割篮子，调仓买卖与交易成本均留在基金端。

加拿大：现金、证券或混合申赎均可，交割方式最灵活；但公众仅能看到季度持仓摘要，每日申赎篮子只提供给指定交易商。

韩国：以每日公布的 PDF 作为实物申赎的交割基础，现金申赎仅属例外，篮子自由度受比较指数相关性约束。

中国台湾：每日盘后披露当日实际组合并公布次一营业日申赎清单，已挂牌股票型产品均采用现金申赎。

对比来看，披露频率并不直接决定交易质量，关键在于公开信息能否支撑低成本对冲、交割安排能否支撑套利顺畅执行。

对国内的启示：以价差、折溢价与申赎成本检验制度效果

沪深交易所 2026 年主动 ETF 指引要求合理控制换手率、平稳有序调仓，同样未设统一上限，与境外思路一致。境外经验的启示主要落在三个方面上：估值与对冲信息是否充分、交易成本由谁承担、申赎实际如何执行；制度效果可通过买卖价差、折溢价与实际申赎成本检验，单一市场的安排未必可以直接移植。

风险提示：境外制度对国内市场适用性有限；历史经验不预示未来表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

交易指标：反映主动 ETF 策略的实施边界 3
组合换手率：普遍不设统一上限，信息披露与交易成本形成软约束 4
风格漂移约束：围绕策略承诺设置边界，未设统一因子阈值 5
持仓集中度：比例数字相近，监管对象与计算口径有别 6
市场质量指标：进一步界定产品运行边界 8
“篮子的艺术”：信息披露、申赎交割与做市对冲 10
美国：自定义篮子安排申赎交割，代理篮子辅助估值与对冲 11
全透明主动 ETF：依赖 Rule 6c-11 发行，真实持仓 R 即为公开组合 P 11
Rule 6c-11 的另一重点：设立自定义篮子机制，通过申赎交割配合组合管理 12
半透明主动 ETF 下的代理篮子机制：公布代理组合或 VIIV，核心考量套利机制有效性 12
日本：将组合交易留在基金内部 15
加拿大：将篮子作为组合管理工具 15
韩国：兼顾实物申赎效率与指数约束 16
中国台湾：日度全透明信息披露，采用全现金申赎 16
风险提示 16

图表目录

图表 1： 五大主动 ETF 市场与我国在主动 ETF 换手、风格漂移、持仓集中度规定与其他监管要素方面对比 4
图表 2： 常见可投资基金种类显示，加拿大对于基金产品的划分与美国不同，ETF 在加拿大属于共同基金的一种 5
图表 3： 美国 75/5/10 测试 6
图表 4： 韩国对主动 ETF 在持有集中度上给予一般基金标准，与其他普通 ETF 不同 7
图表 5： 中国台湾主动 ETF 持仓集中度要求 8
图表 6： 实际业务中的四大篮子辨析 10
图表 7： 五大市场主动 ETF 信息披露、申赎机制与代理篮子制度对比 11
图表 8： 美国半透明主动 ETF 有如下三类实质相似但名称不同的产品 12
图表 9： 美国半透明主动 ETF 的监管层级 13
图表 10： 三类半透明主动 ETF 模型对比 14

下载日志已记录，仅供内部参考

交易指标：反映主动 ETF 策略的实施边界

在前篇关于主动 ETF 的报告（《主动 ETF 制度破冰，影响几何？》，2026.7.30）中，我们曾梳理了主动 ETF 的产品特征、海外发展、资金来源及其对国内市场的潜在影响。本篇报告我们试图进一步聚焦产品实际运作，在实操层面比较主要境外市场的具体监管安排，**重点回答两个问题：一是基金经理在调仓、策略选择和持仓配置上受到哪些约束，对应交易指标部分；二是信息披露、申赎与做市机制如何配合，促进主动 ETF 的价格发现，这一点通过各篮子间的配合形成。**

交易相关监管指标主要涵盖组合换手率、策略一致性、持仓集中度和市场交易质量四个方面，共同决定着主动 ETF 的可实施边界。其中，换手率刻画基金组合交易强度；风格漂移与基准偏离衡量策略一致性、是否偏离原定投资目标；持仓集中度衡量个券及行业风险；买卖价差、折溢价和底层流动性则反映 ETF 的市场质量与策略容量。下文围绕这四个维度，比较各市场采用的披露要求、投资限制和持续运作条件，分析相关规则如何约束主动 ETF 的投资决策，并影响产品运作与投资者交易。

境外监管并未形成统一的主动 ETF 交易指标体系，而是沿各自制度传统选择抓手。美国侧重成本与市场质量披露，并以基金命名和分类规则约束策略承诺；加拿大主要沿用共同基金通则，强调换手率、交易费用、基本投资目标和集中度约束；日本依靠前一日组合披露和现金申赎保证产品可估值、可交易；韩国现行制度则以基准相关性、LP 报价和上市规模约束产品运行；中国台湾则结合名称及投资方针一致性、一般集中度限制与有条件例外、日度组合披露及 LP 报价责任约束产品运行。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：五大主动 ETF 市场与我国在主动 ETF 换手、风格漂移、持仓集中度规定与其他监管要素方面对比

市场	监管框架	换手率	风格漂移约束	持仓集中度要求	其他实操要求
美国	Investment Company Act of 1940；SEC Rule 6c-11 ETF框架	无主动ETF换手率上限，换手率主要作为投资者披露和成本解释指标	Rule 35d-1修正案（Names Rule）规定80%的资产投向名称所指向的投资类型，每季度审查，偏离需在90天内回归	总资产符合"75/5/10测试"，75%篮子内，对单一发行人的投资不得超过基金总资产的5%，同时不得超过该发行人流通表决权证券的10%；净资产符合Form N-1A规定，若单一行业集中度超过25%需在招募书中披露并提示风险	全透明型主动ETF若溢价或折价超过2%且持续超过7个交易日，须在网站解释重大原因并将说明至少保留一年
日本	金融商品交易法（FIEA）；投资信托相关规则	无主动ETF换手率限制	受信托契约规则监管，产品基本性质改变时需向内阁总理大臣提出并举行受益者书面决议	对同一实体的股票敞口、债券敞口和衍生品敞口原则上分别不得超过基金NAV的10%，三类敞口合计原则上不得超过20%	主动ETF的NAV与收盘价偏离达到20%，或者偏离达到5%并持续7个营业日，需要及时披露；年度平均总NAV低于10亿日元且一年内没有恢复，原则上退市；组合信息连续一个月不能向投资者提供，也原则上触发退市
加拿大	National Instrument 81-102 Investment Funds；CSA监管框架，各省证券法	无主动ETF换手率限制，需要披露组合换手率及相关成本影响。	基金名称、投资目标和投资策略需要保持一致，重大变化需持有人批准	遵循NI 81-102对普通共同基金要求，不得实施一项会使交易后对单一发行人的证券敞口超过基金NAV10%的交易；基金不得因购买证券而持有发行人超过10%的流通表决权，或超过10%的流通权益证券，也不得以控制或参与管理发行人为目的进行投资	--
韩国	资本市场法；金融投资协会ETF相关规则	无固定换手率限制，但要求策略稳定、避免偏离产品目标	风格漂移受与基准指数的相关系数监管	主动ETF对同一项目的投资不超过10%，持有被投资企业股权比例不超过10%	上市初始条件包括不少于70亿韩元的初始信托本金、不少于10万份，以及至少一名授权参与人和一名流动性提供者
中国台湾	《证券投资信托基金管理办法》、信托契约及TWSE/TPEx相关规则；主动ETF适用专属条款与相应一般基金规定。	普通主动ETF无统一换手率数值上限；交易分析、决定、执行须留存记录并按月检讨。	名称、契约与投资方针一致；股票主动ETF一般准用股票≥NAV70%、特定标的/地区/市场名称对应证券≥NAV60%；重大方针变更原则上经受益人会议并核准修约，不强制设绩效指标。	一般单一上市/上柜公司股票加公司债、金融债≤NAV10%，另有规定除外；基金及管理人旗下全部基金持股分别≤发行人股份10%。2026年特例限以投资台湾市场股票为限的股票型基金及主动ETF，且仅适用于指数权重>10%的上市股票，股票不超指数权重、股票加相关债券≤NAV25%，具体适用依核准契约。	盘中预估净值至少15秒更新；单日折溢价≥10%或连续5日均≥3%须说明原因；上市产品须配置LP，境内外成分报价质量分别考核。
中国	沪深交易所主动管理交易型开放式证券投资基金业务指引	合理控制基金组合换手率，调仓平稳有序，禁止短期频繁交易与集中大额调仓，保持投资组合相对稳定	要求保持投资风格稳定，并设置合理业绩比较基准。	股票数量原则上不少于30只；前十大股票合计权重原则上不超过60%。	要求披露投资组合、评估策略容量和流动性。

