

# 交投冷清频现零成交 做市商成“做市伤”

## 交易型基金遭遇成长的烦恼

□本报记者 蔡淑彦

今年多家基金公司都在积极布局交易型基金产品,尤其是ETF和分级基金。然而,很多基金场内交投冷清。仅从9月前两周数据来看,30%的创新型封闭式基金和60%的LOF基金成交总量低于100万份,有的甚至常常零成交,ETF基金中也有3只交易显著不活跃。ETF、分级基金套利这块的机会已经非常少了,赚不着什么钱。”有业内人士如是说。据记者调查发现,交易型基金无法满足投资者的“交易”需求,问题出在“产业链”的各个环节,投资者认知不足、做市商“缺乏利益驱动,而基金公司更多关注于发行‘播种’、摊薄成本。

### 挂单一周无人问津 “零”成交的交易型基金

今年上半年债市调整,小曾(化名)认为调整后债市风险不大,想逐步抄底,于是6月通过场内市场买了一只杠杆债基,然而,债市并未停止下跌。7月底时,小曾本打算卖出止损,挂了几天的卖单,眼巴巴看着都没有成交,只得逐步补仓摊低成本。到了9月,股票市场涨势明显,小曾眼瞅着大盘蓝筹一片火热,自己拿着的那只杠杆债基净值下跌交投冷清。与其坐等债市回暖,不如减仓债基增配股基,小曾于是每天挂单,但挂了一周还是没有卖出,该杠杆债基甚至一周几乎没有成交量。

如果想卖,就必须按买一价报价,当时是溢价买的,按买一价成交损失很大;对于想买的人也一样,想成交就只能按卖一价报。但是,每天的卖一价和买一价之间都相差两三毛钱,所以经常一天都没有动静。”小曾对自己当时买这只“僵尸”基金懊悔不已,真希望自己变成“植物”。

其实,小曾遇到的分级债基的流动性问题存在已久。一位分级基金的基金经理表示,和分级债基不一样,分级债基的投资标的债券收益波动性很小,交易功能比较弱。之所以提供上市交易功能,主要是为投资者提供一个退出的方式,能让投资者对收益有所预期,尽管成交常常是折价。另有基金公司产品部有关人士直言,分级基金的产品定位并不是交易型工具,而是通过结构化来满足不同类型投资者的需求,A类份额低风险、有预期收益,B类份额的投资者可获得一定的杠杆。而因为这类产品封闭期有几年,会让投资者感觉无法退出,才设计通过上市给投资者提供一个退出的机制,而能不能实现退出则取决于

于市场。所以从产品定位上来看,基金公司也没有必要费力提高产品的流动性。

与小曾经历相同的基金经理者并不少,存在流动性问题的也不止分级债基一类。目前交易型基金主要分为三类:ETF(交易所交易基金)、LOF(上市型开放式基金)以及分级基金上市交易份额。各类交易型基金中均存在场内交易冷清的问题,根据同花顺iFinD数据显示,9月前两周成交量低于1百万份的基金中,ETF产品有3只,日均成交低于百万份的基金多达24只;LOF基金的交投不活跃问题更为显著,半个月来有55只成交量小于百万份,占LOF基金总量的60%;分级基金中,约30%的基金成交量低于百万份,分级债基的流动性相对较差。

上述分级基金经理指出,交易型基金的流动性不足原因非常复杂,涉及产品设计、交易机制、投资者结构等多方面因素。从产品层面来看,LOF基金只为投资者提供了单边买入或买入基金份额的功能,不存在套利机制;ETF基金存在一二级市场之间的折溢价套利机制,本质是将股票进一步资产证券化;分级基金存在拆分机制,也具备套利机制。一位基金公司产品设计人士也认为,交易型产品流动性的差异与投资策略有关,如果一个产品,既能做配置,又能套利,玩的人多,自然流动性好。如果功能单一,受众又很窄,流动性也会不好。

除了产品设计本身,另一个被业内几乎公认的流动性不足的原因就是,国内缺乏做市商机制。尽管交易所已经通过设置流动性服务商引入了做市商制度,然而这些做市商也存在自己的困境。

对于国内的做市商来说,和基金公司合作主要还是靠分仓,但是基金公司又常常拖欠或者达不到,所以券商做这块的动力也不足。有家券商的一个女业务员因为年终考核没完成,被领导批评了。”常和券商打交道的基金业内人士老闫(化名)说,最近见了以前有业务往来的券商朋友都很尴尬。做市这块在券商内部也存在矛盾,一般做市是由券商的自营在做,然而跟我们谈合作业务的是其他部门,他们各部门之间利益如何分配,也是个问题。”老闫说道。

