

游资打板 “拖拉机”套利

“围猎”迷你LOF：“在刀尖上跳舞”的游戏

“每天60多万元，即可持续几天打上涨停板”“15万元，拿下一个涨停板；60万元，2天上涨18%”……这不是股神现身，而是神秘资金对LOF（上市型开放式基金）的炒作手段。近年来LOF产品暴涨暴跌的现象屡见不鲜，把基金当作股票炒，成为短线资金“在刀尖上跳舞”的游戏，也把原本应当作为长期配置工具的LOF，推上了短线炒作的舞台中央。

中国证券报记者调研了解到，LOF产品二级市场价格大幅波动，本质上是资金炒作、流动性不足与投资者认知存在缺陷几方面共振的结果。在交易量极小的情况下，只需少量资金就可能将价格推至涨停或跌停。游资可能利用LOF流动性不足的特点进行“打板”操作，吸引跟风盘，制造短期的剧烈波动。然而，这类LOF产品二级市场价格大涨，并大幅脱离基金单位净值后，套利资金会蜂拥入场，往往短短几日就会掉头大跌。

● 本报记者 王雪青 张舒琳

高危的“刀尖游戏”

8月21日，某只LOF出现惊心动魄的“地天板”：开盘几分钟后触及跌停，随后强势拉升，不久便冲上涨停，溢价率超过30%，此前这只LOF已连续两个交易日涨停。不过，当日下午该LOF快速回落，截至收盘下跌6.28%。

这样的大幅波动往往是股票市场才有的情况，却发生在一只规模不足8000万的LOF产品上。8月19日、20日，这只LOF的成交额均为60多万元。基金公司已连续多日针对该LOF发布溢价风险提示。

无独有偶，8月14日至18日，某创新精选LOF连续三次发布溢价风险提示。8月12日至14日，该LOF二级市场价格累计上涨30.72%，产品8月14日收于3.349元，与8月13日基金单位净值2.7595元相比，溢价超过21%。其中，该LOF在8月12日涨停时，成交额不足34万元。三天大涨后，该LOF快速下跌，8月15日一字跌停，成交额约32万元，8月18日又大跌6.87%。

今年以来，大量LOF产品发布溢价风险提示公告。其中，石油、黄金、港股、基建、芯片、科技等LOF产品的二级市场价格容易在市场热点轮动时出现高额溢价，但不久后就会被“打回原形”。

或许在一些“眼馋”高收益的投资者看来，这样的走势实在刺激，但实则是一场高危的“刀尖游戏”。

“操纵资金很神秘，不排除与此前埋伏在场内的投资者合作，又或是套利资金的‘自导自演’。”一位相关知情人士表示，“很可能是游资故意炒作，以少量资金拉高价格，吸引其他投资者进来接盘，从而在场内高价卖出此前持有的份额获利。以上述某LOF为例，有时候每天只有几手成交，我们关注到此前有几个投资者在场外申购、场内卖出，算是成功套利，但也只能出掉一部分筹码，因为成交额实在太大。”他称，随着



视觉中国图片

高溢价被平抑，最后接盘的投资者将高位站岗。

天相投顾基金评价中心也表示，用极小的成本把标的拉涨停，形成赚钱效应，再吸引跟风者去接盘，确实和游资的手法相似。

游资“围猎”的对象

LOF产品为何频频出现暴涨暴跌？多位公募人士在接受中国证券报记者采访时表示，LOF流动性不足的特征给游资短线炒作提供了空间，投资者认知存在缺陷等因素也不容忽视。

一位资深公募人士表示：“大部分LOF产品缺乏做市商机制，流动性不足，在交易量极小的情况下，只需少量资金就可能将价格推至涨停或跌停。部分投资者盲目追涨杀跌，更会放大这种波动。同时，游资也可能利用流动性不足的特征‘打板’，吸引跟风盘，从而制造短期的剧烈波动。”

另一位公募人士也表示，类似LOF暴涨暴跌的情况大概率是场内游资炒作套利导致，尤其是一些规模“迷你”的大宗商品LOF，很容易成为游资“围猎”的对象。

天相投顾基金评价中心表示，一方面众多LOF场内规模小，价格容易被操控；另一方面，LOF套利时间受限，无论是场外申购还是场外转至场内，一般都有几个交易日级别的时间差，资金可利用这个时间差，在套利资金到位前快速完成“拉升—出货”的动作，部分投资者（尤其是经验不足的散户）容易被短期涨幅所吸引，渴望“打板”博取短线收益，却忽视了基金单位净值和溢价率。

2024年，证监会发布的一则行政处罚决定书，揭露了游资利用资金优势操纵LOF获利的手法，一名投资者控制使用他人账户操纵国富恒利债券等31只LOF产品，被立案调查、审理。其手法主要是利用资金优势进行连续买卖，在自己控制的账户间进行证券交易，导致LOF二级市场价格涨幅异常。最终，该投资者被没收违法所得153.59万元，并被处以307.18万元罚款。

