



视觉中国图片

## “披着ETF套利的皮,行T+0自成交之实” 揭秘操纵ETF变相T+0“灰幕”

□本报记者 徐文擎

### 操纵ETF: 变相股票T+0再被罚

1月23日,证监会接连公布四起因操纵股票ETF形成不公平交易而被行政处罚的案件。杭州阳昊投资、福建道冲投资,以及个人投资者封建华、王永柯,分别在自己实际控制的单一账户或账户间进行不同ETF的产品交易,影响其交易量,变相进行相应ETF与相应成分股日内回转交易。

其中,阳昊投资在涉案期间操纵50ETF、180ETF、深100ETF共3只ETF产品,道冲投资操纵深100ETF、中小板ETF、中小300ETF共3只ETF产品,均产生交易亏损,相关责任方分别被证监会处以50万元和160万元的罚款。

封建华操纵商品ETF、超大ETF、非周ETF、红利ETF、金融ETF、能源行业ETF、消费ETF、央企ETF、治理ETF共9只ETF产品,王永柯操纵创业板ETF、深红利ETF、深100ETF、中小板ETF共4只产品,在交易期间非法获利501万元和453万元,证监会采取“罚一没一”的原则,分别对二人罚没1002万元和906万元。

实际上,这并非证监会第一次对操纵ETF的行为进行打击。2018年10月,北京礼一投资、济南华尔泰富投资等私募机构也曾因为操纵ETF获利而被证监会处罚。其中,北京礼一投资在44个交易日内,操纵单一账户或账户之间的50ETF相互交易的总额为39亿元,影响50ETF交易量,相关责任方共被处罚130万元;济南华尔泰富在29个交易日内,操纵单一账户或账户之间进行深100ETF交易,影响深100ETF交易量,非法获利2063万元,华尔泰富投资因此被没收违法所得、并被处以相同金额的罚款,其实控人和总经理也分别被罚款30万元。

当然,上述涉事公司及当事人均提出了申诉意见,主要集中在操纵市场并非其主观目的;ETF具有难以被操纵的特性,账户内自成交的行为事实上无法误导其他投资者,当事人交易行为未造成异常或虚拟的ETF交易量,实际效果并未构成操纵市场;处罚过重等。

证监会根据实际掌握的证据,对上述申诉意见不予采纳。证监会认为,上述涉案公司及个人在自己实际控制的账户之间进行多只ETF交易的行为,对相应ETF产品交易量造成了影响,放大了同期成交量,干扰了市场正常交易秩序。同时,账户组相互交易的行为掩盖了市场真实供求关系,扭曲了正常的价格形成机制。上述行为被《证券法》第七十七条第一款第三项所明确禁止,符合操纵行为的特征。

另外,ETF交易为投资者提供了一种交易产品和交易机制的选择,投资人可以进行正常的申赎套利机制,但相关交易不能违反法律和有关交易规则的规定。《深圳证券交易所交易型

证监会的四起处罚再次将操纵ETF以实现股票T+0回转交易这一手法推上了风口浪尖,被罚金额最高超过千万元。

不过,相比起巨额罚单,量化私募从业者更关注的是此时的处罚是否会给正常的套利策略蒙上灰色阴影。

“这次处罚的四起案件,表面上用的是ETF套利的方式,但做的却不是ETF套利的事情,本质是突破T+1的限制,实现了个股的T+0和自成交,这才触犯了监管底线。它与正常的ETF套利压根儿不是一回事。”一位资深量化私募总经理祁鸣(化名)急切地想为ETF套利策略“正名”。

《开放式指数基金业务实施细则》第二十一条及《上海证券交易所交易型开放式指数基金业务实施细则》(以下简称《实施细则》)第二十二条规定,当日申购的基金份额,同日可以卖出,但不得赎回。上述机构通过在自己实际控制的账户之间进行交易,实现了当日申购的基金份额当日赎回,并通过卖出赎回的股票,变相实现股票T+0交易。上述交易行为违反了《实施细则》的明确规定,亦构成与在股票市场按照T+1交易规则进行交易的其他投资者的不对等交易,形成了不公平的交易机会。

“不难发现,上述案件中有很多相似点:其一,操纵的都非热门的ETF如沪深300ETF,其中不少还是非常冷门的ETF种类;其二,利用多个账户之间对倒交易影响ETF交易量,案件中当事人操纵的ETF交易量均超过其当日市场交易总量的5%;第三,涉案期间都是在市场大幅波动的时刻,上述被曝光的6起案件大多发生在2015年6月15日至8月中下旬期间。”祁鸣称。

### 交易复盘: 识破自成交的“障眼法”

多位量化私募操盘手及业内资深人士试图为中国证券报记者复盘案件中的交易过程。

“这件事情的‘巧妙’之处在于,看似用的是ETF套利的形式,做的却是股票T+0的本

质。”祁鸣说,“可以说是披着ETF套利的皮,行T+0自成交之实。”

他举例称,投资者甲通过A账户买入一揽子股票,随后在场外申购ETF,碍于现行规定不能当日赎回,但可以通过二级市场将持有的ETF份额卖给自己实际控制的B账户,再由B账户向基金公司发起赎回指令,换成一揽子股票,B账户将所得的股票在二级市场卖掉,获得现金,完成现金到现金的闭环路径。