似乎,令老闫尴尬的问题很难短期内解决。除了分仓,做



IC图片

### 无利可图 做市商成做市“伤”

市商很难依靠套利等其他渠道来赚钱。ETF、分级基金套利这块的机会已经非常少了,赚不着什么钱。如果一个产品没人玩需要做市,尽管有套利空间存在,但是没人和你交易也完不成套利;如果一个产品的流动性好,那它的套利机会肯定不会多。”一位基金公司的产品部人士介绍,如果做市商想通过制造套利空间来吸引套利资金参与,提升基金流动性,面临的成本会非常高。制造套利空间是逆势而行,逆着市场行为打出溢价或者折价,这个投入属于沉没成本,也不一定真能打出来空间。”

在美国,做市是一种市场

行为,做市商自身存在利益驱动。美国的ETF只有做市商才有资格在一级市场申赎,做市商相当于一个批发商,从基金公司手里拿货能得到一点折扣,然后再零售给投资者,能赚到一定差价,而且还可以通过做波段、做套利挣到钱。我们没有这种机制,也很难再去效仿人家的模式了。”该产品部人士说道。

据了解,有的中小型基金已经在寻求其他方式与做市商合作。由于该公司股票交易量非常小,所以选择与没有交易量需求的机构协商,以其他方式给予其做市报酬。该公司有关人士介绍,会邀请券商或私

募来为其分级基金做市。国内一些机构开发出的策略,可以通过高频交易赚到价差,当然,做市商的价差要控制得非常小,做市商通过高频交易和挂单帮助基金提升场内“人气”,基金公司自然要给予其一定报酬。

老闫坦言,基金公司在找券商做市这块也有自己的忧虑。做市商的确很重要,但是基金公司又担心大家都过度依赖于做市商会导致其提价,最后做市这块的成本变得很高,最后做市商做肥了,产品的规模也没做上去。”对于基金公司而言,长久之计还是要把投资者教育进行到底。

### 培育“阳光” 战胜“僵尸”

我周围有好多在基金行业做了很久的人还都不知道分级基金是啥东西。”某分级基金业内领先的基金公司副总认为,对于工具类产品而言,投资者教育更为重要。最重要的是告诉投资者分级到底是什么。场内客户非常聪明,信息捕捉能力非常强,只要告诉这些客户有什么样工具,他们自然会判断买卖时点。”

与其抱有同样观点的另一位业内人士表示,目前来看,国内交易型基金做得好的基金公司确实在市场培育上下了大力。

有的公司专门为ETF产品在各券商营业部举办了上百场的培训。有的基金公司一直派人在银行网点宣讲、介绍,经过培育,人

家现在基金规模也做得挺大。”

国外的基金公司对交易型基金的投资者教育也非常重视。据了解,全球最大的ETF的提供者iShares,几乎没有销售渠道,早期通过多年不断地宣传、推广,随后借助市场时机,才获得了投资者的认可。由于投资者结构存在差异,在我国,投资者培育或许更为重要。国外基金投资者结构机构占比较多,工具类产品里机构占比更高,但是国内基金投资者仍然散户化比较严重。国外交易型基金已经发展了20年,而我国还不到10年,在市场培育时间上相差很多,国内投资者对交易型基金的认知需要一个过程,需要包括基金行业、交易所、券商等各方的合力。正如一位基金业内人士所言,对投资者的教育,应该由基金公司、交易所和做市商三方面来合作去做,因为我们三方都是其中的受益者。”

另一个不应被忽视的问题是,如何处理那些“先天不足”、“后天难改造”的交易型基金。

随着交易型基金数量的不断增加,会有越来越多的“僵尸”基金存留在场内角落,既不能为投资者提供流动性,也不能为基金公司贡献利润。一位基金公司产品部人士表示,国外也有流动性不好的交易型基金,由于国外基金产品的退出机制很多,基金管理人可以选择合并或者消除,例如,如果基金规模很小了,维护的成本高于带来的收益,那么管理人就会考虑退出的问题。理论上讲,国内基金公司也应当衡量,0.5%的管理费收入,扣除基金经理薪酬、系统费用、交易费用等等,如果规模太小就会亏钱。国内毕竟没有基金退出的先例,谁也不敢先尝试,因为不清楚产生的市场影响究竟如何。不如就放着等机会。”

不甘心放弃市场时机,摊薄成本或许是一条折中的路

径。如果交易型产品的数量发很多,那么一些固定的费用,例如系统投入、基金经理报酬,平均摊下来的成本就会比较低。所以,也可能有的基金公司为了摊薄成本,多发些基金。”上述产品部人士表示,有实力的大型基金公司大量发行交易型基金,主要目的其实是为了“播种”。“一方面,把种子种上,如果未来市场机会来了,规模就上去了,比如蓝筹股大涨,50ETF、180ETF就上来了;另一方面,国内基金公司对自己的战略定位还很清晰,国外成熟市场的基金公司都有一定的特色,很少是大而全的。但是国内基金公司不清楚自己未来是iShares还是Fidelity,所以这条线还不能丢。”