



我国ETF发展策略初探

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】我国开放式基金ETF一度取得优异的业绩,但近年来却被大量地赎回而引起份额下降。本文认为市场需求和流动性不足以及ETF运行机制存在的一些缺陷是引起ETF折价的主要原因,并提出了发展我国ETF的对策。

【关键词】封闭式基金 开放式基金 申购 赎回 市场需求 流动性

一、我国ETF发展现状

ETF是一种在交易所上市交易的开放式证券投资基金产品,又称交易所交易基金。ETF管理的资产是一篮子股票组合,这一组合中的股票种类与某一特定指数如上证50指数所包含的成份股票相同,每只股票的数量与该指数的成份股构成比例一致,ETF的交易价格取决于它拥有的一篮子股票的价值,即“单位基金资产净值”。ETF的投资组合通常完全复制标的指数,其净值表现与盯住的特定指数高度一致。比如上证50ETF的净值表现就与上证50指数的涨跌高度一致。

ETF是一种混合型的特殊基金,它克服了封闭式基金和开放式基金的缺点,在交易方式上结合了封闭式基金和开放式基金的特点,既可以在交易所买卖交易,又可以进行申购、赎回。ETF的申购是以组合证券(“一篮子”股票)换取相应的基金份额,赎回则是以基金份额换取相应的组合证券。一般来说,这一组合与该ETF跟踪指数的样本股同比例对应。

ETF最早产生于加拿大,而其发展与成熟则主要在美国。拿美国来说,1993~2003年的10年间,美国ETF资产从4.64亿美元增加到1509.83亿美元,增长了约324倍。截至2004年6月底,全球ETF产品资产总值达到2464亿美元,遍布世界各大证券市场,是近10年来发展最为迅速的金融产品之一,成为一种大众化的投资工具。

目前,我国ETF有5只,分别是上证50ETF、红利ETF、上证180ETF、深证100ETF和中小板ETF。由于产品指数化投资是一个新产品,因而受到了投资者的极大关注,其一上市便吸引了一大批投资者,以致ETF的交易量急剧放大。无论是从绝对投资业绩来看还是从相对投资业绩来看,ETF最近一两年来所取得的业绩都是各类基金中最出色的。

但不可忽视的是,ETF产品推出后,由于一直未能推出配套的ETF认购权证等衍生产品,以致ETF产品的流动性受到抑制,折价十分明显,陷入被大量赎回的困境中。其中,上证50ETF上市日份额为64.34亿份,2005年8月最高达到106亿份,目前只剩30亿份左右;深证100ETF份额由上市日的48.97亿份下降至15.35亿份;深圳中小板ETF份额由上市日的39.66亿份下降至8.98亿份。

二、我国ETF份额下降的原因

1. ETF折价与ETF赎回密切相关。近年来,我国股市走势不稳,投资者进行波段操作和套利操作造成ETF被大量收购赎回,导致ETF折价。由于ETF只接受规模在“创设单位”(如100万份)以上的申购赎回,并且申购赎回的是一篮子股票(指数成份股),这使得市场波动对ETF的申购赎回极具放大效应,因为投资者特别是机构投资者认为ETF是相对稳妥的抄底工具,所以每一次证券行情的短暂反弹以及大盘低位引发的反弹预期都会促使投资者大幅申购ETF以实现波段操作。另外,ETF的套利机制也是ETF被大幅申购的一个重要原因。当市场交易活跃时,ETF就给普通投资者提供了一个当天套利的机会。如ETF在一个交易日内出现大幅波动,且当日盘中涨幅一度超过5%,而收市却平收甚至下跌,这时对于普通的开放式指数基金的投资者而言,当日盘中涨幅再大都没有意义,赎回价只能根据收盘价来计算。而ETF的特点就可以帮助投资者抓住盘中上涨的机会,因为交易所每15秒钟显示一次净值估值,这个净值估值即时反映了指数涨跌带来的基金净值的变化,而ETF二级市场价格随净值估值的变化而变化,投资者可以在盘中指数上涨时在二级市场及时抛出ETF,从而获取指数当日盘中上涨带来的收益。