“这种做法,最关键的是突破个股T+1的限制,相当于把ETF作为一种传输媒介,而非利润来源,实现了股票变相的T+0。”祁鸣称,相比起2015年也曾流行的纯粹的股票T+0交易,这种方式不需要持有个股底仓,不需要承担股票市值下跌的风险,操纵方式也更为隐秘。

格上财富研究院张婷分析到,正常的ETF套利只能在二级市场进行折价或者溢价套利。比如溢价套利,当二级市场的价格大于一级市场的净值时,投资者可以买入ETF中一揽子的股票,在一级市场申购ETF,再在二级市场以高于一级市场基金净值的价格卖出ETF份额,赚取一二级市场间差价。同样地,折价套利,则是在二级市场价格小于一级市场的净值时,投资者可以在二级市场以低于一级市场净值的价格买入ETF的份额,再向基金公司发起赎回ETF的指令,获得一揽子股票后,将股票在二级市场卖出,赚取一二级市场间差价。

“只要差价大于交易成本,就有利可图,这并不会造成不公平交易。”张婷称,“但是日内回转交易利用当日申购ETF当日赎回的操作,变相实现了股票T+0交易,这与股票市场按照T+1交易规则相违背,对其他投资者形成了不公平的交易机会。”张婷表示。

“正常的ETF套利是‘所见即所得’,差价发现的瞬时就应该形成交易,并且随着交易的完成,价差也会随之消失。而在上述操纵ETF案件中,虽然交易也是在一个交易日内完成,但对瞬时交易的要求没有ETF套利者高。”北京一家量化私募的负责人称。

“并且,正常ETF套利套的是其价格和净值之间的价差,单一账户即可完成,但后者是ETF中个股买入和卖出的价格差异,需要多个账户间对倒完成。可以说,上述案件中,所有操作流程看似都是规范的,但其最核心的环节即自成交是不合法的。”

至于这类操纵ETF以实现日内回转交易的手法如何保证盈利,沪上一家大型量化私募的投资总监称,需要满足两个条件:一是要尽量选择交易量清淡的冷门ETF,二是要在上涨并且具有较大波动的市场里。

“如果他们操纵的ETF交易盘口很‘厚’,即挂出卖单后,排队等待买入的对手很多,他们怎么能保证自己控制的A账户卖出的ETF能被同一实控人的B账户买到呢?但如果市场上参与

某类ETF的交易者相对很少,那么概率就大了。”上述量化投资总监分析称。

他介绍,例如本次处罚中非法获利最多的封建华,其操纵的商品ETF、超大ETF、非周ETF等9只ETF,都属于相对冷门的ETF种类,如商品ETF的交易额在达到2015年6月19日的历史最高点11.86亿元之前,只在2013年2月创下过1亿多万元的交易额,其余大多是几千万甚至几百万元的交易额;超大ETF即使在2015年6月中旬的顶峰期,交易额也未曾超过1亿元;非周ETF及其他几只也都类似。封建华在涉案期间的19个交易日内的交易额为17.8亿元。而操纵深100ETF等流动性相对更好、更热门产品的王永柯,在29个交易日内的交易额为21亿元,违法所得也不及封建华。“另外两家被处罚的涉案方更是出现亏损,料想与其参与的品种以及对市场趋势的判断失误也有关。”

与此同时,市场本身出现较大波动并且有上涨的趋势也是此类交易盈利的“前提条件”。从案件公布的涉案时间看,四起案件均发生在股市大幅波动期间,虽然彼时市场快速下跌,但不排除个股存在单日从跌停到涨停的极端案例。“理论上,他们只要在盘中抓住这类机会即可”,上述投资总监称,“当然,事后再看这件事,从四起案件的交易额及其非法所得对比来看,在那样下跌的市场中,此类交易其实是得不偿失的。”

### 为ETF套利“正名”

“如果想做正常的ETF套利交易,其实是希望ETF能够顺利地买进和卖出。如果选择的是很冷门的ETF,在交易清淡的市场很可能卖不掉,所以上述案例中的涉案方其实想做的不是ETF套利,而是要做自成交的股票日内交易。同时,在正常的ETF套利交易中,由于担心ETF自身价格的走低,通常还会做空股指期货,锁住ETF价格下跌的风险,上述被曝光的案件中也并未出现此类情况。”祁鸣称。

他提到,“我们希望能正常的ETF套利,以及合法合规、范围更广的套利策略‘正名’,不要因为一个采用了ETF套利形式且看似神秘的‘自成交’交易,就一竿子‘打死’,让正常的ETF套利及其他套利策略蒙上阴影。”

格上财富研究员张婷也表示,股票ETF正常的套利策略是合规合法的,只是现在的套利空间已经很小了,这是由市场本身的情况决定的。至于这两次处罚的股票ETF日内回转交易,客观上会造成ETF交易量的虚增,影响市场合理定价的机制和可能性,对普通投资者造成了不公平的影响。

中国证券投资基金业协会统计数据显示,目前基金名称中带有“套利”二字的产品共有440只。