规模偏小、流通份额少、持有人户数较少的LOF产品更容易产生二级市场价格剧烈波

动，有公募投研人士认为，类似这种几乎“没有流动性”的品种，机构投资者一般不会参与。

Wind数据显示，截至8月21日，全市场LOF产品份额不足360亿份，超百只LOF产品的场内流通份额均不足1000万份，330余只LOF份额不足1亿份。在成交额上，今年以来，320余只LOF的日均成交额不足100万元，近20只LOF的日均成交额不足1万元。

此前，LOF高溢价情况通常发生在ODII产品上。例如，原油和黄金主题LOF产品的二级市场溢价相对更具有持续性。有业内人士分析，答案藏在两个维度里，一是机制“土壤”，原油和黄金主题LOF通常属于ODII产品，受外汇额度限制，当市场狂热时，套利机制失效，导致LOF二级市场价格与单位净值脱钩，相关LOF场外申购长期暂停或严格限购，客观上为场内溢价情况提供了温床；二是行情“肥料”，地缘局势屡屡引发石油和黄金价格波动，成为了资金炒作的催化劑。

“拖拉机”套利持续发车

进入2025年，LOF套利情况在二级市场持续升温。在市场火热行情下，越来越多的LOF产品出现显著溢价，不少投资者将目光投向所谓的“套利机会”，即溢价套利和折价套利。溢价套利是指场内交易价格显著高于基金单位净值时，投资者可以在场外申购基金份额，在场内高价卖出，赚取价差。反之，折价套利是当场内价格低于净值时，投资者可以在场内低价买入基金份额，再转至场外，以净值变现。

中国证券报记者注意到，从去年开始，“一拖六”LOF套利模式日渐流行。不少自媒体账号“手把手”教学如何用“拖拉机”账号做LOF套利“薅羊毛”。“拖拉机”是常见的LOF套利“武器”，由于容易出现较大幅度折溢价的LOF大部分开启了严格限购，有的品种单个账户每日交易限制低至100元，用户需要通过“拖拉机”来放大申购金额和套利效率。

一位长期专注套利的大V表示，开“拖拉机”即指一个证券账户关联多个股东账号和多

个封闭式基金账号，常见的“一拖六”即指一个证券账户同时加挂三个深市股东账号和三个深市封闭式基金账号。还有一种“一拖七”的玩法，即在“一拖六”的基础上，再加一个场外基金账户。

这样的套利深受“羊毛党”喜爱，当溢价较高时，“一台拖拉机”单日收益可以达到100多元，“多台拖拉机”甚至可以获得上千元收益。在大多数时候，套利收益水平并不高，但在社交媒体上被宣传为“无风险薅羊毛”。

业内人士提示：“表面看似稳赚的LOF套利，实际上暗藏风险，包括净值波动风险、流动性风险、时间差风险等问题，一旦判断失误，套利者可能在所谓的‘火爆行情’中沦为高位接盘侠。”

“其实，净值波动风险比产品溢价空间更值得关注。”一位市场人士表示，“在LOF套利交易的过程中，投资者在T日申购后，待确认份额、转托管到场内并最终在场内卖出，可能需要几个交易日的時間，这期间产品净值很可能已经发生了显著变化，导致套利空间被侵蚀甚至出现亏损。”

“不要忽略产品净值本身的波动，能薅到几十块钱‘羊毛’都算幸运的，有的套利者甚至可能会损失本金。”上述人士表示。

上述暴涨暴跌的部分LOF品种，更是套利投资者需警惕的重灾区——看似溢价空间很大，但由于流动性不足，很可能无法顺利卖出，并最终以亏损收场。“对于涨停后跟风从场外买入试图‘套利’的投资者，由于从场外转到场内需要几个交易日，等时间窗口过去了，很可能就被‘埋’在里面。”上述人士表示。

对于频繁出现的LOF产品暴涨暴跌问题，有业内人士认为，基金公司可以多管齐下，针对不同情况去应对。比如，针对交易型产品出现不合理折溢价时，持续进行风险提示；针对二级市场交易不活跃的LOF，可选择退市，这也是对投资者负责，为公司节省成本的合理选择。目前来看，针对规模过小、竞争力不足的老基金通过清盘等方式进行处置，正在成为越来越多基金公司的选择。

长线资金“上榜” 大手笔布局超百只A股

● 本报记者 张韵

近日，随着上市公司2025年半年报陆续披露，社保基金、基本养老保险基金等长线资金的部分持仓情况浮出水面。Wind数据显示，统计截至8月21日披露的上市公司半年报数据发现，二季度末已有40余只社保基金组合、20余只基本养老保险基金组合进入上市公司前十大流通股东行列，覆盖上市公司约160家。

