

集体高溢价消失 盲目入圈“被埋” 爆炒跨境ETF“熄火”

近日海外市场大幅波动，原本炙手可热的跨境ETF出现大降温。突如其来的波动令投资者措手不及，跨境ETF的集体高溢价现象也不复存在，投资者在短短几日内经历大起大落。

在跨境ETF的生态圈中，形形色色的各类投资者参与其中，“玩法”十分丰富。不过，相比于普通股票型ETF，跨境ETF受到汇率、国内外政策变化、市场情绪等因素的影响更大，需要投资者具备一定宏观政策及金融方面知识。高收益虽然极具诱惑力，但也暗藏风险，若投资者盲目进场，不仅无法善用利器，还可能无意中“踩坑”。

● 本报记者 张舒琳 王鹤静



视觉中国图片

跨境ETF大波动

“刚‘梭哈’进场，今天开盘就急速杀到跌停。”

“尾盘最后一分钟全仓杀入，精准抄底。”

8月5日，海外市场遭遇重挫，日股市场更上演惊魂一天。Wind数据显示，当日的日经225、东证指数双双下跌超12%，刷新了自1987年以来的单日跌幅纪录。当日华安三菱日经225ETF触发10%跌停，工银大和日经225ETF、易方达日兴资管日经225ETF、南方东证指数ETF、华夏野村日经225ETF跌幅均高达9%左右。在交易平台上，投资者晒出了截然不同的操作，有人在前一周追高入场，刚进场就“被埋”，也有人在当日尾盘时满仓进入，试图博取反弹。本周以来，海外股市加剧震荡。受日股熔断以及美股科技股大跌等多重因素影响，投资日股、美股的跨境ETF二级市场价格普遍出现剧烈调整，部分跨境ETF此前累积的年内收益一度遭遇“清零”。

目前，境内公募市场上共有5只跟踪日股指的跨境ETF产品，其中4只跟踪日经225指数，1只跟踪东证指数。受此番回调影响，截至8月5日，上述5只日股ETF今年以来收益率悉数“转负”，其中遭遇跌停的华安三菱日经225ETF收益率由上周末的3.60%下行至-6.79%，易方达日兴资管日经225ETF、南方东证指数ETF的年内收益率也下行至-5%附近。

美股ETF方面，8月5日，今年上半年业绩排名第一的景顺长城纳斯达克科技市值加权ETF遭遇10%跌停，这也是该ETF自2023年8月上市以来首度遭遇跌停，年内收益率由阶段高点36.88%大幅回落至23.20%。

此前，美股科技股行情正盛，景顺长城纳斯达克科技市值加权ETF受到大批场内资金的追捧，IOPV溢价率一度高达20%以上。而8月5日，该ETF的溢价率罕回甚至至5%以下。此外，华夏基金、国泰基金等旗下纳斯达克100ETF当日跌幅也在7%以上。

经历“黑色星期一”之后，日股强

势反弹，走出深“V”行情。8月6日至8月7日，日经225、东证指数两日累计涨超11%，易方达日兴资管日经225ETF、华安三菱日经225ETF、南方东证指数ETF也涨超7%。截至8月8日收盘，5只日股ETF年内收益率再度“转正”。但从场内表现来看，有4只日经225ETF的IOPV溢价率比此前出现回落，易方达日兴资管日经225ETF、工银大和日经225ETF还一度出现折价交易。

以景顺长城纳斯达克科技市值加权ETF为代表的美股ETF在短暂反弹之后，再度小幅向下调整。截至8月8日收盘，自7月11日以来该ETF收益率下跌超过20%。该ETF的IOPV溢价率虽然也出现反弹，但8月6日至8月8日已经呈现出下行迹象。

高风险如影相随

近年来，跨境ETF一路高歌猛进，收益亮眼。然而，机遇往往伴随着风险。对于近期日经ETF的大幅波动，华南某公募基金基金经理认为，起因是日本央行超预期加息，日元大幅升值，导致日元套息交易出现逆转，加息和未来潜在加息被定价为对日本经济增长和通胀的限制，也打击了日本股市的表现。此轮美股、日股同频波动，体现出全球金融市场高度联动，要做到真正的分散配置、隔离风险其实并不容易。同时，各国金融市场的发展现状、法律规则等又有很大区别，对投资者提出了更高的专业性要求。

