

金融创新推动乐富基金价值再发现

2010年以来,国内资本市场最引人瞩目的就是金融创新的快速推进。3月31日,融资融券业务推出;4月16日,股指期货交易启动。而乐富基金(深交所上市基金)在此过程中也受益匪浅,其价值得到了再发现。

一、乐富基金是期现套利良好的现货标的

1、乐富基金作为期现套利现货标的的优良性质

在期现套利策略中,选择恰当的现货标的是策略成功的一个重要因素。在目前市场中,除了选择沪深300指数的300支成份股或其抽样样本外,乐富基金也是良好的现货标的。例如,对于ETF而言,具有下列特点:

- | 买卖ETF不需缴印花税,只需佣金,交易成本相对较低。
- | ETF的实物申赎机制,使其能紧贴指数走势。
- | ETF流动性较好,且不存在成份股停牌问题,可以方便地实现套利策略。
- | 可以综合考虑ETF的折溢价率及成本,择机申购或买入。
- | ETF替投资者处理成份股分红,而买股票要投资者手动处理分红。
- | ETF可以变相实现“T+0”,如果存在机会,可以实现期现套利当日平仓。
- | 阶段性行情中,部分ETF可能相对于沪深300指数可以获得Alpha收益。
- | 在海外市场,个股受卖空限制,必须遵循uptick rule,而ETF不必。

对于深交所的LOF,由于部分基金跟踪标的恰好为沪深300指数,其能紧密跟踪指数走势,且流动性不错,亦可以作为期现套利的良好现货标的。

2、选择乐富基金作为现货标的的技术要点

我们认为,在国内实施乐富基金和沪深300期指的套利策略,需考虑如下因素。

(1)套利的总体规模

这需要综合考虑现货市场和期指市场的规模。比如,从ETF市场看,目前国内共有18支ETF,其中15支上市,总体规模达800多亿元(假定联接基金全部申购成ETF),从期指市场看,期指推出七个多月以来流动性较好,只要买卖合约的量不是非常大,一般情况下均能完成交易。

截至2010年三季度末,易方达深100ETF的资产规模为223.56亿元,是国内规模最大的ETF,因此在当前市场中其容量足以满足套利资金的需要。

对于LOF,截至2010年11月底,深交所LOF(非分级)基金中,共有7支直接跟踪沪深300指数,总规模达450亿元左右。其中嘉实沪深300以334亿元的规模高居榜首,同时它也是国内最大规模的公募基金。