资料来源：SEC，JPX，ASC，KRX，台湾证券交易所，上交所，华泰研究

组合换手率：普遍不设统一上限，信息披露与交易成本形成软约束

组合换手率衡量基金经理更换底层资产的频率，通过佣金、买卖价差、市场冲击和税务摩擦影响基金净值；与二级市场的成交换手率不同，后者主要反映份额交易活跃度。持仓越集中、底层流动性越弱，同等规模调仓越可能放大冲击成本和申赎压力。高换手可能来自主动观点快速兑现、风险再平衡或申赎管理，也可能带来更多佣金、买卖价差、市场冲击和潜在税负；低换手若集中于难以交易的资产，同样可能隐藏流动性风险。因此，更值得关注的点在于交易是否符合公开策略、增量收益能否覆盖成本、以及交易成本是否被不当转嫁给持有人。

横向来看，境外监管主要将换手率作为披露和成本解释指标，但均无明确的换手率监管上限。美国、加拿大要求披露基金组合换手率及其交易成本影响，但未见对普通主动 ETF 设置统一的换手率百分比上限；日本、韩国、中国台湾主动 ETF 相关规则中亦未见统一换手率数值门槛。中国沪深交易所 2026 年主动 ETF 指引要求合理控制组合换手率，并进一步强调需要平稳、有序调仓，避免短期频繁交易和集中大额调仓，但同样未规定统一百分比上限。

下载日志已记录，仅供内部参考

风格漂移约束：围绕策略承诺设置边界，未设统一因子阈值

“风格漂移”包含两层含义：一是持仓的价值、成长等特征随交易或市场变化；二是基金实际改变了向投资者承诺的投资范围、目标或方法。**从当今境外主动 ETF 的运作规则来看，监管主要约束后者，并通过名称与投资政策、基本投资目标、信托契约、信息披露及比较指数相关性等不同机制施加约束，各国现行规则并未统一设置风格漂移监管阈值。具体来看：**

美国对“风格漂移”的具体要求为基金实际投资需符合名称所传达的投资重点，对名称中暗示特定投资类型或特征的基金（如“growth”“value”等术语），正常情况下至少 80%的资产（包含净资产及用于投资目的的借款金额）须投向符合相应特征的投资，并定期核对持仓。这一安排来自 Rule 35d-1（“Names Rule”），旨在维护名称与实际投资的一致性，并同时适用于所有 ETF 与共同基金。2023 年 9 月 20 日，SEC 通过了 Names Rule（Rule 35d-1）修正案，要求名称暗示特定投资类型或特征的基金遵守“80%投资政策”（“80% investment policy”），即将至少 80%的资产投资于名称所指向的投资类型。修正案还要求基金至少每季度审查其 80%投资政策下的资产分类，若偏离 80%要求，通常需在 90 天内恢复合规。通常，基金可以选择将 80%的投资政策作为基本政策（即未经股东同意不得更改的政策），或者至少在改变 80%投资政策之前，提前 60 天通知股东（“60-day notice”）。

加拿大主动 ETF 纳入共同基金监管框架，要求基金将主要投资方向和核心特征写入招募说明书，为主动管理划定产品边界；但并未像美国一样设置统一的 80%阈值，其风格约束更多依赖产品承诺。在加拿大证券法中，基金产品按照“是否可按 NAV 赎回”分为 mutual fund 与 non-redeemable investment fund 两种；ETF 根据定义属于 mutual fund 分类下的交易所交易共同基金，因此适用 NI 81-102《Investment Funds》的投资与运作要求。不同于美国 Names Rule 的统一 80%下限规定，加拿大通过招募说明书载明的基本投资目标，确定管理人的投资边界。例如，一只主要投资某地区或行业的主动 ETF，相关定位须体现在其“基本投资目标”中；若某项策略已成为基金名称或营销所体现的核心特征，也须作为投资目标披露。上述要求载于招募说明书披露规范（Form 41-101F2），使产品定位有明确的文件依据。

图表2：常见可投资基金种类显示，加拿大对于基金产品的划分与美国不同，ETF 在加拿大属于共同基金的一种

加拿大监管用语	相互关系
Conventional mutual fund	非另类基金、非 ETF 的共同基金
ETF / exchange-traded mutual fund	**在交易所交易的共同基金**：主动、被动均可落在其中
Alternative mutual fund / alternative ETF	在共同基金 / ETF 之内，因投资目标允许更灵活使用商品、衍生品、借款或卖空而进一步划出的类别
Hybrid	同一基金同时有传统共同基金份额系列与 ETF 份额
Non-redeemable investment fund （close-end funds)	与共同基金并列的另一类投资基金；即使在交易所交易，也不能只凭“上市”二字归为 ETF

资料来源：SEDAR，华泰研究

加拿大产品基本投资方向的变更，原则上须事先取得持有人批准。管理人可以在既定目标允许的范围内调整具体持仓；但若拟变更基本投资目标，就不能仅按一般投资调整自行处理，而需要依 NI 81-102 第 5.1、5.2 节，原则上须事先获得持有人会议已投票数的过半数批准；构成重大变更时，还涉及 NI 81-106 的及时公告、报告和文件更新。

日本对主动 ETF 风格漂移的监管主要依靠信托契约、东证上市审查和持续披露；其监管隶属于上层信托契约规则，并未对主动 ETF 设置单独的风格漂移监管要求。日本《投資信託約款》文件类似中国基金合同文件，作为基金的基础规则，用于规定投资资产的运用及限制。根据《投資信託及び投資法人に関する法律》（投信法）第 16-17 条规定，所有约款变更须事先向内阁总理大臣申报，且重大约款变更须举行受益者书面决议，决议通过标准为全部可行使议决权的三分之二以上，但已知受益人不行使议决权时视为赞成书面决议。东证还要求主动 ETF 每日开市前提供截至前一日净值计算时点的组合信息，并公开产品特征与管理人运作报告；运用方针概要、投资风险等发生变化后，管理人须提交更新报告。

下载日志已记录，仅供内部参考

韩国现行主动 ETF 则仍属于“部分主动”，仍以比较指数为制度基础，主动运作空间受到收益率相关性约束。韩国交易所公告显示，对适用产品，每份净值日变动率与比较指数日变动率的相关系数低于 0.7 且持续三个月，可能触发退市。但该指标并非持仓重合度或风格因子敞口，只能间接约束策略远离比较指数，不能直接证明基金保持原有价值、成长风格。

