

50只成份股中,有7只股票因股权分置试点停牌,上证50ETF理应有较大溢价,但我们看到的却是明显的折价——

上证50ETF蹊跷折价有玄机

增了一家广州控股。

由于停止交易,投资者不能从市场上购买到这7只股票,所以无法正常进行套利,同时,基金单位份额预估净值(IOPV)中7只股票是按照停牌前收盘价格计算而得,因此,分析人士普遍认为,ETF具有价值发现的功能,其二级市场价格反映了市场对7只股票未来复牌走势的预期,如果ETF折价1%,按照7只股票约占50指数30%的权重计算,相当于投资者预期七个股票复牌后加权平均下跌3.3%左右。

事实上,类似情况不久前已发生过一次,6月20日,管理层公布第二批42家试点公司,同样是以7只股票停牌,由于市场预期这些股票复牌后股价会上涨,致使6月下旬上证50ETF出现1%-2%的溢价,市场分析人士据此推断停牌股票加权平均涨幅在3%-6%之间。

两大深层原因:交易制度设计

但是令人不解的是,从7只股票给出的对价方案,停牌后市场的良好走势,近期G股复牌的不菲表现推算,七只股票复牌后价格部分填权的可能性很大,那么照此推算,ETF应该像6月20日的那次停牌一样,出现溢价才对。为什么ETF会出乎意料的折价呢?

我们认为,本次ETF折价现象除了反映市场对停牌股票的价格预期外,还有两个更深层次的诱因,即ETF在交易制度设计上的原因。

1.原因之一:宝钢和长电“允许现金替代”

2.原因之二:宝钢的“权益登记日”

对七只成份股股票停牌期间的申购赎回问题,上证50ETF基金管理人采取了两种截然不同的措施:宝钢股份和长江电力两只股票允许现金替代,即在申购基金份额时,投资者可以使用现金作为(全部或部分)两只股票的替代,但替代的价格须以复牌后T+2日内实际购买成本核算,赎回时,投资者得到的只能是两只股票未来复牌走势的预期,如果ETF折价1%,按照7只股票约占50指数30%的权重计算,相当于投资者预期七个股票复牌后加权平均下跌3.3%左右。

如果宝钢股份、长江电力股改方案经股东大会表决后顺利通过(长江电力方案已经通过),复牌后将自然除权,这意味着在停牌期间,投资者如果选择用现金替代两只股票来申购50ETF,实际上将是用两只股票复牌后的自然除权价购买。

投资者由此可进行瞬间套利:在一级市场申购50ETF(宝钢、长电选择现金替代),立即在二级市场全部卖出。这相当于投资者以宝钢、长电7月底停牌前收盘价借券卖出(因为50ETF的IOPV是按宝钢、长电停牌前收盘价计算而得)宝钢和长电,而以复牌自然除权后的较低价格买入,这种套利实际上可以看做是间接卖空了宝钢、长电。

除非复牌后宝钢、长电大幅上涨并填权,投资者实际申购成本低于50ETF的预估单位净值(IOPV),却以50ETF的IOPV为定价标杆的二级市场价格卖出。这种套利交易的卖空是导致折价的直接原因。

此外,在此期间,50ETF的基金持有人不宜在一级市场赎回50ETF份额,因为赎回回

50ETF获得的一篮子股票中的宝钢不再含有获得对价的权利,等待宝钢复牌后自然除权卖出宝钢可能会有跌价损失。这些持有人大量转而选择在二级市场卖出50ETF份额,短期内会大大增加50ETF供给,促使其二级市场价格下跌,出现折价。

我们可以举一个极端的例子来佐证这种情况下存在的问题,假定投资者在宝钢停牌期间全部赎回50ETF,此时上证50ETF将没有了持有人,但上证50ETF依然有宝钢股份的全部对价,这种现象能说它合理吗?

我们的观点

从以上分析我们可以看出,50ETF持续折价的重要原因可以归纳为以下三点,一是由于基金管理人“允许现金替代”的制度安排,使得投资者可以采取用现金替代申购50ETF的方式卖空宝钢、长电进行套利,从而使50ETF的二级市场价格较IOPV为低;二是股权登记日在册的宝钢流通股东“套利者”利用50ETF的交易机制漏洞直接套走了宝钢对价,摊薄了原50ETF持有人应获得的宝钢对价的同时,而申购ETF后在二级市场大量卖出使得ETF出现折价;三是50ETF的大额持有人更愿意在二级市场卖出份额而不愿意在一级市场赎回股票,进一步加剧了二级市场价格的下跌。