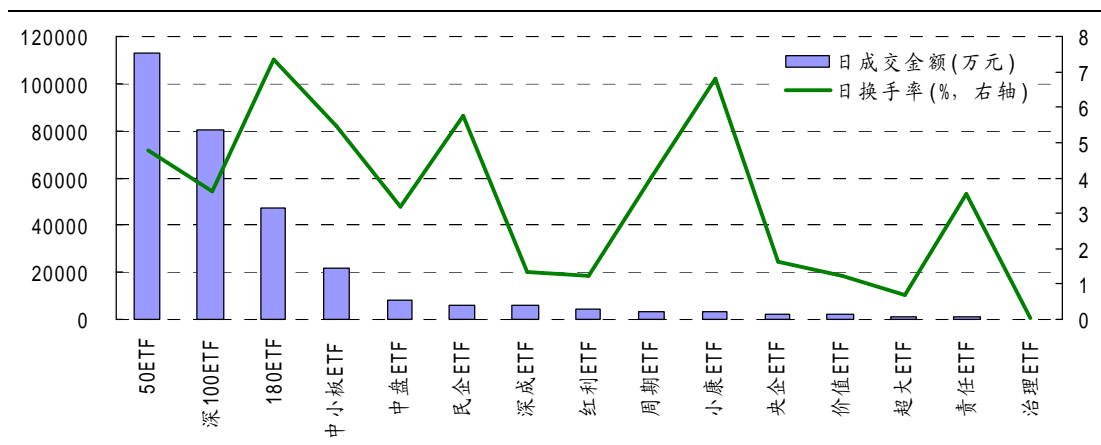
(2)流动性冲击

微观流动性要考虑的方面包括:基金买卖时的冲击成本及价差;期货市场开平仓的冲击

成本及价差和实时订单量等。从宏观流动性看,基金的成交金额和换手率是值得考虑的因素。

自股指期货推出以来,ETF的流动性保持了良好的情况。比如,深100ETF日均成交金额超过了8亿元,深100ETF和中小板ETF的日均换手率分别为3.62%和5.46%。而LOF中成交最活跃的嘉实沪深300,日均成交额也达到了5000万元左右,亦能满足投资者的需求。

图1 ETF日均成交额和换手率(20100416-20101203)



资料来源: 国泰君安证券研究、WIND

(3)基金二级市场的折溢价率

在二级市场购买乐富基金能获得实时确定的价格,可以动态衡量期现价差。不过,折溢价率也会对期现套利结果造成一定影响。如果做正向套利,买入乐富基金时能折价取得,则会对套利带来正贡献,而溢价购买则构成了套利成本;而在平仓卖基金时,折价卖会减少套利收益,而溢价卖则能带来正向贡献。

(4)乐富基金的选择

对于ETF,可以选择单一ETF或是ETF组合。在单一ETF的选择上,需要考动态跟踪其与沪深300指数的相关度。如果采用ETF组合,则原则是用尽可能少数量的ETF不重复且不遗漏的覆盖沪深300指数成份股。此外,股指期货合约价值和ETF最小交易单位代表金额的匹配问题也是非常重要的,特别是涉及ETF一级市场的申赎时。

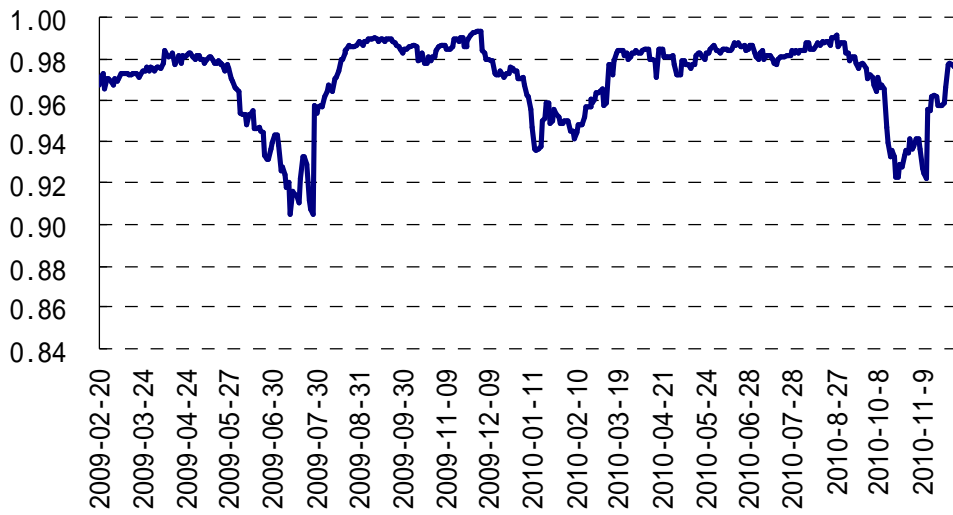
而各项因素中,乐富基金跟踪误差在很大程度上影响期现套利的结果。影响跟踪误差的因素主要有:仓位、成份股调整和成份股权重变化、指数复制方法、基金规模、基金费率和关联方投资约束等。比如,仓位的大幅波动就需要投资者实时测算乐富基金的Beta值,而规模较大的基金应对一定规模的申赎冲击受到影响相对小于规模较小的基金。易方达深100ETF和嘉实沪深300规模都较大,能很好控制申赎冲击对跟踪误差的影响。而从仓位看,深100ETF一直维持满仓状态,嘉实沪深300的仓位也一直在93%-95%之间,减少了Beta时变的不确定性。

