

ETF套利“雾里看花” 营销暗藏灰色地带

□本报记者 王鹤静

一场因海光信息、中科曙光重大资产重组停牌引发的信创主题ETF炒作热潮已逐步消散。深陷“小微”规模困境的信创主题ETF在基金公司有意引导投资者的营销行为下规模大增，脱离生存危机。部分投资者涌入停牌成分股权重早已被严重稀释的信创主题ETF，需要直面溢价消失和板块回调带来的亏损。

目前，国内ETF市场依然是“先到先得”的业态环境。在行情风口的助推下，ETF基金管理人用出宣传牌、率先占领投资者的心理阵地，显然是短期最快的规模提升方式。然而，如何让ETF充分发挥本身的投资工具属性，并且让这一投资工具真正服务投资者、提升投资者获得感，促进行业高质量发展，公募行业仍任重而道远。



视觉中国图片

权重股停牌引发ETF炒作

中国证券记者采访了多位业内人士，试图还原信创主题ETF炒作是如何上演的。

5月25日晚，海光信息、中科曙光两大算力巨头集体发布公告，两家公司正在筹划由海光信息通过向中科曙光全体A股换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并中科曙光，并发行A股股票募集资金。根据上交所相关规定，海光信息、中科曙光于5月26日开市时起开始停牌，根据相关规定，预计停牌时间不超过10个交易日。

理论上来说，企业兼并重组属于正常的市场行为，被收购企业一般会享受较高的收购溢价。但由于股票已经停牌，市场不再交易，投资者自然而然就关注到了通过赎回ETF份额换取标的指数成分股的方式来获取已经停牌的股票。

如何能够实现这个目标？

一方面，需要选择持有较多目标个股的ETF；另一方面，ETF的申购赎回清单需要对目标个股的现金替代标签设置为“允许”，即在申购基金份额时，允许使用现金作为全部或部分该成分股的替代，但在赎回基金份额时，该成分股不允许使用现金作为替代，也就是说可以通过赎回ETF份额换出一篮子股票，再把除目标个股外的其余个股卖掉，仅保留目标个股，等到复牌后，享受目标个股价格上涨带来的收益。

此时，持有海光信息、中科曙光权重较大的信创主题ETF基金管理人显然也注意到了这个问题。

为了防止投资者通过赎回ETF份额把两只股票给套走，导致其他持有人收益被摊薄，根据申购赎回清单披露的情况，5月26日至5月27日，部分信创主题ETF基金管理人陆续将ETF成分股海光信息、中科曙光的现金替代标志变更为“必须”，也就是说，在申购和赎回基金份额时，该成分股必须使用现金作为替代，这样就避免了两只股票被套走。易方达基金公司旗下产品虽然对这两个个股维持允许现金替代状态，但是将两个个股的申购溢价比例分别由20%、10%提升至40%、20%。

由于对停牌的成分股采取了必须现金替代，ETF会按照成分股停牌前最后一个交易日的收盘价来计算个股估值；但在重大资产重组的利好因素催化下，被收购公司的潜在价值有所抬升，那么按照此前收盘价计算的ETF就变成了低估状态。因此，持有ETF份额也可以享受到个股估值抬升带来的收益，而这正与基金公司做大ETF产品规模的目标不谋而合。

为抓住这一宝贵的风口，端午假期前后，部分信创主题ETF基金管理人展开了密集的营销轰炸。

“这个ETF的成分股海光信息、中科曙光权

重约14%，是已上市的ETF中占比最高的，这两只票停牌买不进去，所以严格来说，可以买这个ETF套利。”海光信息、中科曙光在挂钩指数的合计权重超10%，两只股票停牌前，该ETF就已经配置了，复牌后有望带来惊喜”等宣传话术纷纷出现在互联网平台上，部分基金公司还斥巨资在“大V”处进行投放。

同时，基金管理人纷纷发布风险提示公告称，近期规模变动较大，基金标的指数权重股停牌，无法及时调整投资组合，可能导致基金跟踪误差及跟踪偏离度扩大，请投资者关注相关风险并谨慎做出投资决策。

反映在规模变化上，这一轮营销的的确确带来了显著的增量效果。

5月26日至6月9日海光信息、中科曙光停牌期间，7只信创主题ETF合计净流入近70亿元，仅6月4日至6月6日三个交易日就净流入超52亿元。

由于停牌的两只股票无法购买，ETF在规模扩张前后持有两只股票的市值并无两样，但持有权重却被严重稀释，后面进来的大量资金基本上无利可图；再加上6月10日两只股票复牌后，涨幅并没有市场预期那么大，指数其他成分股表现较弱还形成了拖累，信创主题ETF当日集体跌逾2%，其中表现最不尽如人意的品种跌逾3.7%。

随后，大量资金撤出信创主题ETF。6月10日至6月20日，7只信创主题ETF合计净流出超40亿元。

营销推广“浑水摸鱼”

某ETF基金经理林栋（化名）告诉中国证券报记者，这次信创主题ETF的炒作其实是多方面因素共同作用的结果。

“本来市场上没有那么多人关注到这两只股票在信创指数里占比较高，基金公司一开始也不敢宣传这个事情，因为大家知道实质上是套不到什么利的，ETF规模一旦大涨，大家都赚不到钱。但是部分基金公司还是以此为由头，以信创主题ETF里面两只股票权重高作为卖点进行宣传。实际上ETF规模大增后，两只股票的权重早已经被严重稀释，根本就没有之前那么高的权重了。后面其他基金公司就‘将错就错’甚至‘浑水摸鱼’，开始加入宣传的队伍。端午假期后，宣传广告陆续铺开，有的基金公司还找到‘大V’进行投放，吸引了众多不明真相的投资者前来申购。投资者也会看，哪家的信创主题ETF规模小就买哪家。”从最后的结果来看，林栋感慨说，其实各家基金管理人都是受益者，可是投资者却没有受益。

