

ETFs的发展及我国的借鉴

叶忠宁

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

摘要:近年来,ETFs在发达国家金融市场得到快速发展。ETFs有其独特的运作机制。我国引入ETFs有一定的现实意义。为使ETFs能发挥出其应有的作用,必须解决好几个相关的问题。

关键词:ETFs 套利机制; 指数基金

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** B **文章编号:** 1008-4428 (2003) 05-0021-02

ETFs(Exchange-Traded Funds,即证券交易所交易基金)是在指数基金、开放式基金和封闭式基金的基础上发展起来的一种衍生性产品。它既具有指数基金、开放式基金和封闭式基金的基本特征,同时又具有自身的特性。ETFs最初的产生是金融中介机构为大的机构投资者提供对冲投资工具而创设出来的产品。在美国20世纪70—80年代,大的机构投资者有一种需求,即希望通过一次性的买卖报价来实现一揽子证券组合的交易,作为一种对冲工具来配合其他基础性投资。到了80—90年代,随着市场的变化和产品创新步伐的加快,中小机构投资者和个人投资者也对这样的投资工具有了一种需求,也希望通过简单便利的一次性交易来实现对一揽子股票组合的投资。在市场需求的作用下,ETFs开始出现并得到迅猛发展。

一、ETFs的运行机制

ETFs为投资者同时提供了两种不同的交易模式,它们分别类似于传统的封闭式基金和开放式基金的交易方式。一方面,投资者可以在一级市场交易ETFs,即进行申购和赎回;另一方面,投资者可以在二级市场交易ETFs,即在交易所交易。ETFs的双重交易机制导致了两个市场间存在套利的可能。

1、ETFs的一级市场交易

ETFs的申购和赎回一般都有规模上的限制,要求其申购和赎回的规模为设立单位(Creation Unit)的整数倍。不同的ETFs其设立单位的规定也不一样,但一般都要求较高。如SPDRS的设立单位为5万个基金单位,盈富基金的设立单位为100万个基金单位。因此,ETFs的一级市场交易实际上是面对机构投资者和资产规模较大的个人投资者的,一般的散户投资者不可能有如此大的资金实力参与ETFs的一级市场交易。ETFs的交易价格以单位资产净值为准,在交易量上没有交易规模的限制,也不设固定的存续期限,投资者可以随时进行申购和赎回,如同一般的开放式基金一样。

2、ETFs的二级市场交易

与ETFs的一级市场交易不同,ETFs的二级市场交易没有类似于“设立单位”的规模限制,只受交易所规定的基金交易单位限制。因此,ETFs的二级市场交易是面对所有投资者的,不仅机构投资者和资产规模较大的个人投资者(ETFs一级市场参与者)可以进行ETFs的二级市场交易,而且普通的散户投资者

也可以在交易所买卖ETFs。

ETFs的二级市场交易与在交易所挂牌的普通股票完全一样,投资者可以在交易所开市的任何时间以现金的方式以市场实价进行交易。交易实价有可能高于或低于ETFs的单位资产净值。与封闭式基金不同的是,ETFs的二级市场交易价格通常与基金净值间的差异较小,而封闭式基金的交易价格则通常会有较大的折价或溢价。

3、指数化的投资工具

ETFs是以某一个特定的国内或者国外市场指数为基准指数,采用完全复制或统计抽样等方法跟踪该基准指数,以期获得与该基准指数相近的收益率。

4、ETFs的套利交易特征

由于ETFs既可以在一级市场以基金净值进行交易,也可以在二级市场以市场实价进行交易,当二级市场交易价格与一级市场交易价格,即基金单位净资产值产生差异时,就会出现套利机会。套利机会的出现将引发投资者的套利行为,而投资者的套利行为又将减小其套利空间,最后导致二级市场交易价格趋近于基金净值。