3、易方达深100ETF和嘉实沪深300与期指套利实务

在实际操作中,利用深100ETF和沪深300指数期货进行期现套利是切实可行的。深100

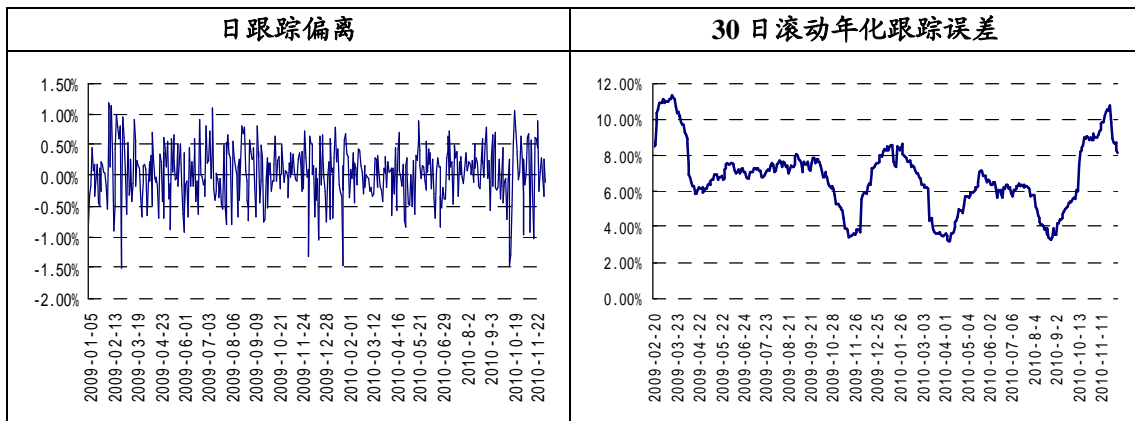
指数和沪深 300 的 30 日滚动相关系数基本维持在 0.96-0.98 之间。深 100ETF 净值对沪深 300 指数的日跟踪偏离大多维持在 $\pm 0.50\%$ 之间，年化跟踪误差在 6% 左右，风险可控。嘉实沪深 300 净值对沪深 300 指数的日跟踪偏离大多维持在 $\pm 0.10\%$ 之间，年化跟踪误差在 1.5% 左右，体现了良好的跟踪效果。