相比于A股ETF，跨境ETF本身就存在汇率、海内外政策变化等多重风险。济安金信基金评价中心主任王铁牛分析，首先是汇率风险，由于跨境ETF涉及不同货币之间的兑换，汇率波动可能对其投资回报产生影响。特别是全球主要央行政策变化，会对汇率波动产生较大影响。其次是市场风险，由于ETF以二级市场交易为主，不管是折溢价、流动性、游资和量化资金介入等因素，都可能加剧市场的波动。此外，国际和国内政策法规变化、外汇结算制度变化等方面都可能对跨境ETF的走势产生较大影响。

排排网财富管理师曾衡伟表示，跨境ETF近期波动剧烈，主要受市场情绪、宏观经济及基本面变化影响。日本央行

加息、日元升值及全球经济增长预期放缓均加剧了市场波动。投资者情绪降温，导致ETF价格下跌。投资跨境ETF除了上述市场和汇率风险外，还包括流动性、高溢价及信息不对称等风险。

尤其是相比于经验丰富、资金体量大的机构投资者而言，个人投资者在宏观政策及金融方面知识相对不足，游走其中需要更加谨慎。王铁牛提示，海外央行政策、地缘政治、通胀、套利操作等因素都会对跨境ETF的走势产生较大影响，投资者需要谨慎对待。

高溢价背后推手曝光

被资金接连追捧的跨境ETF，近期终于“退烧”，此前基金公司反复提示的溢价风险，终于被暂时平抑。然而，部分品种“大起大落”仍十分明显，不少ETF出现10%以上折溢价率，例如南方东证指数ETF在8月5日大跌后一度出现了22.33%的超高折价率。

为何动辄出现超高折价、溢价率？曾衡伟表示，折溢价原因包括市场情绪波动、套利机制不完善及信息不对称等，跨境ETF折溢价率波动显著，反映了市场情绪与资金流动快速变化。

王铁牛也表示，由于近期日本央行加息，美联储降息预期生变等原因，国际汇率市场出现大幅波动，导致部分跨境ETF开始出现折价。近年来跨境ETF因呈现较好的赚钱效应，市场关注度明显提升，同时由于QDII产品有外汇额度限制，且跨境ETF市场参与者较多，特别是场内市场活跃度大幅提升，成交额和换手率等指标高企，导致跨境ETF近年来频繁出现大幅溢价。

超高的折溢价率，似乎为套利资金提供了大量获利空间，但业内人士认为，投资者若想从中套利，不仅受限较多，也存在巨大风险。王铁牛表示，跨境ETF套利操作的难度和风险不容忽视。一些跨境ETF的流动性较差，换汇额度的限制会影响套利效率，同时存在交易时间差和汇率波动影响，这些因素均对跨境ETF投资者提出了较高的要求。

曾衡伟认为，套利操作受到一定限制，QDII额度有限、较高交易成本及市场不确定性等因素均增加了套利难度。

上述华南公募基金经理人士也表示，除了做市商安排外，跨境ETF本身的交易对手也比较多元。

究竟是谁在“玩转”跨境ETF？

由于跨境ETF的投资门槛相对较低，兼具便捷、低费率等优势，方便投资者进行全球配置，在跨境ETF的生态圈中，形形色色的各类投资者参与其中，且“玩法”十分丰富。

王铁牛表示，目前参与ODII跨境ETF的投资者可以分成三种类型：一是以外资银行和银行理财公司为代表的机构投资者，它们以全球资产配置作为主要投资策略；二是散户和游资，是推高溢价行情的主要参与者，更多进行较高频率操作；三是部分私募基金也参与其中，特别是一些量化私募入场以获取短期收益。

私募的玩法也有多种花样。一位私募FOF基金经理表示，今年出现出高溢价的沙特ETF、纳指ETF、日经ETF的交易中，并不完全是资金套利行为，还存在大量市场炒作行为。有机构或者游资利用资金优势把价格抬高，吸引散户追高，然后在高点卖出。

