

创造更多有效交易机会

——《上海证券交易所上市开放式基金业务指引》及相关业务前景的分析

□ 济安金信科技有限公司副总经理、济安金信基金评价中心主任 王群航

12月10日,《上海证券交易所上市开放式基金业务指引》(简称“《指引》”)发布实施。19日下午,上交所、中登总公司、中登上海分公司共同召开培训会,就新的业务规则、技术接口、结算交收等做集中说明。由此来看,分级基金登陆上交所已经为期不远。其未来前景如何? 本文从监管、交易所、市场、基金公司、投资者五个角度进行探讨。

监管:符合创新发展大方向

为了贯彻落实《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,证监会今年6月12日下发了《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》,旨在大力支持发展证券投资基金,加快推动基金管理公司向现代资产管理机构转型,坚定不移地推进基金行业改革创新,不断提升核心竞争力,实现行业的持续健康发展。证监会关于推进基金行业创新发展的总原则是:坚持投资者权益至上,切实履行诚实守信、谨慎勤勉的受托义务;坚持市场机构是创新主体,以市场需求

为导向;坚持服务实体经济发展,发挥财富管理功能,推动养老体系建设;坚持防范系统性、区域性风险,将合规管理与风险控制贯穿创新发展全过程。

关于《指引》,首先,对于上交所来说,这是一次虽有些晚但却是较为完整和全面的跟进与创新,是符合政策大方向的,也是市场早已期待的;其次,此次创新符合上述总原则,是对“三公”原则的维护(《指引》第53条中关于拆分、合并的数量起点是5万份,门槛并不高,且很合理),对于加快建设现代资产管理机

构、支持基金公司差异化发展、实现业务结构多元化有利;再次,上交所在此过程中力图做出自己的特色,这样的探索值得鼓励。两个交易所之间的竞争和比拼,有利于市场效率的提高和完善。

回顾过去,就个人经历来看,深切感受到上交所在这个方面所走过的路比较曲折,让人颇感遗憾。早在2003年上交所就曾想要大力推进开放式基金在交易所的交易,但后来,由于种种原因,深交所在这个方面领先了一步,取得了较为显著的成效。

交易所:创造更多有效交易机会

从交易所的角度来看,创新的工作内涵之一,就是要大力增加交易品种,提供更多的有效交易机会,提升市场的活力。这里所讲的“有效”的内涵,即指预期和空间。

有人认为《指引》最大亮点就是给出了分级基金的T+0套利机制,但并非所有的交易品种一沾上T+0就好。除了一般性的市场因素之外,分级基金对于投资者来说

最大的交易诱惑力,就在于其自身所特有的整体折溢价率变动,以及两个子份额的折溢价率变动。这种变动,表面上看似剧烈,但是,在市场既有的涨跌停板制度限制之下,其实是非常有效地控制了交易风险。

通读《指引》,我认为,第54条其实最为值得关注:“分级基金进行分拆、合并的,应当符合下列要求:

(一)当日买入的母基金份额,同日可以分拆;(二)当日申购或通过转托管转入的母基金份额,清算交收完成后可以分拆;(三)当日合并所得的母基金份额,同日可以卖出、赎回或者转托管,但不能分拆;(四)当日分拆所得的子份额,同日可以卖出,但不能合并;(五)当日买入的子份额,同日可以合并;(六)上交所规定的其他要求。”

市场:效果有待实际运行检验

认真学习第54条,假设在不考虑基础市场行情的走势与力度、标的指数的性质等外部因素的情况下,单就未来在上交所上市的分级基金来看,它们或许会有以下特点:

第一,常规的套利机会或将不复存在。仔细分析《指引》第54条的第(一)、(三)、(四)、(五)项,基于上交所的创新,在场内可以交易的分级基金母份额与子份额方面,这两类份额已经形成了一个非常完整的闭环,相互之间可以随时反向交易,借助于当代成熟的计算机实时跟踪、运算、分析、决策、下单技术,只要相关分级基金的母份额与子份额之间有套利空间,都将会被套利者及时套取。回想当年的ETF套利,早期,由于套利软件不成熟,相关份额之间经常会有可以套利的机会,但稍后不久,

市场就不再有常规的价差空间可供套利了,除非有特定的事件发生。未来,上交所的分级基金套利将会比ETF简单很多,理论上所有的套利机会,在二级市场的现实中都或将不会大量、显著地存在。

第二,折溢价空间缩小。基于第一条,子份额的折溢价空间与波动将会趋于缩小和稳定,汹涌澎湃、激动人心、充分吸引客户、产生大量交易机会的二级市场走势或将会在套利盘的虎视眈眈监视之下趋于平稳。

第三,LOF的宿命。根据《指引》,未来上交所分级基金与深交易分级基金的一大不同之处,就在于相关分级基金的母份额也可以上市交易,那么,这些看似创新上市交易的母基金份额,其实质上完全等同

基金公司:规模提升是核心

在今年下半年以来的这一轮牛市行情里,由于某些行业、主题板块的行情火爆,进而使得深交所相关指数型分级基金的B类份额得到了充分展现自身投资价值的机会,随着它们参考净值的快速上升、市价的连续涨停、上方折算的不断出现、杠杆率的不断回归等等,此类基金每个热门单一品种上所展现出来的丰富多彩的投资机会,受到了很多投资者的高度关注。其中,相关焦点品种的规模在短短不到一个月的时

间里不断地翻倍膨胀,最神奇的一只基金的份额规模竟然在17个交易日里增加了70倍。

分级基金对于基金公司来说,最大的新意就是让市场营销有了新的方法与内涵。作为一种典型的工具性产品,只要能够鼓励投资者多做正向套利,少做或不做反向套利,就可以很轻松地维持基金规模的增长和稳定。要实现这样一个目的,最有效、最根本的动力,表面上在于正向套利的机会多多,而根本

上在于套利所能够带来的获利空间预期大大。

未来,相关基金公司可以将他们开发的分级基金选择在不同的交易所上市。如果这一家交易所做大规模的难度增大,相关基金公司未来可能愿意将分级基金拿到另一交易所上市。毕竟就基金公司来说,他们开发分级基金不仅仅是需要一个可以上市交易的场所,他们更希望这个场所能够更多地促进这些产品规模的稳步增长。



投资者:工具有效性是关键

根据《指引》,上交所的分级基金交易应该是有两个封闭的循环,第一个是场内基金之母基金与子基金之间的循环,第二个是场内基金母份额与场外基金份额(也是母份额)之间的循环。这两环之间,有一个共同之处,即场内分级基金的母份额,通过这个创新型的桥梁,巧妙地让分级基金原有的套利机制在理论上依然存在,并且,理论上还或许可以有更多的二级市场交易机会。

原先,深交所分级基金的交易机制,是在场外份额(也是母份额)与场内两种子份额之间的循环,或溢价套利,或折价套利,场内外不同类型的份额之间能够直接“对话”。分级基金的套利机制,可以说是一种艺术,哪一种机制更有吸引力,最终还需市场来检验。