

场内价格被精准拿捏 迷你ETF“尬涨”背后玄机重重

前一分钟还是“绿盘”，突然直接翻红至涨幅榜前列，收盘最后一刻直接拉到涨停……近日，这样的“好戏”在ETF市场多次上演。

中国证券报记者在调研采访中了解到，这种情况的主角大多是迷你品种，主要是因为其规模小、流动性弱，场内交易价格容易被资金左右。数据显示，此类尾盘异动给相关ETF带来了不同程度的份额增长，背后又有怎样的玄机？

●本报记者 张韵



视觉中国图片

近日，部分ETF出现尾盘最后几分钟突然大幅拉升，第二个交易日又转头大幅调整的蹊跷现象。甚至有ETF尾盘“偷袭”至涨停。

例如，某信创主题ETF、跟踪中证2000指数的某增强ETF 11月11日尾盘突然直线拉升，前者于14时57分涨停，后者则在收盘最后一刻拉至涨停，两只ETF收盘价均创成立以来的历史最高水平。截至当日收盘，两只ETF场内交易价格均出现溢价，其中，某信创主题

ETF溢价率为3.77%，某增强ETF溢价率达7.11%。

11月12日，某沪港深医药ETF尾盘最后5分钟突然拉升，最终收涨3.63%，跻身全市场ETF涨幅榜前列，截至当日收盘，溢价率约3.5%。

11月15日，某游戏ETF尾盘最后4分钟突然翻红，冲至全市场ETF涨幅榜前列，最终收涨1.53%，溢价率达1.99%。

值得注意的是，上述ETF在尾盘大幅拉升后的第二个交易日均未能延续涨

势，反而收出大阴线，跌幅普遍大于3%，有的跌幅甚至超过8%。

从基金规模来看，在尾盘异动的前一交易日，上述ETF规模均不足2亿元，部分ETF甚至是不足5000万元的迷你产品。

“一般来说，规模较小、流动性较差、做市覆盖不足的基金容易出现异动现象，这主要是因为场内交易盘较少，有时只需要少量资金就可以拉涨停。”有业内人士对此解释。

以上述某信创主题ETF、某增强

ETF为例，数据显示，前者11月11日尾盘最后3分钟将其拉至涨停的金额不足百万元，后者收盘最后一刻拉至涨停的金额甚至不到30万元。

从行情表现来看，11月11日上述两只ETF对标的同类指数ETF均出现不同程度上涨。“很多资金会因为行情比较好来买ETF。”有基金人士猜测，尾盘异动也不排除是有资金看好此类指数基金，想要买入，但不小心选择了一只小规模产品，导致场内价格突然出现大幅波动。

为何会有资金愿意在尾盘突然以大幅高于正常交易的价格买入这些ETF？

“这背后不排除有资金下错单的可能，即投资者在交易时不小心敲错价格、数量、买卖方向，进而导致一些小型ETF行情突然出现变化。”资深业内人士分析。

至于是否可能有资金故意诱多，有观点认为，通常最后几分钟拉涨，大部分投资者很难来得及进场，按理应该不存在资金诱多的动机。如果说想用少量资金去ETF场内拉涨，换取大量资金去一级市场申购ETF份额等到第二个交易日在场内高价卖出进行套利，这对于流动

性偏差的小型ETF而言，其实也比较难实现，因为挂高价卖单可能未必会有足够的承接。

“一二级市场之间的套利，往往需要场内折溢价比较稳定的品种，如果不能相对维持住折溢价，是没办法程序化进行套利的。”有业内人士表示，像此前9月24日至10月8日期间行情持续火爆，一些ETF连续溢价，这种情况下更可能触发程序化套利。

还有业内人士分析称，套利机制的存在也可能是上述ETF尾盘异动后第二个交易日出现大跌的原因之一。因为当

ETF大涨并出现溢价时，资金可以用一揽子股票在一级市场申购ETF份额，然后去二级市场卖出套利，当套利的投资者变多时，场内卖出ETF的资金也会增加，进而加剧下跌并平衡溢价。