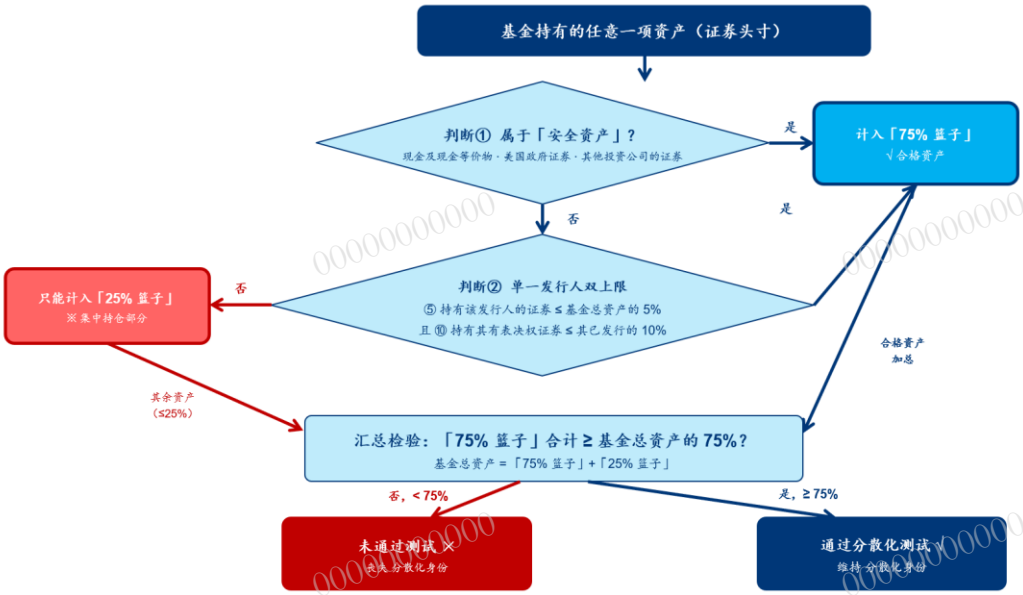
中国台湾主动 ETF 遵循一般股票型基金规则，要求股票投资一般须达净资产 70%以上；名称表示投资特定标的、地区或市场者，相关证券投资一般须达净资产 60%。中国台湾的主动 ETF 不强制设置绩效指标，但要求基金名称仍须与基本方针及投资范围一致；重大变更证券或衍生品投资基本方针、范围，或修约对受益人权益有重大影响，原则上须经受益人会议决议，主管机关另有规定者除外；公募基金契约变更还须核准，并在核准后两日内公告。主动 ETF 如设置绩效指标，须披露指标特性、与基金策略的差异及绩效比较方法。

持仓集中度：比例数字相近，监管对象与计算口径有别

美国的基金产品可分为分散型或非分散型，其中，分散型的基金需要满足“75/5/10”关于持仓集中度的规定，规定要求对单一发行人的投资不得超过基金总资产的 5%，持有表决权证券不得超过该发行人已发行表决权证券的 10%。《1940 投资公司法》第 5(b)(1)节对基金总篮子与单一发行人规定了“75/5/10 测试”（75-5-10 diversification test），要求基金**总资产**中至少 75%必须由现金及现金等价物、美国政府证券、其他投资公司份额以及其他证券构成，对于计入该部分的其他证券，需满足上述规定；超出 5%或 10%限额不构成违法，但不得计入该 75%篮子。剩余 25%不受本项测试的同等限制，但仍须遵守其他规则和产品政策。以总资产 100 亿美元为例，5%对应 5 亿美元，而非 75 亿美元的 5%；10%则以被投资公司的表决权证券为分母。

“75/5/10 测试”有两大关键技术细节：一是测试在买入时点考核。第 5(c)节规定，基金在买入某项证券时符合要求即可，此后因市场涨跌导致被动超标的，只要超标“并非全部或部分由该次买入造成”，基金并不丧失其分散型基金的地位，也无需强制卖出。**二是分散与否是基金的“分类”而非强制义务。**第 5(b)(2)节将 non-diversified company 定义为“除分散型以外的一切管理公司”，1940 年法对其不设任何单一发行人比例上限。然而，根据第 13(a)(1)节，基金从分散型变更为非分散型须经流通表决权多数（a majority of the outstanding voting securities）的持有人投票批准；反向地，Rule 13a-1 规定非分散型基金若连续三年实际按分散标准运作，将自动转为分散型。

图表3： 美国 75/5/10 测试



资料来源：SEC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

对单一行业，Form N-1A（开放式管理公司注册表格）则规定了行业与行业组集中政策的25%披露要求，其考核标准是基金净资产而非《1940 投资公司法》中的总资产。Form N-1A Item 9(b)(1)规定基金须披露其“集中于特定行业或行业组”的政策，而“集中”被定义为对单一行业的投资超过基金净资产的 25%；超过 25%意味着基金须将行业集中作为主要投资策略（principal investment strategy）在招募说明书中披露并提示相应风险。然而，Form N-1A 并不意味着禁止基金对单一行业持仓上限超过 25%，仅强制要求披露。行业集中政策一旦写入注册文件，即构成基本政策（fundamental policy），依§ 8(b)(1)和§ 13(a)(3)，日后变更该政策同样须持有人投票批准。

加拿大的主动 ETF 持仓集中度受 NI 81-102 监管，其第 2.1(1)条规定，共同基金不得实施一项会使交易后对单一发行人的证券敞口超过基金 NAV 10%的交易，其 10%集中度上限同样主要在交易时点考核。也就是说，基金不得主动实施一项导致单一发行人敞口超过 10%的交易；如果超限完全由证券价格变化等非交易因素造成，规则并未统一要求立即卖出。但基金仍须根据其招募说明书、基本投资目标和风险管理程序处理被动超限，且不得继续实施扩大超限程度的交易。NI 81-102 实施上允许部分指定衍生品和指数参与单位也须按照规则计入发行人敞口。

NI 81-102 第 2.2 条还设置了独立的“控制权测试”，要求基金不得因购买证券而持有发行人超过 10%的流通表决权，或超过 10%的流通权益证券，也不得以控制或参与管理发行人为目的进行投资。若超限并非由基金主动购买造成，则基金应在商业上合理的最短时间内、最迟在 90 天内，将持有比例降至 10%以内。因此，加拿大主动 ETF 需要同时监测“对单一发行人的 NAV 敞口”和“占发行人流通权益比例”。

日本主动 ETF 的集中度约束主要来自一般投资信托规则和日本投资信托协会的信用风险集中管理指引，按照该指引，对同一实体的股票敞口、债券敞口和衍生品敞口原则上分别不得超过基金 NAV 的 10%，三类敞口合计原则上不得超过 20%。这一口径强调对同一信用主体的风险合并，不能只观察股票持仓表中的单一证券权重。例如，若基金对同一发行主体的股票、债券与衍生品敞口分别为 8%、7%、6%，虽然各自低于 10%，合计 21%仍超限。因价格、利率、汇率或基金净资产变化而超限，原则上自超限日起一个月内调整。

日本同时允许“特化型投资信托”采用更高的集中度。此类基金需要在招募说明书等文件中明确披露其集中投资属性和相应风险，此后对单一实体的敞口可以达到 NAV 的 35%，可突破上述的 10%限制。因此，日本的 10%或 20%并非适用于所有主动 ETF 的绝对上限；判断某只产品能否采取高集中策略，首先要确认其基金类型、信托契约以及是否按照特化型产品进行披露。