当二级市场ETFs处于折价交易时,套利者就到二级市场以低于净资产值的价格买入ETFs股份或单位,达到创设单位要求后,再到一级市场向基金发起人以净资产值赎回一揽子证券组合从中获利。当二级市场上ETFs供应量减少时,ETFs的价格就会慢慢上去,与其净值趋同。当ETFs二级市场价格处于溢价交易时,套利者就先买进一揽子证券组合,然后以净资产值向基金发起人创设ETFs股份或单位,再到二级市场以高于净资产值的价格卖掉ETFs股份或单位从中获利。当二级市场上ETFs供应量增加时,ETFs的价格就会降下来,与其净值趋同。值得注意的是,由于申购或赎回的规模要求为“设立单位”的整数倍,这在一定程度上限制了套利机制的作用。此外,投资者赎回的是一揽子股票,当投资者想在二级市场上抛售股票套利时,可能由于流动性的限制(如大量抛售使得基础股票的价格下跌)而无法实现套利。所以,只有当溢价或折价的幅度较大时,才会触发套利行为。由此,ETFs的折价或溢价现象并不能完全消除,其交易价格与净值只能是趋同而不是完全一致。

二、ETFs快速发展的原因

1、ETFs的实用性强 (1)ETFs独特的双重交易机制赋予

作者简介:叶忠宁(19 -),男,福建寿宁人,厦门大学经济系硕士研究生。研究方向:经济思想史。

投资者更多的交易灵活性,投资者有更大的余地在一级市场和二级市场按照自己的战略与目标进行投资操作。比如,在一级市场上,机构投资者可以通过ETFs的以实物证券为基础的创造/赎回机制来买卖大笔证券,以避免在市场上直接买卖股票对市场引发的震荡。(2)在二级市场上,投资者可以在交易所开市的任何时间以现金的方式以市场实价进行交易,从而为短期内需要操作投资的投资者提供了很大的便利。(3)散户投资者购买一个ETF股份或单位一般只需5—150美元,而共同基金的最小投资额则在1000、2500、3000美元以上。

2. 成本相对较低 由于ETFs本身采用被动型的指数化投资战略,不需要较高的研究和交易成本,因而费用比率比较低。另外,ETFs和指数基金一样,只有在所跟踪的指数发生变化时,基金内部才做一定规模的买卖,所以ETFs的市场换手率很低。因而其市场换手率和费用比率显著低于传统的共同基金。

3. 税收节约 当开放式基金股份的赎回增加,并超过一定限度的时候,基金不得不变现所持股票来满足投资者赎回的需要,从而产生资本利得而需纳税。而且这种税收负担将由所有的基金投资者承担,而不仅仅由赎回股份的投资者承担。ETFs投资者要求基金股份赎回的时候,他们得到的是一揽子实物股票而非现金,因而无须交纳资本利得税。

4. 透明度高 ETFs每日要披露大量的信息,如:该ETF挂牌上市的交易所要实时披露交易日内该ETF股份或单位的交易价格;每隔15秒钟,要披露与该ETF股份或单位相对应的证券组合的市值和一小部分现金余额;还要披露该ETF一级市场所存托的与基金设立单位相对应的证券组合。该ETF拟和的市场指数提供机构要披露交易日内该市场指数所代表的市值等。诸如此类的信息披露,能使该投资者和套利者及时了解该ETF的单位资产净值情况,从而做出投资决策。

5. 没有封闭式基金大幅折价的情况 由于存在套利机制,ETFs的二级市场交易价格是趋于其单位资产净值的;而封闭式基金在多数情况下处于折价状态,交易价格很少与单位资产净值趋同。

三、我国引入ETFs的意义

1、ETFs的推出将促进我国指数基金的发展

统计分析表明,大多数专业的基金管理人并不能取得超过大盘的收益。指数化投资将成为那些不希望承担基金经理主动投资风险和基金选择风险的个人和机构投资者明智的选择。指数基金的推出可以丰富我国基金业的产品结构,满足更多投资者的需求。