“场内ETF溢价很难长期维持。或者也有可能不是套利因素才导致价格下跌，而是高价单根本无人接手，交易价格直接回到异动前的正常水平。”有业内人士称，这对于次日涨跌幅是以前一日收盘价为基准的ETF场内价格而言，就会表现为次日大幅下跌。

从上述观点来看，ETF尾盘异动似

乎更多都归因于基金规模小和流动性不足以及投资者的误操作。

数据显示，部分出现尾盘异动上涨的ETF虽然次日出现下跌，但基金份额普遍收获了实实在在的 growth，且增幅远超同类基金。

以上述信创主题ETF为例，11月11日收盘涨停的次日，该基金获净申购7800万份，已经超过基金前一日的份额总和。基金份额直接一天实现翻倍式增长，基金资产净值也从前一日的不足1亿元骤增至约2亿元，快速摆脱了迷你产品的烙印。

Wind数据显示，截至发稿时，全市场1000余只ETF中，超过40%的基金规模不足2亿元。其中，规模不足1亿元的ETF约280只，占ETF总数的27%。

据了解，对于此类迷你产品，大部分主流投资机构并不会将其纳入投资池中。也有FOF基金经理表示，出于流动性考虑，一般会回避规模较小的基金产品。

一边是被主流投资机构“忽略不

计”，一边是因规模小、流动性差而容易在二级市场被资金拿捏，迷你ETF该何去何从？

“确实，迷你ETF在流动性上会面临一定压力。虽然有做市交易，但对于规模过小的品种，做市商其实也未必愿意提供做市服务。”有业内人士透露。

一些业内人士认为，ETF市场发展进入新的阶段后，优胜劣汰不可避免。一些存续意义不大的迷你产品以及

一些规模位于同类尾部的产品，不如任其清盘。基金清盘也并非洪水猛兽，反而可能更有利基金公司集中资源做强优质产品。

但也不乏一些基金公司对旗下迷你产品呵护有加，不愿清盘，并通过修改清盘条款来避免产品被自动清盘。有观点认为，基金新发成本较高，一些基金之所以成为迷你产品，更多可能是市场方面的原因，等到风口重

新回归之际，规模将迎来快速增长进而摆脱清盘危机，基金公司不应随意丢弃。

对此，业内人士认为，在ETF产品层出不穷之际，基金公司在布局时或许应多几分审慎，更加重视产品的创新性，进行差异化布局，避免跻身过度白热化的竞争当中，让产品凭借独特竞争力或者吸引力做大做强，不要轻易陷入迷你产品的被动泥沼之中。

积极布局 私募建言紧盯成长主线

●本报记者 王辉

近期A股市场持续震荡，投资者情绪出现明显起伏。多家一线私募机构表示，经过上周以来的连续缩量回调之后，市场已逐步企稳，目前仍可保持偏积极的投资思路。

值得注意的是，沉寂多时的红利风格近日一度走强，私募机构普遍认为，红利资产可能会成为资金应对不确定性的优先选择，而从中期来看，优质成长资产预计会有更强表现。

市场可能重启升势

上周A股市场整体呈现震荡回落态势，本周企稳迹象较为明显。在小盘题材股炒作显著退潮的同时，成交温和缩量。多家私募机构表示，随着短期风险的释放，市场已逐步企稳，并可能重启升势。

“当前处于宏观流动性相对宽松、经济基本面进一步修复的宏观环境中，炒作情绪对市场的影响被阶段性放大。”星石投资副总经理、首席策略投资官方磊认

为，前期场内资金炒作情绪较高，成长风格和中小盘股表现相对更好。随着前期强势板块积累了较大涨幅，部分资金开始止盈，市场开始调整。后市炒作情绪的影响可能减弱，短期或回归震荡行情。同时，从近期高频数据来看，国内经济正在逐步企稳，中期宏观基本面表现将进一步带动股市向好。