韩国在 2017 年引入主动 ETF 时，明确提出由于主动 ETF 拥有更大的投资裁量权，其资产运用规则原则上按照一般公募基金执行，并将主动 ETF 对同一项目的投资比重由被动 ETF 口径下的 30%收紧至 10%，同时将主动 ETF 持有被投资企业股权的比例由 20%收紧至 10%。前者是基金资产总额口径的集中度限制，后者是相对发行人权益总量的持股比例限制。此外，单只公募基金投资主动 ETF 单位的限制由被动 ETF 的 30%收紧至 20%。

图表4：韩国对主动 ETF 在持有集中度上给予一般基金标准，与其他普通 ETF 不同

内容	原有 ETF	主动 ETF 适用的一般基金	分母与监管对象
ETF 持有同一证券	30%	10%	**该 ETF 资产总额**：衡量同一证券在基金资产中的比重
ETF 持有被投资企业股权	20%	10%	**该企业已发行股权证券总数**：衡量单只基金对企业的持股比例
一只公募基金投资主动 ETF 单位	30%	20%	**投资方公募基金资产总额**：衡量它买入另一只基金的比例

资料来源：韩国金融委员会，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

中国台湾对主动 ETF 的集中度约束沿一般公募规则执行，对发行人敞口及持股比例约束均设置 10%的上限。根据《证券投资信托基金管理办法》，除另有规定外，中国台湾的单只基金投资任一上市或上柜公司股票及公司债、金融债合计，不得超过基金净资产的 10%；单只基金及同一管理人旗下全部基金持有该公司股票，分别不得超过其已发行股份总数的 10%。前一个 10%以基金净资产为分母，衡量基金资产对单一发行人的敞口集中度；后一个 10%以发行人已发行股份为分母，衡量基金对发行人的持股程度，且单只与全公司两级分别计算。

2026 年 4 月 24 日起，中国台湾地区放宽了符合条件的本地股票产品的集中度，当符合条件时将其占基金净资产上限由 10%调整为 25%。以投资台湾市场股票为限的股票型基金及主动 ETF，投资某上市股票且该股票在台湾加权股价指数中权重超过 10%时，可突破上述 10%的净资产敞口限制；但需满足：①基金中该股票权重不得高于其指数权重，且②该股票加该公司发行的公司债、金融债合计仍不得超过基金净资产的 25%。既有基金须申请核准修改信托契约，并将投资审核、风险监控与管理流程纳入内控；超过 10%的投资须经权责主管同意，相关风险按季检视，季度复核发现过去三个月平均指数权重低于 10%时不得再买入，既有超额部分须经权责主管同意后适时卖出。

图表5：中国台湾主动 ETF 持仓集中度要求

规则	分子	分母	附加条件
一般敞口上限 10%	单一发行人股票、公司债、金融债合计	基金净资产	普遍适用，除另有规定
一般持股上限 10%	持有该公司股票	该公司已发行股份	单只基金、同一管理人全部基金两级分别计算
例外上限 25%	特定股票及该公司公司债、金融债合计	基金净资产	限投资台股的股票型及主动 ETF；触发条件为该股票台指权重超 10%；个股权重不得高于指数权重；季度复核、动态退出

资料来源：《证券投资信托基金管理办法》，华泰研究

市场质量指标：进一步界定产品运行边界

主动 ETF 的投资策略能否在交易所正常运行，最终要落到投资者能否以接近组合价值的价格、足够的数量完成交易。折溢价衡量市场价格与基金净值的偏离，买卖价差、报价深度和实际成交情况决定交易成本；做市商、授权参与人及申赎机制则影响偏离能否收敛。它们作为衡量 ETF 运行质量的指标，有助于进一步界定产品的运行边界。

美国通过持续披露价差与折溢价，帮助投资者观察交易成本和价格偏离。对依赖 Rule 6c-11 运行的主动 ETF，监管要求在网站每日披露前一营业日的每份净值、市场价格及折溢价，同时展示历史折溢价和滚动 30 个自然日的买卖价差中位数。折溢价用于判断市场价格与净值的偏离，价差则按全国最优买卖报价计算，为近期买卖报价成本提供参照。**持续异常的价格偏离还会触发原因说明义务。**若折价或溢价幅度超过 2%，且连续超过 7 个交易日，基金须在网站说明可能造成偏离的重要因素，并将说明至少保留一年。该要求提高了异常交易情况的透明度，是否退市则另依适用的上市规则判断。投资者仍需结合下单时的买卖报价及可成交数量，评估实际交易成本。

采用代理组合或盘中验证价值的美国半透明主动 ETF 产品，还需依各自获准安排监测估值信号、代理组合差异及交易价差。交易暂停可能由估值信号失效引起。以采用 VIIV 的 ActiveShares 产品为例，基金披露其盘中指示价值每秒更新；若两个独立估值引擎的结果相差超过 25 个基点并持续 60 秒，或占组合至少 10%的证券停牌、缺乏可靠报价，管理人会请求交易所暂停 ETF 交易。

日本对主动 ETF 有价格偏离的及时披露要求，并依据总 NAV 设置相应持续上市条件。日本要求主动 ETF 的 NAV 与收盘价偏离达到 20%，或者偏离达到 5%并持续 7 个营业日时，需要及时披露。此外，日本主动 ETF 须提供每日总 NAV、每份 NAV、开市前确定的组合信息、前月业绩及总费用率。年度平均总 NAV 低于 10 亿日元，且在下一次年度检查时仍未恢复至 10 亿日元时，构成退市条件；连续一个月不向投资者提供组合信息，也构成退市条件。

下载日志已记录，仅供内部参考

加拿大通过买卖价差的公布提供更多可成交性信息。主动 ETF 需按 Form 41-101F4 要求，列示过去 12 个月、截至文件日期前 60 日内的全市场平均日成交量、实际有成交的天数、市场价格区间、每份 NAV 区间及平均买卖价差；其中日均成交量计算包含零成交日，避免只统计有成交的日期而高估交易活跃度。

加拿大的价差计算同时考虑报价价格与一定金额的订单深度。计算时以买卖两侧各 5 万加元可见订单深度形成价格，在开盘后 15 分钟至收盘前 15 分钟之间每秒取样，再汇总为日度和 12 个月平均价差。若挂牌交易所深度不足，需按规则纳入加拿大其他市场的订单；日内有效时点及年度有效交易日均须达到 75%，否则应说明深度不足，不能报出看似精确的平均价差。新上市、未满 12 个月的产品也应标明数据不可得。

韩国通过流动性提供者的报价义务，为 ETF 交易提供持续支持。ETF 上市须至少有一家流动性提供者 LP。当市场最优买卖价差超过产品申报标准时，LP 须在适用的报价义务时段内，于 5 分钟内提交买卖双边、每侧至少 100 份的报价，以收窄价差。境内标的、境外标的 ETF 的申报价差上限分别为 2%、3%，各产品实际申报标准可以更低；具体报价义务还设有时段及单边补价等例外。**韩国还要求 LP 须通过提交报价，促进 ETF 价格向每份净资产价值收敛，并使按收盘价计算的价格偏离幅度不超过规定范围。**自 2026 年 8 月 19 日起，适用于全部 ETF 的收盘折溢价管理标准收紧至境内 2%、境外 5%，折价与溢价均按绝对幅度计算。收盘折溢价用于观察市场价格是否偏离净值，买卖价差则用于观察两侧报价之间的交易成本。两类要求共同支持交易质量。