还有私募以“打新股”的方式玩转跨境ETF投资，获利颇丰。一位曾参与某跨境ETF首发认购的私募基金经理告诉中国证券报记者，在上市最初两个交易日就高位套现，全部赎回。考虑到海外市场波动的风险，他仅把ETF当作“打新”的套利工具，赚到收益后就快速撤退。此外，在多变的市场环境下，用ETF做组合轮动也是FOF私募的重要策略。一位配置ETF为主要策略、擅长跟随市场风格转动的私募基金经理表示，经常根据市场主线切换进行ETF布局，单只基金持有周期通常不超过一个月，这一策略在近两年获得了不错的收益。此外，他还会经常挖掘场内ETF与场外联接基金的套利机会，或揣摩市场情绪利用ETF来做波段交易。

上述华南公募基金经理人士表示，跨境ETF市场汇聚了机构投资者、个人投资者及短线交易者，其中，短线交易者利用波动性追求短期收益，短线炒作策略包括趋势追踪、技术分析日消息驱动等。但高收益伴随高风险，投资者需谨慎决策。

百亿级私募“另类”样本： 低费率冲击波能走多远

● 本报记者 王辉

凭借在费率结构、业绩报酬等方面“另辟蹊径”的产品设计，以及成立以来较为稳健的业绩表现，知名量化私募上海磐松私募基金管理有限公司（简称：磐松资产）在中基协备案短短19个月（公司创立25个月）之后，其资管规模就一举迈过百亿元门槛。国内百亿级量化私募阵营再添新成员，该机构也成为了近段时间行业的热门话题。作为百亿级私募的“另类样本”，其奉行的低费率模式究竟能走多远？对于私募行业的发展和私募机构的竞争策略而言，又有怎样的参考价值？

创新费率结构设计

在中基协备案完成5个月，管理规模突破10亿元；备案完成15个月，规模突破50亿元；备案完成19个月，突破100亿元。成立于2022年6月、并在当年12月完成中基协备案的磐松资产在过去两年多的时间里，一举实现了从创业起步到私募新锐、再到行业中坚、进而发展为头部百亿级量化私募的“多级跳”。在近年持续受到市场瞩目的背后，公司的“特色标签”，正是其“创新的费率结构”。

中国证券报记者了解到，截至目前，磐松资产旗下几乎所有产品均采取了低管理费标准、低业绩报酬甚至是免业绩报酬的特殊费率结构。而这种“全产品线的优惠费率结构设计”在头部百亿级量化私募阵营中，尚未有第二家出现。

例如，磐松资产旗下沪深300指增系列产品中，部分产品管理费为1%，同时免收业绩报酬，部分产品则为免管理费、只收取15%的业绩报酬；公司的中证500指增系列产品，有的设计了1.5%的管理费并同时免收业绩报酬，有的同样为免管理费、只收取15%的业绩报酬。此外，公司的两大特色策略——多空对冲、市场中性系列部分产品，则在免管理费的同时，只对产品绝对收益收取20%或15%的业绩报酬。目前量化私募业内通行的常规费率结构，则大多为对产品收取1.5%的管理费并计提20%的业绩报酬。毫无疑问，磐松资产在两年多的快速发展中，采取了一种较为直观的“低价竞争策略”。

看法不一

磐松资产联合创始人、总经理吴确在接受采访时表示，公司自2022年创立以来就采取了类似当前“较为优惠的低费率设计”，根本初衷是为了能够陪伴投资者在更长周期的维度上实现长期的投资目标。

而对于这种创新费率结构设计，同业及第三方机构的看法却是“见仁见智”。对于磐松资产的“成长模式”，知名外资量化私募景顺基金创始人许仲翔在接受中国证券报记者采访时表示，长期的市场充分竞争本身就会让基金管理费率下降；近几十年欧美成熟金融市场不管是产品底层的管理模式、后端的业绩分成，都在随着市场竞争逐步下降。因此，相关机构的“价格竞争策略”可以理解。