从资金层面来看，名离资产分析，此前以散户增量资金驱动的行市开始弱化，正在向基本面驱动的结构性情行切换。

对于大勢的整体研判，肇万资产总经理崔磊表示：“本轮市场行情的底层逻辑未变，活跃资本市场、提高中国资产估值仍在进程之中，市场交易热度也未出现显著下行。在市场短期风险明显释放后，有望进入新的上行周期。”

投资思路偏积极

从市场策略应对角度来看，崔磊透露，11月以来肇万资产的仓位水平“依然保持积极”，并且主要选择“产业上升趋势的标的”。与此同时，该机构在投资组合构建方

面也会更多考虑2025年的积极因素。

部分私募人士表示，部分资金止盈、外部不确定性等因素可能是导致近期市场震荡调整的重要原因。奶酪基金投资经理潘俊表示，11月以来市场冲高回落，一方面是由于部分个股和指数短期涨幅过大，市场存在一定调整需求；另一方面，由于当前时间点接近年末，一些投资机构有锁定收益的需求。此外，海外因素出现一些新变化，使得部分资金产生了观望情绪。这些因素更多对市场情绪带来了一些影响。

潘俊称，从中长期看，市场各方对国内经济基本面充满信心，前期出台的一系列政策随着时间推移将会逐步看到效果，最近公布的部分经济数据已出现明显改善。潘俊认为，不排除有进一步政策加码的可能。

成长方向继续获得认可

散户、游资等增量资金驱动的小盘、主题风格经过短期极致的演绎之后，近期出现快速回调。本周初，沉寂多时的红利风格一度成为市场主角，也使得原先受到追捧

的“哑铃策略”（即左手红利资产、右手科技成长资产）重回投资者视野，并引发了业内对于市场是否会向红利风格切换的讨论。而从受访私募机构的整体研判看，在更长的时间维度内，成长方向依然相对更被看好。

方磊表示，红利资产阶段性表现占优，主要是“受其他板块表现的影响”。从自身角度看，红利资产具有预期收益相对稳定的特点，因此具备避险属性。近期强势板块出现颠簸，市场风险偏好有所下行，红利板块可能成为资金应对不确定性的较优选择。但从更长的时间维度看，经济进一步复苏是大概率事件，在这一前提下，优质成长类资产的弹性会更明显。星石投资更加关注基本面预期更好、中长期发展空间较大的成长股、消费股的投资机会。

此外，崔磊认为，短期红利资产走好，可能是“相对收益反弹”。在前两年的行情中，大量避险资金涌入红利资产，从目前来看，这一方向的拥挤度依然较高。展望2024年底以及2025年的投资机会，由产业趋势主导的优质科技成长类资产在胜率以及赔率方面可能更有吸引力。

市值管理新规有望提升估值中枢

价值风格短期吸引力增强

●本报记者 王宇露

11月15日，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》。机构普遍认为，《指引》将引导上市公司关注自身投资价值，提高对股价与公司价值匹配程度的关注，压实上市公司市值管理的主体责任，长期破净公司将更加关注未来发展和进一步提升自身资质，有助于股市投资估值和投资回报中枢上行。短期来看，红利板块对资金的吸引力有望增强。

切实提升投资者回报水平

《指引》要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。《指引》明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成分股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。

鹏扬红利优选基金经理李人望表示，《指引》有助于督促上市公司注重采取措施使被低估的股市市值向内在价值回归修复，提升股东回报，提升资本市场的投资功能。在海外成熟资本市场，上市公司如果认为价值被低估，经常采取回购注销股份的操作，并且整个市场也有一系列的机制来彰显公司市值信心或者是督促董事会和管理层提高股东回报，如大股东增持、二级市场“敌意收购”、股东大会投票、股权激励等。因此，未来也期待更多的制度创新和机制设计，不仅丰富股东回报工具箱，而且从长远培育股东回报文化，提升股东回报意识。