中国台湾将盘中估值与折溢价披露作为主动 ETF 的交易信息基础，并要求配置流动性提供者进行境内、境外报价，并设置了单边报价与价差两项监管指标，以确保其流动性提供质量。上市主动 ETF 的盘中预估净值至少每 15 秒更新，发行人须在每日开盘前披露最近一年及最近一季的折溢价资料。单日折溢价幅度达到 10%，或连续五个营业日均达到 3%，须进一步说明可能原因。对于流动性提供者，监管要求其①对境内成分产品单边报价持续超过三分钟、最佳一档买卖价差超过 1%且持续超过十分钟，两类情形每月各不得超过两次；②境外成分产品相应门槛为单边超过十分钟、价差超过 3%且持续超过十分钟，每月合计不得超过六次。

中国台湾上市主动 ETF 另有境外长假申请停牌机制，以避免不同市场交易时间差异带来的可交易性差别对产品的影响。根据《台湾证券交易所股份有限公司受益凭证买卖办法》，当中国台湾的 ETF 满足①基金对相关市场投资须达净资产 60%，且②该市场休市而台湾仍交易连续至少五个营业日；③净资产不超过新台币 30 亿元，或申请前两个营业日折溢价幅度均达到 3%两项条件之一；三项满足后，管理人可经董事会决议，于休市前四个营业日向交易所申请停牌。其他市场休市本身不构成自动停牌条件。

下载日志已记录，仅供内部参考

“篮子的艺术”：信息披露、申赎交割与做市对冲

在前篇《主动 ETF 制度破冰，影响几何？》（2026.7.30）中，我们曾系统性梳理了美国主动 ETF 的制度发展史，尤其是从全透明披露、到允许自定义申赎篮子，再到允许仅披露代理篮子的松绑历程。本篇沿这一线索进一步扩展，将讨论由规则条文梳理推进至业务实际场景：**市场参与者能够看到什么信息，授权参与者实际交付什么资产，做市商又如何据此估值、对冲并开展套利。不同篮子之间的错配，构成了主动 ETF 制度设计的核心张力。**

实务中，ETF 并不存在一只包办全部功能的篮子，我们可将篮子按用途分为以下四类：①真实组合 R：反映基金实际持有的资产和头寸，决定 NAV 及基金的经济风险；②申赎篮子 B：反映基金与授权参与者在一级市场实际交换的证券和现金；③公开代理篮子 P：仅存在于部分半透明结构，用于向市场提供估值和对冲线索；④做市商实际对冲组合 H：由做市商根据可得信息、库存与风险约束自行构建。四个篮子可能重合，也可能不同。**所谓“篮子的艺术”，正是在维护基金及持有人利益的前提下，设计真实组合 R、申赎篮子 B、公开代理篮子 P 与做市商实际对冲组合 H 之间的关系，在策略保密、申赎效率与套利可执行性之间寻找平衡。**

图表6：实际业务中的四大篮子辨析

篮子	作用	与其他篮子关系
真实组合 R	基金真正持有的资产和头寸；基金NAV反映真实资产、负债与份额情况	是基金经济风险的来源
申赎篮子 B	某笔申购实际交给基金、或赎回实际从基金取得的证券、其他资产及现金安排	可以对应真实组合，也可以不同；申购与赎回还可能采用不同安排
公开组合 P	在特定半透明篮子中，向市场提供用于估值和对冲的组合信息	可以同时作为申赎篮子，但并无强制要求 ——主要应用于半透明主动ETF
做市商实际对冲组合 H	做市商为管理ETF库存风险，自行建立的证券、ETF、期货等头寸	可参考R、P或B，通常没有必须完全等同的要求

资料来源：SEC，华泰研究

五大市场制度的差别，集中体现在三个问题上：真实持仓如何披露、一级市场交割何种资产，以及做市商据何进行估值与对冲。本节剩余部分将按美、日、加、韩、中国台湾的顺序逐一展开进行详细分析。各国家/地区的制度特征可总结如下：

美国并行全透明披露与半透明产品两条路径，全透明产品每日公开前一营业日真实持仓，半透明产品改以代理篮子或 VIIV 提供盘中估值线索，并允许符合相应规则的自定义篮子；
日本主动 ETF 每日盘前公布以上一交易日净值计算时点为准的组合信息；但一级市场只开放现金申赎，不存在证券交割篮子，底层资产买卖由基金端完成；
加拿大交割最灵活、公开披露最少；其申赎可采用现金、证券或混合方式，但公众仅见季度持仓摘要，每日申赎篮子只向指定交易商提供，信息与工具主要留在一级市场参与者手中；
韩国管理人每日公布 Portfolio Deposit File（PDF），作为实物申赎的交割基础；现金申赎与现金替代仅属例外安排，且须回到产品条款判断，篮子自由度仍受比较指数相关性等上市维持条件约束；
中国台湾要求每日盘后披露实际组合，并公布次一营业日申赎清单，申赎交割可采用实物或契约约定方式。

各安排并无单纯的高下之分：公开信息、交割篮子与真实组合的差异可能提高估值、对冲或交割成本，最终落到折溢价与流动性表现上。制度设计需在策略保护与套利可执行性之间权衡，亦不能仅凭披露频率判断交易质量，而要看公开信息能否支撑做市商低成本对冲、交割安排能否支撑套利顺畅执行。透明度、策略保护与套利效率构成三角张力，而篮子正是三者的调节旋钮。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：五大市场主动 ETF 信息披露、申赎机制与代理篮子制度对比

市场	信息披露	申赎方式	篮子规则
美国	全透明主动ETF每日披露真实组合；半透明披露代理组合或每秒更新VIIV代替	以实物申赎为主，部分产品采用现金或混合方式；全透明可采用合规则的自定义篮子进行申赎	自定义篮子允许非代表性篮子和同日差异篮子两种，用于全透明主动ETF的申赎；半透明所披露的代理篮子无全市场统一跟踪误差规定，但各代理篮子模型有自定义阈值要求
日本	开盘前公开前一日NAV计算所依据的组合信息	仅支持现金申赎	无代理篮子机制
加拿大	不要求全组合逐日披露，也不存在统一的每日真实持仓披露要求。其申赎篮子向交易商披露即可，公众信息透明度较低	允许基金份额的申购对价采用现金、符合条件的证券或两者组合。赎回也可使用现金、组合资产或两者组合；可以不时确定证券篮子	基金每日向Designated Broker和Dealer提供申赎篮子，可自行确定证券篮子
韩国	每日公开PDF展示一级市场申赎所需篮子	原则上采用与当日PDF对应的实物设立和实物赎回。对于使用衍生品、非交易所资产或难以实物交割的产品，可以按法规、基金合同和产品结构使用现金	无代理篮子机制
中国台湾	每营业日净值结算后披露当日实际组合，并公布次日PCF；盘中预估净值至少15秒更新，可能滞后于当日调仓。	实物或契约约定方式，规则覆盖现金申赎；实物交割含证券组合与现金差额，特定证券可按规定现金替代，具体依产品契约。	每日真实组合披露；实物PCF参考基金持有标的编制，服务次日交割。

资料来源：SEC，JPX，ASC，KRX，台湾证券交易所，华泰研究

美国：自定义篮子安排申赎交割，代理篮子辅助估值与对冲

在展开细节之前，有必要先厘清美国主动 ETF 的两条制度线索：一条是披露维度上的“全透明 vs 半透明”之分，回答市场每天能看到什么；另一条是申赎维度上的“标准篮子 vs 自定义篮子”安排，回答授权参与人（AP）在一级市场实际交换什么资产。两条线索相互独立，又共同决定单只产品的运作形态：自定义篮子解决的是申赎问题，对应申赎篮子 B；全透明与半透明之争解决的是披露问题，对应公开篮子 P。两种制度可以结合出现在产品中：全透明产品需要每日披露前一日真实组合，但允许使用不按持仓比例构建的申赎篮子进行申赎交割；半透明产品也可以在获批条件下采用自定义篮子。申赎篮子如何构建，与真实组合是否每日公开，需要分别判断。