2、推出ETFs,对基金管理者也是机构投资者来说,也是管理理念的一个变革

对于ETFs类的指数基金,基金管理者只需更多地在提升复制指数的能力上下功夫,减少跟踪误差,由指数风格来保持其对投资者承诺的投资风格,使投资者取得与指数一致的回报,从而建立市场对专业机构投资者的信心,建立机构投资者的诚信。从长期来说,提高专业资产管理水平,改变投资管理理念,建立一支真正的、成熟的、实力雄厚的专业理财基金经理队伍,奠定合格机构投资者的基础,可以推动市场进一步成熟。

3、降低交易成本

目前我国买卖开放式基金的成本相对较高。由于开放式基

金在我国刚刚起步,其在人员培训、设备安装、服务宣传方面须投入巨大的人力、物力和财力,在开放式基金发展之初,希望其费用大幅度降低显然是不切实际的。而ETFs的二级市场交易方式可以很好地解决这一问题。

四、我国引入ETFs需要注意的问题

1、增加市场透明度,提高市场有效性

ETFs是指数型基金,指数型基金是基于市场有效性假设采取被动式管理模式的基金。市场有效性的存在,使任何利用基本分析选择股票,利用技术分析把握时机,寻找套利机会跑赢大势的主动管理的成功概率缩小。使得用股票价格计算的市值加权来计算的指数,能相对真实地反映各种指数所定义的原则基础,能规避系统性风险。投资者就可以从被动式投资方式中赚取与指数表现相同的回报率。我国目前证券市场还不成熟,信息披露问题严重,市场有效性差。在这种大环境下,追逐内幕信息、积极挑选股票的方式还是能够获得较高的利润。因此,国内现有的大多数基金还是以主动性管理的方式运作资产,完全被动性的指数化投资还没有合适的土壤,追求市场平均利润水平的投资概念尚未得到市场的充分认可。因此,必须加强对公开信息真实性和准确性的要求,不断增加市场透明度,提高市场有效性,为发展ETFs培育出应有的市场空间。

2、尽快推出相关指数

ETFs的拟和目标是相关市场指数,良好的目标指数是ETFs成功的关键之一。一个理想的指数应具备容易理解、容易复制、容易预测、具有较强的市场认同度、完全独立并遵守法规规定等特点。目前我国的股票指数种类繁多,既有现阶段得到广泛应用的上证综合指数和上证30指数、深证综合指数和深证成份股指数,也有各类国内机构自身编制的股票指数如新华指数、新华富时指数、中信指数。此外,许多国际知名企业也自行编制了中国股票指数,如道琼斯88中国指数、摩根士丹利中国自由指数等等。深沪综合指数是目前市场认同度最高的指数,但由于其成份股变动频繁不易复制,一般不适于作为ETFs的目标指数。现有的深沪成份指数存在透明度不够高,市场认同度不够的问题,其他的指数则市场认同度更低,因此,我国现有的证券市场指数都不是ETFs理想的投资目标,为了适应我国未来指数投资和ETFs发展的需要,应尽快建立相关的系列市场指数,包括股票指数、债券指数,市场整体指数、板块指数等。

3、在不同的发展阶段,推出ETFs的品种应有所侧重

ETFs在品种上可以划分为整体市场的ETFs和行业的ETFs两类。我国在发展初期推出的ETFs应当是整体市场的ETFs,以后随着ETFs市场的不断发展和ETFs规模的不断扩大,再逐步推出行业的ETFs。

这涉及到不同发展时期ETFs推出品种的调整。

参考文献:

- [1] 张玲. ETFs的组织结构[J]. 证券市场导报, 2002, 2.
- [2] 王霞. 我国发展ETFs的必要性、当前的主要问题及对策[J]. 国研网.
- [3] 王霞. 海外ETFs交易模型[J]. 证券市场导报, 2002, 6.
- [4] 左小蕾. 软条件建立是重中之重[J]. 中国证券报, 2002, 10.