图 2 深 100 指数和沪深 300 指数 30 日滚动相关系数



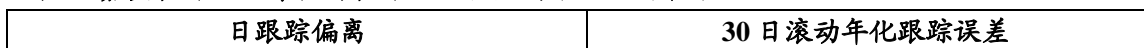
资料来源：国泰君安证券研究、WIND

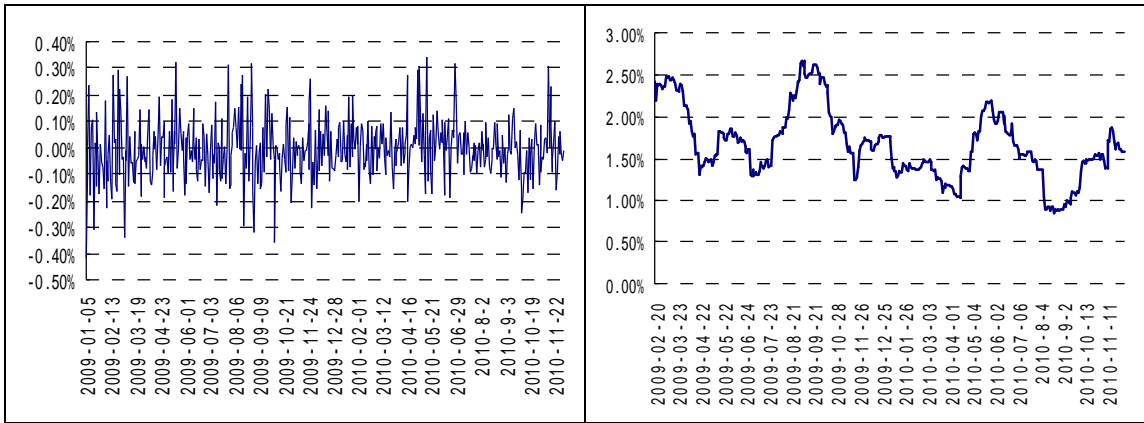
图 3 深 100ETF 净值对沪深 300 指数的跟踪偏离和跟踪误差



资料来源：国泰君安证券研究、WIND

图 4 嘉实沪深 300 净值对沪深 300 指数的跟踪偏离和跟踪误差





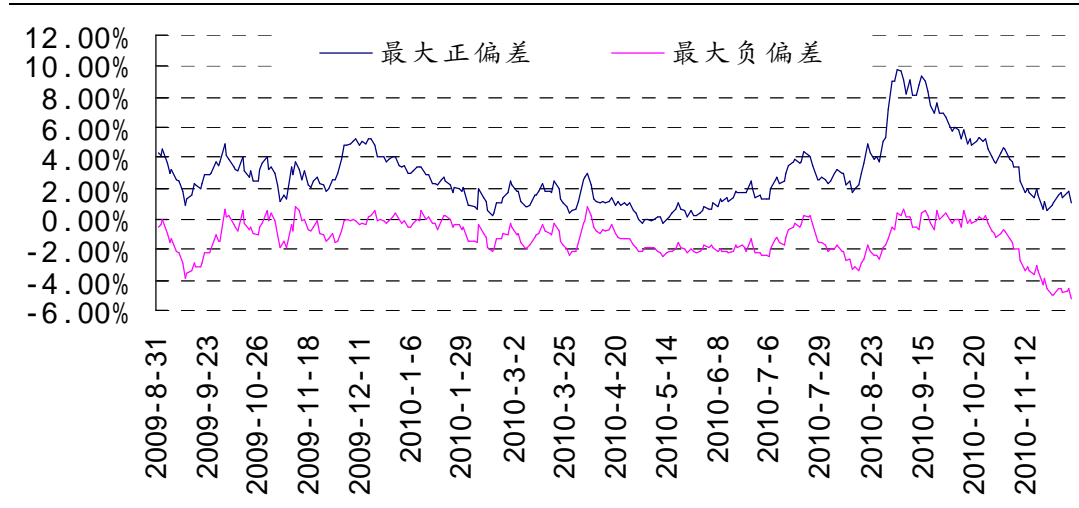
资料来源：国泰君安证券研究、WIND

4、乐富基金的 Alpha 套利

除了常规的期现套利之外，乐富基金多彩的风险收益特征，也可以使其与期指搭配，实现 Alpha 套利。

比如，从深 100ETF 二级市场价格对沪深 300 指数的跟踪偏离看，其滚动的 44 个交易日期间最大跟踪正偏离的均值在 4% 左右，而最大跟踪负偏离的均值则约 2%。正偏离的绝对值明显高于负偏离，表明深 100ETF 相对于沪深 300 指数存在正的 Alpha。投资者除了可套取期现价差外，还有机会获得深 100ETF 相对于沪深 300 指数的超额收益。