后文我们将沿披露维度进行展开，并嵌入申赎维度相关规定：我们将先讨论全透明主动 ETF 的发行、信披等规则，以及其依据的 Rule 6c-11 是如何设立“自定义篮子”这一机制，如何使交割资产配合组合管理；再研究半透明主动 ETF 的发行、信披规则，以及一定保密设计下如何维持估值与套利。前半部分重点讨论全透明路径的相关规定、以及自定义篮子机制如何帮助基金借申赎调入或交出证券、交易成本如何在基金与申赎机构之间分配；半透明部分则以公布代理组合模式为重点，分析公开信息如何支持做市商估值和对冲，并补充依靠盘中估值信息披露以及保密交易安排运作的 VIIV 模式。

全透明主动 ETF：依赖 Rule 6c-11 发行，真实持仓 R 即为公开组合 P

美国主动 ETF 中，全透明主动 ETF 依据 Rule 6c-11 发行，公众每日看到真实组合，合资格参与者（AP）以创设单位（Creation Unit）交换资产。2019 年 9 月 25 日，SEC 通过了《1940 年投资公司法案》（Investment Company Act）下的新规则 Rule 6c-11,该规则允许符合特定条件的交易所交易基金在无需获得豁免命令即可开展业务。此外，委员会还对 N-1A、N-8B-2 和 N-CEN 表格进行了相应的修改，这些修改共同构成了 Rule 6c-11（“ETF Rule”）。Rule 6c-11 为以注册型开放式管理投资公司形式运营的 ETF 创建了一个统一、透明且高效的监管框架，从而促进 ETF 之间的竞争与创新。

Rule 6c-11 适用的 ETF 需在注册的开放式管理投资公司运营，其发行创设单位（creation units）与合资格参与者（AP，authorized participants）的篮子进行交换，并允许一定数量的现金补偿;ETF 需在国家级证券交易所上市，以市价进行交易。2020 年修订后，Rule 6c-11 还可适用于符合条件的杠杆 ETF 或反向 ETF。当前 Rule 6c-11 并不适用于 UIT（unit investment trust）、份额型 ETF（share class ETF）、作为主从结构（master-feeder structure）中子基金运作的 ETF，或主动管理但不提供每日组合透明度信息的 ETF。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露上，依据 Rule 6c-11 发行的全透明主动 ETF 披露要求最高，每日盘前公布的持仓 P 即为前日收盘全部真实持仓 R。Rule 6c-11 规定该类主动 ETF 应在其主要交易所常规交易开始前，在网站公开构成前一营业日 NAV 计算基础的每项持仓；披露至少包括证券代码、CUSIP 或其他识别码、持仓描述、数量和组合权重。网站还须披露前一营业日 NAV、市场价格及折溢价，并提供历史折溢价图、30 日中位买卖价差；若折溢价超过 2%且连续超过七个交易日，基金还须在网站披露情况，并说明认为产生偏离的因素。

Rule 6c-11 的另一重点：设立自定义篮子机制，通过申赎交割配合组合管理

Rule 6c-11 对主动 ETF 的意义不止于发行框架，其另一重大突破是为 ETF 提供了灵活性，允许使用自定义篮子进行申赎，基金可通过一级市场申赎配合主动组合调整。在前述规定的创设单位机制下，申赎的本质是基金与 AP 之间“份额换资产”的交易。通常，基金提出并审核交割篮子，授权参与者 AP 接受相应条件并提交订单。申购时，AP 交入证券及必要现金，取得按规定份额数量组成的创设单位，所得份额可在二级市场出售；赎回时，AP 汇集相应 ETF 份额交回基金，取得约定证券及现金。标准篮子是真实组合的代表性切片，申赎对组合的扰动最小；但这同时意味着，无论基金想买什么、想卖什么，一级市场交割都只能机械复制持仓结构。自定义篮子打破的正是这一对应关系。

Rule 6c-11 将自定义篮子分为两类：一类是并非基金组合代表性切片的证券及其他资产篮子；另一类是同一营业日内，在基金已公布初始篮子之后，后续使用但与初始篮子不同的代表性篮子。也就是说，“是否代表组合”与“同一交易日是否对不同交易使用不同篮子”都可能触发自定义篮子定义：前者让篮子内容可以偏离持仓，允许真实持仓篮子 R 与申赎篮子 B 之间存在不同；后者则允许篮子随交易进行变化。

对组合管理而言，自定义篮子的价值在于把申赎本身变成调仓通道，可减少组合调整对二级市场的冲击、并将交易成本重新在基金与申赎机构之间分配。具体操作上，申购端，管理人可在篮子中直接列入希望买入的证券，AP 按篮子在市场上买入后交付给基金，基金无需在二级市场自行执行；赎回端，管理人可将希望减配的证券放入篮子交出，而非按比例交出组合切片，资产变现由 AP 在自身交易中消化。一级市场由此不再只是份额进出的管道，而成为组合管理的延伸：调入与交出通过申赎完成，减少组合调整对二级市场造成的冲击，交易成本也随之在基金与申赎机构之间重新分配。在无自定义篮子时，为应对申购赎回要求及调仓，基金需要自行买卖组合证券，佣金、价差与市场冲击由基金承担并分摊给全体持有人；自定义篮子制度使得基金可将该部分执行适度转移给 AP，AP 以专业交易能力和自身库存完成篮子买卖，基金获得的不仅是减少交易，更是成本控制。

半透明主动 ETF 下的代理篮子机制：公布代理组合或 VIIV，核心考量套利机制有效性

半透明主动 ETF 的发行依据 SEC 个别豁免令、相关基金申请及交易所产品规则运作。美国半透明主动 ETF 主要包括公布代理组合 P、以及公布 VIIV（经核实的日内指示性价值）两种机制。公布代理组合模式主流有三类实质相似、名称不同的产品，在此规则下，基金需每日向公众公布 Proxy Portfolio（Proxy Basket、Tracking Basket，名称依赖于不同的挂牌交易所制定的相应上市规则，但产品机制本身接近），使市场参与者通过代理组合进行估值和对冲。**公布 VIIV 模式下**，基金不公开代理篮子，而是公布每秒更新的 VIIV，并由知道真实申赎篮子的 AP Representative 通过保密账户完成交易。

图表8：美国半透明主动 ETF 有如下三类实质相似但名称不同的产品

主挂牌交易所	上市规则	正式类别名称	对外披露的替代组合
NYSE Arca	Rule 8.601-E	Active Proxy Portfolio Shares	Proxy Portfolio
Cboe BZX	Rule 14.11(m)	Tracking Fund Shares	Tracking Basket
Nasdaq	Rule 5750	Proxy Portfolio Shares	Proxy Basket

资料来源：SEC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

发行方面，半透明主动 ETF 同时受基金运作和交易所上市两条监管链约束。基金端，半透明主动 ETF 须依《1940 年投资公司法》取得 SEC 个别豁免令，以约定代理组合、真实持仓披露和申赎条件，满足 SEC 所要求的相应基金运作条件；**交易所端**则依《1934 年证券交易法》第 19(b)条及 Rule 19b-4 提交规则变更，以满足在对应交易所上市条件。NYSE Arca Rule 8.601-E、Cboe BZX Rule 14.11(m)与 Nasdaq Rule 5750 分别为三个主挂牌交易所下相应的上市规则，对应三类名称不同、机制相近的挂牌产品类别。