星石投资副总经理方磊认为，市值管理是促进资本市场健康发展的重要举措之一，引导上市公司提高对自身投资价值以及股价与公司价值匹配程度的关注，压实上市公司市值管理的主体责任有助于切实提升投资者回报水平。新规将进一步推动权益类资产回报中枢上行，引导市场逐渐回归价值投资。

长期破净公司关注度提升

《指引》明确规定，中证A500、沪深300、科创50、科创100、创业板、创业板中盘200、北证50指数成分股要制定市值管理制度，同时强调长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划。这是继2014年市值管理首次被写入资本市场顶层设计文件后，又一次针对市值管理发布的重要文件，在此背景下，破净概念受到关注，Wind破净指数已连续三天收涨。

李人望认为，短期来看，新规有望提升行业竞争力良好但估值偏低公司的关注度，长期来看有望督促上市公司董事会和管理层进一步增强股东回报，在此背景下，价值风格和红利资产有可能获得更好的表现机会。

方磊认为，长期破净公司主要集中于市值低于200亿元的小市值公司和金融地产以及周期行业，这些公司估值偏低主要受两方面因素影响：一是经济周期，二是部分标的资质较差或业绩表现较弱。要求长期破净公司进行估值提升计划，上市公司可能会通过增持或纳入优质资产来完成估值提升，这将进一步推动公司把主要精力放在提升自身资质和未来发展上，有助于股市投资估值和投资回报中枢上行。

不过，方磊提示，虽然部分破净公司通过估值提升计划可能会出现明显的股价修复，但是短期看这种修复只是预期层面的，可能更适合短线资金进行预期博弈。从中长期的角度看，计划能否顺利执行、计划执行后的实际效果以及公司自身基本面能否得到明显改善都面临着较大的不确定性。

事实上，中央汇金、社保基金等已重点布局这一方向。第三方平台统计的数据显示，以中央证金、中央汇金为代表的主力军共现身500多家上市公司三季报的十大股东名单，持股市值合计35455亿元，其中破净公司就有118家，持股市值合计26981亿元，占比76%。社保基金共现身66家破净公司三季度末的十大股东名单，持股市值合计2069亿元。划分行行业来看，以建筑（7家）、银行（7家）、房地产（6家）公司居多。

或现跷跷板效应

今年上半年，价值风格和红利资产大放异彩，随后进入调整期。随着市值管理新规的推出，红利资产再次进入投资者视野。接下来红利资产的机会是否有望再次回归？

方磊认为，短期来看，当前外部风险提升，但国内经济基本面仍在修复进程中，政策端以存量政策落地为主，市场风险偏好阶段性回落。同时，前期主题炒作火爆，监管层加大对主题投资的关注，导致资金炒作热情减弱，部分资金可能会从主题投资中流出，转入红利资产。后续红利资产的走势和其他板块可能会形成跷跷板效应。从自身属性来说，红利资产价值稳定，估值相对合理，具有相对明确、稳定的预期收益空间，具有较好的资金避险属性，所以当市场预期其他板块将出现较大波动时，红利资产稳定性的优势凸显，对资金的吸引力会增加。

不过，方磊也认为，从中长期的角度来看，政策的最终效果将是开启新一轮经济复苏周期，随着经济基本面的好转，各类权益资产都将有较好的投资机会，但整体来说，成长类资产的弹性可能更大，成长类资产的业绩改善有望和估值提升形成共振。

李人望表示，在红利类标的中，有两大方向值得关注：一是石油，石油价格回调导致短期石油公司股价回调，后续因为原油需求存在韧性，仍有可能带来投资机会；二是部分消费公司仍然保持着核心竞争力，并且提高了分红回报股东的力度，后市可以密切关注。