我们认为,以上三点因素,才是50ETF二级市场价格与IOPV持续出现较大幅度折价的更深层次的原因。

基金看势

宝盈泛沿海基金经理祝东升——

我关注周期行业投资机会

□记者 易非 深圳报道

大盘近期成功突破1100点后继续向上攀升,对于后市,作为市场主力的基金持何种观点,其关注的投资机会在哪,其将选择何种投资策略,成为投资者非常关心的问题。记者日前就此采访了宝盈泛沿海基金经理祝东升。宝盈泛沿海基金成立于2005年3月8日,截至8月5日,宝盈泛沿海基金累计净值达到1.0477。而根据8月5日晨星开放式基金净值增长率排行榜,宝盈泛沿海基金在48只股票型基金最近三个净值增长率中排名第三。同时,在同期成立的股票型基金中,宝盈泛沿海区域增长基金的波动率是所有基金中最小的。

林伟杰表示,股权分置改革确实为市场平添了不确定因素,改革前后的股价发生了较大的波动,从而影响了市场气氛与投资意愿,投资者应谨慎看待股权分置改革的投资机会。他认为,在这次股权分置改革的“寻宝”过程中不少投资者获得了不菲的短期收益,但基金是一个严肃的行业,只有通过实实在在的研究,挖掘出有真正投资价值的上市公司,才能为投资者带来长期持续的收益。

对于股权分置改革的投资机会,林伟杰则认为,从长远来看,全流通只是市场演进的

一个必经阶段,就像其它的新兴市场发展过程中有股份逐步减持的情况一样。我国的上市公司偏重通过发行股票来融资,较少考虑公司合理的资本结构,对公司的资本收益率有不利影响,这需要通过管理层水平的提高来解决。解决股权分置问题将提高我国资本市场上的公司治理水平,对股市长远有利,是中国证券市场持续健康发展的基础。但这个阶段由开始到完成将会是一个漫长的过程。

林伟杰说,股权分置改革确实为市场平添了不确定因素,改革前后的股价发生了较大的波动,从而影响了市场气氛与投资意愿,投资者应谨慎看待股权分置改革的投资机会。他认为,在这次股权分置改革的“寻宝”过程中不少投资者获得了不菲的短期收益,但基金是一个严肃的行业,只有通过实实在在的研究,挖掘出有真正投资价值的上市公司,才能为投资者带来长期持续的收益。

股权分置良性预期明确

股权分置改革是贯穿今年全年的投资主题。祝东升对此表示了他的乐观态度。他认为,股权分置改革从最开始的很不确定,到现在的逐步明确,这给了投资者很大的信心。譬如市场上蓝筹龙头长江电力不断就其对价方案与投资者沟通,不断完善对价方案,对股价不断提高,这说明政府对股权分置改革的积极态度和对市场的爱护,这对于股权分置改革而言就有了明确的良性预期。同时,股权分置改革对优秀上市公司的持有人是利好,这有利于他们降低持股成本,减少投资风险,股改完成后,优秀上市公司特别是国有控股

公司则认为,从长远来看,全流通只是市场演进的

一个必经阶段,就像其它的新兴市场发展过程中有股份逐步减持的情况一样。我国的上市公司偏重通过发行股票来融资,较少考虑公司合理的资本结构,对公司的资本收益率有不利影响,这需要通过管理层水平的提高来解决。解决股权分置问题将提高我国资本市场上的公司治理水平,对股市长远有利,是中国证券市场持续健康发展的基础。但这个阶段由开始到完成将会是一个漫长的过程。

林伟杰表示,股权分置改革确实为市场平添了不确定因素,改革前后的股价发生了较大的波动,从而影响了市场气氛与投资意愿,投资者应谨慎看待股权分置改革的投资机会。他认为,在这次股权分置改革的“寻宝”过程中不少投资者获得了不菲的短期收益,但基金是一个严肃的行业,只有通过实实在在的研究,挖掘出有真正投资价值的上市公司,才能为投资者带来长期持续的收益。

对于股权分置改革的投资机会,林伟杰则认为,从长远来看,全流通只是市场演进的

一个必经阶段,就像其它的新兴市场发展过程中有股份逐步减持的情况一样。我国的上市公司偏重通过发行股票来融资,较少考虑公司合理的资本结构,对公司的资本收益率有不利影响,这需要通过管理层水平的提高来解决。解决股权分置问题将提高我国资本市场上的公司治理水平,对股市长远有利,是中国证券市场持续健康发展的基础。但这个阶段由开始到完成将会是一个漫长的过程。

林伟杰表示,股权分置改革确实为市场平添了不确定因素,改革前后的股价发生了较大的波动,从而影响了市场气氛与投资意愿,投资者应谨慎看待股权分置改革的投资机会。他认为,在这次股权分置改革的“寻宝”过程中不少投资者获得了不菲的短期收益,但基金是一个严肃的行业,只有通过实实在在的研究,挖掘出有真正投资价值的上市公司,