图表9：美国半透明主动 ETF 的监管层级



资料来源：SEC，华泰研究

对于半透明型主动 ETF，SEC 监管的核心不是要求代理篮子完全与真实组合一致，而是追求在不每日泄露真实持仓的前提下，通过代理组合、重合度、跟踪误差和交易质量数据，为做市商提供足够的估值与对冲信息，从而维持有效套利。不同公司所申请的关于 proxy portfolio 的豁免令中，规定了各自的代理篮子模型以及对应的跟踪阈值要求。常见模型有 T.Rowe Price, Fidelity, Natixis 三种，其中，T. Rowe Price 侧重以指数或已披露持仓形成代理组合，Fidelity 将策略成分与代表性 ETF 纳入优化，Natixis/NYSE 则根据真实组合的因子暴露从模型股票池重构代理组合。具体来看：

T. Rowe Price 所提交的 proxy portfolio 模型旨在紧密跟踪基金实际组合日收益，并从“80%”的严格重合要求向更灵活篮子转变。T. Rowe Price 原始模型要求代理组合在每个营业日开始时，至少 80%的资产按权重与真实组合重合；代理组合可以基于宽基指数或基金最近一次实际公开持仓。2021 年 T. Rowe Price 修订其模型，允许基金的 Portfolio Overlap 低于 80%，监管要求由单一静态比例向更灵活方向转变，关注交易质量并保留异常处置安排。

信披方面，T. Rowe Price 模型同时公布 Portfolio Overlap 和 Tracking Error，使市场参与者既能看到持仓重合程度，也能观察代理组合与真实组合在过去一段时间的表现差异。申赎上，该类半透明主动 ETF 由实物证券与现金构成，且可以包括代理篮子所没有的证券，以减少基金在公开市场执行交易的成本。

Fidelity 所使用的 tracking basket 则由策略部分、代表性 ETF、现金及现金等价物三部分组成，并明确将代理误差、换手成本与篮子建立成本放入同一优化目标。Tracking basket 中，策略部分（Strategy Components）从最近公开持仓或预先设定范围内选择证券，用来反映基金具体策略；代表性 ETF（Representative ETFs）被设计为一组高流动性 ETF，用于反映未被上述部分充分反映的风格或行业风险，但在跟踪篮子中不得超过整个篮子资产的 50%；剩余部分用现金及现金等价物填补。信披方面，Fidelity 还在网站上每个工作日公布“Tracking Basket Weight Overlap”指标，反映前一交易日跟踪篮子 P 与实际持仓 R 之间的权重重叠比例，从而帮助投资者了解跟踪篮子 P 与实际持仓 R 百分比上的相似程度。**从设计方式上看，Fidelity 的核心在于让公开篮子在流动性、风险映射和交易成本之间取得平衡。**

下载日志已记录，仅供内部参考

Natixis 模型则遵循因子分析→设置可选集→在可选集中选取代理篮子的建模思路。Natixis 先对真实组合进行市场因子、基本面因子、行业或板块因子分析，再建立 Model Universe（如标普 500、罗素 1000 或其他基金事先规定的可投资证券集合），只能从该 Model Universe 中选取证券。允许选取证券数量多于真实持仓，以冗余掩盖真实交易情况。

信披方面，该模型每日公布代理组合、历史 Tracking Error 和 Proxy Overlap。Tracking Error 被定义为过去三个月每日 proxy spread 的标准差，其中 proxy spread 是代理组合每份价值与真实组合每份 NAV 之间的百分比差异。在产品上市后的前三年，若 Tracking Error 超过 1%，管理人应及时召集董事会。若市场价格或买卖报价中间价与 NAV 的绝对偏离超过 2%，或者买卖价差超过 2%，并达到季度累计 30 日或连续 15 日，也应启动董事会审查。然而，产品一旦超过不会立刻自动停牌，董事会可考虑更换主做市商、调整 Creation Unit 规模、增加组合披露、修改算法或 Model Universe 等方式进行处理。

图表10：三类半透明主动 ETF 模型对比

模型	信披要求	模型设计	其他要点
T. Rowe Price Proxy Portfolio	**- 代理组合**： **- Portfolio Overlap**：前一日代理组合与实际组合共同证券的较低权重之和； **- Daily Deviation**：基金NAV收益与代理组合NAV收益之差； **- Tracking Error**：现行招募说明书定义为过去三个月每日Proxy Spread的标准差； **- Empirical Percentiles**：代理组合与实际组合历史偏差的频率和幅度分布，具体设为过去一年Daily Deviation的99%、95%、90%、75%、50%、25%、10%、5%和1%分位，用于让做市商估计代理基差的尾部概率。	每日公布一个旨在**紧密跟踪基金实际组合日收益**的Proxy Portfolio，该组合可以基于： - 一个**宽基证券指数**；或 - 基金**最近一次公开的实际持仓**。 代理组合可以随时变更，但一般预计**按季度调整。**	原始结构要求至少80%的资产权重重合，2021年修订豁免明确允许Portfolio Overlap低于80%；现行公开文件没有给出替代的统一最低值。 现行文件要求在以下情况下及时**召开董事会会议**： **- Tracking Error**超过1%； - 一个季度内至少30天或连续15天，**ETF价格与NAV的绝对偏差**超过2%； - 同样的期间内，**买卖价差**超过2%。 如果实际组合中缺乏可靠市场报价的证券达到10%，管理人将请求交易所停牌。 Deposit Instruments和Redemption Instruments通常与Proxy Portfolio相同，但在以下情况下可以不同： - 使用经批准的Custom Basket； - 全部或部分现金申赎； - 当代理组合是宽基指数时，以跟踪同一指数的ETF作为交割工具等。
Fidelity Tracking Basket	Fidelity每日公布Tracking Basket和Tracking Basket Weight Overlap，没有最低Tracking Basket Weight Overlap要求。 其完整实际持仓通常按月披露，并有30日滞后，披露频率高于交易所“季度结束后60日内”的最低要求。	Tracking Basket由三部分组成： **1. Strategy Components：**部分最近公开的实际持仓，以及2021年修订后可纳入的Investment Universe证券； **2. Representative ETFs：**用来表达规模、风格、行业等未被Strategy Components充分覆盖的风险暴露； **3. 现金及现金等价物。** Representative ETFs在Tracking Basket发布时最多占**50%，**不得使用杠杆和反向ETF；基金原则上也不会把这些Representative ETFs作为长期投资持仓，创设赎回需要除外。 专有优化过程同时**最小化三个变量**： - Tracking Basket与基金之间的**日收益跟踪误差**； - Tracking Basket的**换手成本**； - 建立和维持该篮子**作为对冲工具的成本**。 Tracking Basket通常随实际持仓公开时间表调整，但可以每日重新生成；即便不全面调整，现金项目也可每日增减，用于校准代理篮子与基金实际组合的价值差异。	2025年，部分Fidelity产品获准把组合分为： - Semi-Transparent Sleeve：继续使用原Tracking Basket方法； - Fully-Transparent Sleeve：可持有固定收益、与美国市场非同步交易的外国资产及衍生品，并**按Rule 6c-11标准每日披露该部分实际持仓**。 透明部分的资产会以实际权重出现在Tracking Basket中。但整个ETF仍未披露全部持仓，所以基金整体不能依赖Rule 6c-11，仍属于Cboe Rule 14.11(m) Tracking Fund Shares，并依据个别豁免令经营。
Natixis / NYSE Proxy Portfolio	基金每日公布： - Proxy Portfolio的证券、数量和权重； - Proxy Overlap； - 过去三个月每日Proxy Spread的标准差，即Tracking Error； - NAV、市场价格、折溢价及买卖价差等数据。	模型先对Actual Portfolio进行Factor Model分析。公开的**因子分为三组**： - **市场**类因子； - **基本面**因子； - **行业及板块**因子。 每只基金设定一个Model Universe，可以是S&P 500、Russell 1000或最大的3,000只美国上市股票等基金可投资证券集合。 模型把Actual Portfolio的因子暴露映射到Model Universe，再从中选取一个较小证券子集，生成每日重新构建的Proxy Portfolio，目标是**复制实际组合的日内经济暴露和风险特征。**	NYSE/Natixis方法后来被American Century、Nuveen等申请人通过引用Natixis豁免条件采用，说明它是可许可的平台，而不只是Natixis单一基金结构。 但部分Natixis自有产品后来改为全透明： - Natixis Vaughan Nelson Select ETF和Mid Cap ETF自2024年2月起改为依赖Rule 6c-11的透明结构。 - Natixis Loomis Sayles Focused Growth ETF获批自约2024年10月15日起改为透明ETF，不再公布Proxy Portfolio