图 5 深 100ETF 价格对沪深 300 指数滚动 44 个交易日期间最大跟踪偏离



资料来源：国泰君安证券研究、WIND

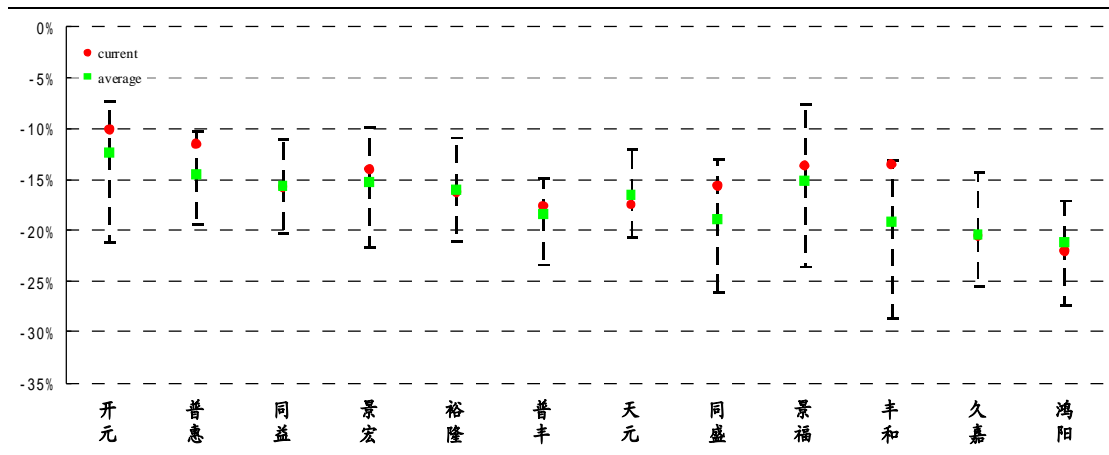
在其他的乐富基金方面，跟踪中小板指数、中证 500 指数的乐富基金，也阶段性的存在对沪深 300 指数的超额收益。

又如对于瑞和小康及瑞和远见而言，其杠杆分区的特征也提供了很多 Alpha 套利的机会。例如，当瑞和 300 净值 1 元左右，构建“瑞和小康 + 1 倍价值期指空头”的组合，若沪深 300 指数下行，瑞和小康市值损失可被空头合约盈利抵消；若沪深 300 指数上行，瑞和 300 净值不超 1.10 元范围内且小康折价率不变时，小康市值盈余约为空头合约损失的 1.6 倍（这个倍数随小康折价率缩小而增大）；当瑞和 300 份额净值在 1.10 元时，构建“瑞和远见 + 0.4

倍价值期指空头”的组合，若沪深 300 指数下行，在瑞和 300 净值不低于 1 元范围内，远见市值损失可被空头合约盈利抵消；若沪深 300 指数上行，远见市值盈余为空头合约损失的 4 倍（远见溢价率不变基础上，远见溢价率增大将使组合盈余更大）。

而封基的折价，也使得其结合沪深 300 指数期货有望获得 Alpha 收益。截至 2010 年 12 月 3 日，乐富基金中的传统封基仍有 15% 左右的折价。采用买入封基+卖出期指的策略，可以较为稳定的套取其折价。

图 6 乐富基金中传统封基最近一年折价率分布



资料来源：国泰君安证券研究、WIND

总之，乐富基金凭借其良好的跟踪效果，不错的流动性和多元的风险收益特征，是期现套利良好的现货标的

二、融资融券业务中，乐富基金价值高

根据《关于融资融券业务试点初期标的证券与可充抵保证金证券范围的通知》，ETF 可以作为充当担保品的抵押物，在基金品种中享受最高的折算比例(交易所规定 ETF 最高折算率为 90%，而股票最高折算率为 70%)，其余乐富基金折算比例也较高（交易所规定其余乐富基金最高折算率为 80%）。事实上，目前各家试点券商普遍对乐富基金给予较高的折算率。而当融资融券业务全面铺开，乐富基金有望进一步作为融资融券的标的证券。

表 1 融资融券可充抵保证金证券范围和折算率

可充抵保证金证券品种		折算率
A 股	上证 180 指数成份股	不超过 70%
	非上证 180 指数成份股	不超过 65%
	被实行特别处理和被暂停上市的 A 股	0%
基金	交易所交易型开放式指数基金 (ETF)	不超过 90%
	其他上市基金	不超过 80%
债券	国债	不超过 95%
	其他上市债券	不超过 80%
权证	权证	0%

资料来源：国泰君安证券研究

除了股指期货和融资融券，我们期待未来将有更多的金融创新，而乐富基金也将在这些创新中体现更大的价值。

（来源：证券时报 日期：2010-12-13 作者：国泰君安证券销售交易总部 吴天宇）