从其他一些量化同业及第三方私募销售渠道机构的角度来看，他们给出的评判更多是“中性偏消极”。

排排网财富管理师荣浩直言，私募产品投资者看中的是管理人的赚钱能力，如果核心能力不满足预期，降低管理费和业绩报酬给投资者带来的心理补偿“效力不足”，更大程度上是管理人的一种“自我感动”。对渠道来说，营收降低、服务意愿和质量可能也会受到影响。从量化私募行业的商业模式来看，产品管理费、业绩报酬主要是用于维持公司日常运营和渠道等其他方面建设，如果投研团队长期“营养不良”，最终影响的将是私募机构的核心竞争力。

一家不愿具名的渠道机构负责人向中国证券报记者表示，类似磐松资产实施的低费率设计更多是一种“差异化竞争策略”，也的确有助于公司快速扩大规模和市场份额。然而，这种模式可能会对公司的运营成本造成压力，尤其是在保持策略研发的高质量和团队稳定性方面。如果管理费收入不足以覆盖成本，公司可能需要寻找其他收入来源或降低成本，这可能影响研发投入和团队的稳定性。

此外，上海某百亿级私募人士向中国证券报记者进一步表示，通过降费让利给投资者，降低客户的投资成本，也提升了客户体验。在短期内能够在销售端快速吸引资金，增加管理规模。不过，这对管理人的绝对收益能力也必然提出了更高要求。该私募人士以华尔街顶尖量化机构文艺复兴科技为例称，“近年来文艺复兴科技旗下的大奖章基金收取5%的管理费和高达44%的业绩报酬，一样横扫对冲基金行业，这应当是国内量化同业更需要思考的问题”。

另一位百亿级私募人士表示，程序化交易从严监管导致量化交易成本显著上升，超额收益的衰减正在成为不可逆的趋势，在这样的背景下，磐松资产的产品设计“更像是在发力工具型产品”。

参考意义几何

当前的磐松资产，除了创新费率结构之外，其“特色标签”还包括：产品几乎全部采取直销、策略偏向于低频、相较于同业公司员工“更加年轻”以及更具特色的中性策略和量化对冲策略等。

磐松资产目前的办公地点位于上海市东北的五角场地区，这一地区也是上海高校最为密集的区域。磐松资产方面在接受采访时介绍称，作为一家年轻的私募机构，公司的员工群体也十分年轻。其中，包括投研在内的公司大量员工均是校招录取，这与其他多数百亿级量化私募完全不同。而这二差异，也在很大程度上意味着“更低的人力成本”，同时也相对更容易吸引更多附近高校的在校大学生参与实习。

中国证券报记者同时了解到，作为一家低频的量化机构，磐松资产的交易系统采用了外包模式，也与头部量化大多均采用自研交易系统有明显区别。有量化同业人士进一步表示，低频策略可能使得公司在IT方面能够更好地控制成本和运营支出。

此外，磐松资产联合创始人吴确也向中国证券报记者表示：“截至目前，磐松资产99%的管理规模都来自直销，公司的客户多达九成是机构客户。机构投资者群体会有更多的精力对公司进行全面深入的尽调，能够对公司做更加深入的了解和探索，这也更能够建立彼此之间的长期互信。”从这一角度看，公司的产品直销模式，直接省去了渠道的“分佣”。

许仲翔称，由于代销渠道分佣的商业模式仍然是行业主流，国内私募行业在很大程度上是一个“毛利率较低的行业”。因此，在现有的行业环境下，产品费率结构的调降，更多并不是私募管理人的主观意愿。而从行业普遍意义上说，更需要考虑公司运营成本、研发能力建设与费率水平的平衡。

对于类似磐松资产的创新费率模式是否具有行业样本参考意义的问题，格上基金研究员冯馨称，从行业角度看，关键在于私募机构能否持续提供稳健的业绩回报，以及是否能有效控制成本。其他私募机构在考虑复制这种模式时，需要评估自身的成本结构、业绩表现和市场定位。只有能够持续提供超越市场平均水平的回报，同时有效控制运营成本，这种模式才能长期稳定发展。

医药板块“大回血” 基金经理：已进入“击球区”