资料来源：SEC，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

Precidian ActiveShares 为采用公布 VIIV 模式的另一种半透明主动 ETF，其主要依靠每秒更新的 VIIV、AP Representative 和保密账户实现半透明运作。VIIV（Verified Intraday Indicative Value，经核实的日内指示性价值）依据基金当日真实组合计算，由两个独立计算引擎进行验证，使市场参与者可以将 ETF 市场价格与接近实时的组合估值进行比较；若两套结果计算得到的 VIIV 连续 60 秒相差超过 25 个基点，管理人将请求交易所暂停该 ETF 交易。AP 则通过保密账户完成实物申赎，但并不知道组成 VIIV 的具体证券和权重。该类半透明主动 ETF 的关键不是“公开代理组合跟踪误差过大”，而是 VIIV 计算是否稳定、AP Representative 是否能够低成本执行真实篮子。

申赎机制上，半透明主动 ETF 仍可以使用自定义申赎篮子，但具体情形取决于对应 ETF 所使用的豁免令与交易所上市规则。2021 年 5 月 18 日，SEC 签发 T. Rowe Price 修订豁免令 IC-34272。命令明确其半透明 ETF 虽然不公开每日实际组合，但可以使用包含 Proxy Portfolio 之外证券，或者以不同权重纳入证券的 Creation Basket。该命令所称 Creation Basket 同时涵盖申购时交入和赎回时交出的资产，因此这项权限适用于申购与赎回两端。ActiveShares 的 VIIV 型结构下，相关基金亦于 2024 年通过 IC-35411 获得自定义篮子权限，可使用资产构成或权重不同于实际组合等比例篮子的申赎篮子。2026 年，IC-36207 进一步取消优化篮子及其重合度的事前公开要求，但保留已成交自定义篮子的次日披露等安排。两类机制下获准的基金，均须遵守各自适用的篮子构建与审核、记录保存、信息保密及披露条件，在此基础上使用自定义篮子完成实物申购与赎回。

日本：将组合交易留在基金内部

日本 JPX 将国内主动 ETF 定义为不追踪特定指标的 ETF。每个交易日开盘前，主动 ETF 管理人须公开前一日 NAV 计算所依据的组合信息，未设定代理组合模式。组合信息包括资产名称、数量或价值以及单价等，使市场参与者可以用这套组合估算盘中价值。2026 年 7 月 21 日生效的 JPX 有价证券上市规程同时要求主动 ETF 每日披露总 NAV、每单位 NAV、交易前确定的组合信息、上月业绩和总费用率等。

在申赎机制上，日本 2023 年建立国内主动 ETF 规则时，只开放现金设立和现金赎回结构，没有同步开放实物设立、实物赎回。这一点与日本普通指数 ETF 以及美国主动 ETF 均存在明显差异。现金申购时，指定参与者向基金交付现金，基金或其执行方再在市场买入资产；现金赎回时，基金可能需要卖出资产后支付现金。由此，底层证券交易不再由 AP 通过实物交割直接完成，而是更多留在基金端。由于日本现行纯现金申赎制度，因此主动 ETF 不存在证券交割篮子，即自定义申赎篮子 B 没有适用空间。

加拿大：将篮子作为组合管理工具

加拿大允许现金、实物、混合等多种申赎模式，自定义程度最高，但申赎两端存在明显的不对称。加拿大 NI 81-102 第 9.4(2)条规定，基金份额发行价款可以采用一种或多种方式支付，包括现金、证券或二者的组合；且申购证券并不要求已经是基金当前持仓；赎回端，赎回款也可用现金、基金的资产组合、现金和基金资产组合等方式支付。赎回端交出的证券必须属于基金的 portfolio assets，并按计算赎回 NAV 时使用的估值金额交付，构成了加拿大主动 ETF 申赎最明显的不对称。

信息披露方面，加拿大要求报告发行人投资基金在距财政年末三个月和九个月的季度期末编制 Quarterly Portfolio Disclosure，并在期末 60 日内于指定网站发布；年报与中期财务报告覆盖另外两个期末。相关“投资组合摘要”主要列示前 25 大持仓等规定项目，而非全组合逐日披露。日度披露方面，加拿大没有全国统一的每日真实持仓或代理组合要求，但基金每日向 Designated Broker 和 Dealer 提供申赎篮子。其制度重点是管理人与指定交易商之间的信息和合同安排，公众信息透明度低于实际一级市场参与者。

下载日志已记录，仅供内部参考

韩国：兼顾实物申赎效率与指数约束

韩国主动 ETF 以实物申赎为一般原则，但存在现金申赎和混合申赎机制。韩国主动 ETF 管理人每日需确定并通过 KRX 公布 Portfolio Deposit File，即 PDF，可经交易所、管理人网站或券商交易系统查看。PDF 展示一级市场申赎所需的资产构成，机构投资者通过 AP 向管理人提出 ETF 设立或赎回申请，其原则上均以实物方式进行，并以管理人公告的 PDF 为交割基础。然而，对于以下难以采用实物申购的 ETF，KRX 也允许采用现金申购，具体情形包括：①所联动的价格或指数并不在交易所交易；②交易所或场外衍生品是实现投资目标的重要工具；③基础资产市场、运营效率等因素导致实物申购困难；④KRX 认为适合采用现金申购的其他情形。当前 KB 资产管理的 RISE 全球资产配置主动 ETF 即为全现金申购的案例之一。

韩国在某些特殊情形下允许实物+现金的混合申赎模式。部分主动 ETF 允许对大部分 PDF 证券正常交付，部分缺失证券使用现金替代，并最终再以净值差额结算。以现代资产管理 UNICON R&D 主动股票 ETF 为例，其说明书中规定在交付资产与 PDF 达到规定匹配程度、且管理人批准的情况下，管理人与 AP 可以同意用现金替代缺失成分。

中国台湾：日度全透明信息披露，采用全现金申赎

中国台湾以每日真实组合披露衔接主动管理与场内交易，但全部采用现金申赎模式。每营业日净值结算后，中国台湾的主动 ETF 管理人需通过官网披露当日实际组合 R，并公布次一营业日的申赎清单 B；遇不可抗力，清单披露可延至次日开盘前。申赎机制上，截至 2026 年 10 月 19 日，台湾已挂牌的 33 只股票型主动 ETF 的官方商品资料所列标准申购、赎回方式均为现金。

风险提示

1）境外制度对国内市场适用性有限：境外各市场制度形成于其自身的市场结构、投资者构成与监管传统，相关经验未必直接对应国内产品设计与运行环境；

2）历史经验不预示未来表现：境外主动 ETF 的历史运行表现受特定时期市场条件影响，相关经验未必在未来重演。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，王伟光、孙瀚文，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王伟光、孙瀚文本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司