2. ETF市场的流动性不足。ETF市场流动性和市场深度不足是导致ETF折价的重要原因。统计显示,投资者直接卖出ETF的市场冲击成本要远远大于赎回股票后卖出的市场冲击成本,这说明ETF二级市场的流动性低于其对应的正股。例如,投资者卖出100万份上证50ETF需比卖出100万份ETF对应的成份股组合增加2600元的价格冲击成本;投资者卖出1000万份ETF需比卖出1000万份ETF对应的成份股组合增加约3.2万元的价格冲击成本。这使得投资者倾向于选择赎回股票后卖出ETF。2008年第一季度的数据显示,投资者用ETF赎回股票后有91.6%的赎回股票在当日卖出(不包括当日停牌的股票),这说明投资者需要现金时通常不是直接卖出ETF,而是赎回后再卖出成份股票。

3. ETF市场的需求不旺。就目前市场需求而言,ETF已是证券市场不可替代的重要创新产品。但由于ETF的申购规

模不能低于 100 万元,因而其申购赎回只面对机构和大户,而散户没有足够的资金申购 ETF,只能通过二级市场交易分享 ETF 投资的收益。这就使得 ETF 无法像其他指数基金那样进行大规模的持续营销活动,ETF 的管理份额也无法在散户主导的基金热销大潮中受益。同时,由于我国金融衍生品市场不够发达,缺乏指数期货和期权、备兑权证、ETF 权证和期货等产品,以致投资者对 ETF 等指数化产品的需求不足,投资者也因此失去了利用 ETF 产品对冲风险、实现跨市场套利的机会。在国际市场上,ETF 的业绩通常高于主动型投资基金。相比之下,我国市场有效性不足,股价通常在公司公告重大行为之前提前反应,拥有信息和分析等专业优势的主动型基金通常可以根据相关信息迅速调整其投资组合,获取较高收益。除以上两个根本原因之外,我国 ETF 运行机制上不够完善,也对 ETF 份额变化造成了不利的影响。

三、发展 ETF 市场的对策

1. 完善市场结构,大力发展金融衍生品市场。对比国外 ETF 发展的历程,金融衍生品市场的发展程度和 ETF 规模息息相关。美国资本市场发达,其金融衍生品市场也很发达,从美国的经验来看,与标的指数相关的金融衍生品越多,这类 ETF 的生存空间就会越大,管理份额也会相应增加,而相关金融衍生品较少的 ETF 的境况就没有那么好。因此,我们要在大力发展金融衍生品市场上下工夫,目前可着手进行:①通过上证 50ETF、深证 100ETF 和上证 180ETF 之间的组合,可以构建一个跟踪误差非常小、交易又非常方便的组合。②提高机构和散户对 ETF 产品的认同度,扩大 ETF 的发行份额。③推出股指期货,刺激机构和散户去申购更多的 ETF,促使 ETF 市场交易活跃,扩大 ETF 交易量。

2. 尽快推出 ETF 和 ETF 成份股的融资融券业务。融券交易相当于一种做空操作,证券公司为了适应融资融券试点业务必然用一篮子股票换购或者在二级市场大量买入上证 50ETF 等 ETF 产品,这样会增加市场对 ETF 的需求,从而增加 ETF 的配售份额。具体来说,开展融资融券业务有以下好处:①ETF 可以充抵保证金,且充抵保证金比例较高,持有人抵押 ETF 的意愿强烈,可以促进 ETF 份额增加;②ETF 可以用于融资买入债券,从而促使一定规模的融资金参与 ETF 买卖中;③融资试点初期可买入标的证券一般是沪深两市市值较大和流动性较强的上证 50 指数、上证 180 指数和深证 100 指数成份股,这三只 ETF 将从中受益。