● 本报记者 王雪青

因海外巨头断供，国内维生素价格飙涨。8月8日，与维生素相关的A股医药公司纷纷大涨。

不仅如此，在全球市场剧烈震荡之际，具备“估值优势”的医药板块却逆市走强。同花顺iFIND数据显示，从7月31日至8月8日，医药板块ETF一举包揽了股票型ETF涨幅榜的“前十”。

中国证券报记者采访了解到，不少采取“左侧交易”策略的基金经理认为，医药板块估值已进入自己的“击球区”，结构性机会值得关注，有的甚至已开始抄底。

医药类ETF水涨船高

因海外巨头断供，国内维生素价格飙涨，8月8日维生素相关药企逆势走强，尔康制药、民生健康、东北制药、广济药业、圣达生物、浙江医药、能特科技等涨幅居前。

一周以来，医药板块“大回血”，医药类ETF也水涨船高。同花顺iFIND数据显示，7月31日至8月8日，创新药沪港深ETF上涨7.59%，医药ETF沪港深、中药

ETF、创新药ETF富国等14只医药类ETF涨幅均在6%以上。此外，规模超220亿元的华宝中证医疗ETF（场内简称：医疗ETF）涨幅达5.96%，规模超170亿元的易方达沪深300医药ETF（场内简称：医药ETF）涨幅也有5.63%。

若把时间拉长到最近一个月，在百亿元以上规模的股票型ETF中，医疗ETF和医药ETF涨幅分别达到3.42%和4%；另外，规模突破70亿元的创新药ETF，涨幅达到4.06%。

与A股相比，估值更低的港股医药板块回升力度更加强劲。恒生沪深港创新药精选50指数近一月已上涨超10%，港股通创新药、港股创新药等指数的涨幅也在9%左右；聚焦A股的CS创新药指数近一月涨幅为7%。

在资金流向上，近三个月以来，医疗ETF获资金净流入超16亿元，医药ETF资金净流入超12亿元，创新药ETF净流入超6亿元。

迎来持续催化

经历了漫长调整周期的医药板块，伴随国际市场动荡，资金避险需求上升，又开始受到市场关注。华夏基金认为，医

药板块跌出了一定的“性价比”，处于“低估+低配”的底部安全区域。公募基金二季报显示，公募对医药股的持仓比为9.41%，为近5年的低位水平。

近期，医药板块迎来流动性的改善预期以及产业、政策面的持续催化。利好因素包括：美联储9月降息预期强烈，利好投融资成本较高的医药行业；从国际化角度来看，在海外已经获批的国产创新药进入加速放量周期；同时，国内创新药支持政策密集落地，如7月5日有关部门审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，8月2日有关部门发布同意在北京上海开展优化创新药临床试验审评审批试点的批复等。

中金公司研报认为，经过三年多的调整，医药板块进入价值投资区间；伴随国内政策逐步稳定与创新药相关政策的出台，2024年下半年国内创新药产业链值得关注。

国盛证券研报认为，医药板块表现目前暂定义为超跌反弹，叠加刺激内需政策等因素在市场上引发共振。展望后市，医药板块交易氛围大概率会继续向好。

有券商研报还提及，CXO细分领域有许多边际变化，比如部分龙头公司订

单边际变化、全链条鼓励创新政策等，已成增量资金优选。从中长期看，CXO领域有望出现向上拐点，一些新分子新疗法有望持续提振市场人气，看好CXO领域底部布局机会。

部分左侧资金已抄底

据中国证券报记者了解，不少采取“左侧交易”策略的基金经理，正紧密关注医药板块机会，有的已进场抄底。

一位主打低波动和“左侧交易”策略的公募基金基金经理表示：“三年前医药板块的高光时刻我没有参与，当时动辄百倍的市盈率我觉得太贵了。现在在很多医药股估值已经回到10倍-15倍区间，落入了我的‘击球区’。”据了解，医药持仓今年已为其管理的产品贡献了近30%的正收益。

奇盛基金总经理兼投资总监付伟琦近期表示，从左侧交易的角度来说，医药等板块的结构性机会值得重视，其中医药板块已经低迷很长时间，先前的负面因素相对充分计价，拉长时间来，医药板块偏刚需，某些公司还具备自身独特的竞争优势，可能会有比较好的增长潜力。