两只股票停牌期间，相关ETF溢价率持续

攀升，股票复牌后套利资金集中抛售ETF份额兑现收益，叠加信创板块整体回调，导致ETF价格快速下跌，溢价空间迅速收敛并转为折价状态。天相投顾基金评价中心相关人士坦言，在此过程中，早期低位布局的投资者或能实现盈利，但多数在高溢价阶段追涨入场的套利资金则因溢价消失和板块回调而面临亏损。

不过，某业内人士坦言，ETF的优势就在于持股分散，所以即便出现亏损也相对可控。

“如果我是信创主题ETF的基金经理，应对方式就是直接把两只成分股的现金替代标志改为‘必须’，然后‘闭麦’（停止发言）。”林栋给出了简短有力的建议。

此次信创主题ETF基金管理人在现金替代标志设定上出现了“必须”“允许”两种情况，业内人士告诉中国证券报记者，其实两种应对方式都还算妥当。天相投顾基金评价中心相关人士表示，多数ETF基金管理人将现金替代标签改为“必须”，主要目的在于阻断套利资金通过赎回操作获取停牌股票；少数ETF基金管理人仍维持“允许”标签，但显著提高了停牌股票的现金替代保证金比例，则是通过提高套利成本压缩套利空间。

“若基金公司预期停牌股复牌后价格波动风险较大，可能会提高现金预估金额，这将增加套利者的成本并压缩套利空间。在‘允许’机制下，若复牌后股价大幅上涨，基金公司按实际价格买入后，会要求补足差价，这会进一步压缩套利空间。”晨星（中国）基金研究中心分析师崔悦进一步解释说。

对于这一次信创主题ETF套利炒作，中国证券报记者获悉，私募等机构其实并不太感兴趣，参与的主体可能更多还是散户群体。某业内人士坦言，私募很少会把收益寄托于不确定性，这一次合并的两个上市公司体量并不小，市场很难把估值完全顶上去，而且通过正式或者非正式的渠道都能获取相关股票，如果和当前价格差距不大的话，炒作空间就比较有限了。

“现在市场上并没有那么多的ETF套利机会。一方面，现在市面上ETF产品数量非常多，即便是私募机构也不一定能完全覆盖；另一方面，基于风险原则的套利成功概率一直在下降，现在ETF持股越来越分散，个股权重越来越低，套利获取收益的概率也越来越低。而且在资金大量涌入后，所谓的套利收益率一定是大幅降低的。”林栋告诉中国证券报记者，像信创指数这样个股权重较高的行业指数已经是“过去时”，现在以中证A500为代表的新一代指数在编制时都强调均衡配置，个股权重相对较低，单个股票的“错误”定价不会对整体净值产生太大影响，所以也很难套到多少利。

须引导投资者理性参与ETF

Wind数据显示，在两只股票停牌前，5月23日7只信创主题ETF中规模最大的仅有4.19亿元，4只ETF规模均不足亿元，属于“小微”产品。然而在这轮营销热潮过后，6月9日这些产品中规模最小的已突破4亿元，规模最大的更是突破27亿元。

某公募市场部人士张强（化名）告诉中国证券报记者，ETF产品要想摆脱“小微”危机，单靠砸资源营销推广是很难做到的，但是行情风口一旦出现，可能短短几天时间规模就能迅速扩张，这个时候再加上营销投放的推波助澜，“小微”的问题很快就能解决。

比如这次的信创主题ETF，张强坦言，本来信创板块“并没有太多吸引力”，如果没有这轮营销，可能很多产品逐渐就会走向清盘。但通过这轮营销，产品规模普遍增加，即使有部分资金赎回，但是依然有被套牢的资金留在里面，那么基金规模就能继续维持在清盘线之上，“这对于基金公司来说，何乐而不为”。

截至6月20日，目前7只信创主题ETF的最新规模均超过2亿元；头部产品仍保有10亿元以上以上的规模。

“ETF本质上是依靠专业机构配置需求和市场预期来做推广，但是国内ETF市场在目前还是一片蓝海。而且，ETF同质化严重，导致基金公司频频在营销手段上动脑筋，尤其是对于行业主题ETF来说，占据市场先机、率先占领投资者心理阵地至关重要。短期内借助市场热点、信息差推广取得了成效之后，此类手段还会推行下去。长期来看，频频出现的场内高溢价以及对散户不健康的引导，并不符合行业高质量发展导向，也不符合以投资者利益为本的行业发展理念。”张强表示。

虽然此次多家基金管理人普遍针对旗下的信创主题ETF发布了风险提示公告，但是部分业内人士表示，成分股权重被严重摊薄这样的关键信息却并没有明确显示。除了专业人士能自行计算识别风险之外，散户其实很难意识到这些风险因素。甚至这类千篇一律的风险提示公告还被一些利益群体用来误导投资者，拨动投资者的“焦虑”情绪和逐利心理。

业内人士建议，未来不仅要通过投资者教育，让更多的投资者对ETF背后的申赎规则、套利原则、资产定价模式等形成认识，还要提升基金公司信息披露的质量，并且对宣传推广加以约束。同时，市场上也需要发出越来越多的专业声音，帮助投资者评估背后的潜在风险，更加理性地参与ETF投资。