3. 允许 ETF 基金参与新股配售业务。ETF 参与新股配售业务,可以提高 ETF 的收益和业绩,间接推动 ETF 规模的扩大。按照以往的新股市值配售制度,在衡量新股配售收益与风险后,ETF 可以其持有的上市流通股股票市值参与新股市值配售,利用股票一、二级市场之间的价差获取相应的收益,用来弥补交易费用、管理费用和成份股交易费等的损失,并能增加基金的超额收益,实现基金的分红。因为新股在上市当日特别是开盘一段时间内价格通常会上升,股价一般超出发行价一定的幅度,这样就可以将 ETF 配售的新股在当日卖出获得差价,从而使新股上市当日 ETF 的净值估值与当日单位净值

产生差异,这样投资者就有机会从中进行套利,从而吸引更多的投资者购买 ETF。

4. 废除 ETF 申购赎回的“禁止现金替代”制度。当 ETF 成份股频繁出现涨停时,投资者可能因为无法买到一只涨停的成份股而不能通过一篮子股票申购 ETF,导致 ETF 申购规模较小,从而难以弥补赎回造成的规模持续缩水损失。这是我国 ETF 交易过程中的“制度性缺陷”。若将预期涨停的成份股采用“允许现金替代”或者“必须现金替代”的方式,则投资者即使没有某成份股也可以通过现金加上其他一篮子股票申购 ETF。这样,那些长期进行 ETF 申购赎回套利的投资者就会留有部分成份股在手中,再加上基金管理公司提前把一些可能涨停的个股换成“允许现金替代”或者“必须现金替代”股票,则可以减少成份股涨停对投资者申购 ETF 的影响。

5. 推广集合创设机制。ETF 在上市后创设门槛较高,只有一篮子组合证券才能申购 ETF 份额,单只成份股无法参与。如上证红利 ETF 成立后,散户必须要买 50 只红利指数成份股或至少有 50 万元资金才能进行申购。而许多投资者其实手中只有上证红利指数成份股中的几只股票。在这种情况下,有创设资格的证券公司就可以把这些投资者手中的股票集合起来,按比例配成一篮子组合证券去申购该基金的份额,并把申购到的基金份额分配给参与创设的投资者,这样,投资者就可以参与申购红利 ETF。这种方式就称为 ETF 的集合创设机制。这种创设机制既可以满足投资者在 ETF 上市期内申购 ETF 份额的需求,又有利于上市后 ETF 存量规模的稳定和扩大,活跃二级市场,它还可对那些拥有单只股票的投资者以成份股换得 ETF 份额来规避单只股票的风险。

6. 设立开盘后一篮子交易制度。ETF 属于开放式基金的一种特殊类型,它综合了封闭式基金和开放式基金的优点,投资者既可以向基金管理公司申购或赎回基金份额,又可以像封闭式基金一样在证券市场上按市场价格买卖 ETF 份额。不过,申购、赎回必须以一篮子股票换取基金份额或者以基金份额换回一篮子股票。由于同时存在证券市场交易和申购赎回机制,投资者可以在 ETF 市场价格与基金单位净值之间存在差价时进行套利交易。这种套利交易对于活跃证券市场和 ETF 市场都是很有好处的。为了方便投资者进行套利交易,可以由证券交易所给 ETF 成份股组合一个证券代码,允许投资者按照该证券代码进行 ETF 成份股组合的一篮子交易。一篮子交易不受个别股票停牌的影响,可降低投资者买卖 ETF 成份股组合的成本,便于申购和赎回。

主要参考文献

1. 段亚林.产品创新忧思录 写在权证市场逐步萎缩之际.中国证券报,2007-05-18
2. 方军.ETF 的折/溢价和套利机会.上海证券报,2007-01-12
3. 吴慧.上证 50ETF 被大幅申购原因揭秘.第一财经日报,2008-07-28
4. 刘遯,武朝辉,叶武等.我国 ETF 产品份额下降原因与对策分析.中国证券报,2007-01-30