超百只A股获社保基金青睐

截至8月21日，从已披露的数据来看，社保基金组合投资范围较广，其身影在超过140只A股公司二季度末前十大流通股东中出现。部分公司更是获得多只社保基金组合的青睐。

例如，常熟银行前十大流通股东中，四大席位都被社保基金组合占据，分别为社保基金16042组合、全国社保基金四一三组合、全国社保基金一一零组合、全国社保基金四零六组合，合计持仓市值（以6月30日收盘价计算，下同）超过20亿元。

其中，持股较多的社保基金16042组合持有常熟银行的市值约6.9亿元，位居公司第四大流通股东。

此外，南微医学、凯立新材、苏试试验也获得多只社保基金组合的青睐。3只个股前十大流通股东均有3只社保基金组合的身影。海大集团获社保基金持有的市值也较高，全国社保基金一零六组合、全国社保基金一零九组合持有海大集团的市值合计超过12亿元。

单一社保基金组合持仓市值较高的个股为鹏鼎控股、万华化学，两只个股均获全国社保基金一零三组合重仓，持仓市值分别为13.8亿元、11.5亿元。

信维通信、藏格矿业、华东医药获单一社保基金持仓的市值紧随其后，均超过7亿元。除了华东医药外，其余两只个股也受到全国社保基金一零三组合的青睐。

养老金大手笔投向40余个个股

基本养老保险基金组合投资方面，20余只基金组合共进入超40家A股公司的前十大流通股东行列。

其中，春风动力、蓝晓科技受到养老金机构的追捧。基本养老保险基金一六零二组合是这两只个股的前十大流通股东，持仓市值均超过10亿元，且都相较于一季度末进行了增持。

春风动力还获得基本养老保险基金一六零三组合的新进投资。该基金组合持有春风动力超190万股，持股市值约为4亿元。值得注意的是，二季度末，基本养老保险基金一六零三二组合已进入5家A股公司前十大流通股东行列。

此外，宏发股份、海兴电力、华峰铝业、多利科技等也获得基本养老保险基金组合的青睐。其中，基本养老保险基金一五零二二组合、基本养老保险基金八零七组合合计持有宏发股份超6亿元。

两类资金持仓超460亿元

Wind数据显示，截至8月21日，按已披露半年报数据的A股公司前十大流通股东的持股进行计算，社保基金组合、基本养老保险基金组合在二季度末合计持有A股总市值超过460亿元。

其中，社保基金组合持仓市值占比超过80%，合计持仓超过370亿元。全国社保基金四一三组合进入18家A股公司前十大流通股东行列；全国社保基金五零三组合、全国社保基金一零一组合进入A股公司前十大流通股东名单的数量均在10次及以上。

综合目前已披露的数据来看，合计获社保基金组合、基本养老保险基金组合持股市值最高的为春风动力，持仓市值超过21亿元。

2025年半年报显示，春风动力前十大流通股东中，两个席位为基本养老保险基金组合，一个席位为社保基金组合。相较于一季度末，全国社保基金四二零组合新进前十大流通股东，基本养老保险基金一六零二组合增持超120万股。这也是基本养老保险基金一六零二组合连续第五个季度增持该股。

春风动力主营产品有全地形车、中大排量摩托车、电动两轮车。2025年上半年，春风动力实现归属于上市公司股东的扣非净利润约9.5亿元，同比增长38.38%。截至8月21日收盘，今年以来春风动力涨幅超过80%。

据统计，包括春风动力在内，共有9家A股公司合计获社保基金组合、基本养老保险基金组合持股市值超过10亿元，涵盖汽车、PCB、银行、化工、食品饮料、医疗、电气等领域。

中信保诚基金姜鹏：

中证A500布局正当时 量化赋能捕捉超额收益

● 本报记者 魏昭宇

近期A股市场情绪逐步回暖，结构性机会持续显现。在中信保诚基金的基金经理姜鹏看来，当前市场正迎来风格再平衡的关键时间窗口。随着市场风险偏好持续回升，姜鹏察觉到了资金流向的微妙变化：“市场风险偏好或向理性均衡转化，不少前期被错杀的优质中盘成长品种，将在估值修复与业绩改善的双重驱动下迎来布局机会。”

近期，中信保诚基金推出中信保诚中证A500指数增强型证券投资基金，拟由姜鹏、黄稚共同管理。姜鹏在接受中国证券报记者采访时表示，团队力图通过量化模型在市场风格不断切换中为投资者捕捉更多超额收益。

中证A500指数极具配置性价比

尽管此前中证A500指数增强领域已有不少公募机构入局，但中信保诚基金仍然选择此时布局，这源于投研团队对资金结构的深度剖析与预判。“过去两年，哑铃型策略受到追捧。”姜鹏表示，“当政策催化与基本面改善同时出现，我认为不管是存量资金还是增量资金，都会重新寻找估值洼地。”

在姜鹏看来，无论是从赔率还是胜率的角度看，中证A500指数都极具配置性价比：一方面，从目前的指数成分股来看，很大一部分与沪

深300指数重叠，优质的核心资产尽在其中；另一方面，不少成分股覆盖半导体设备、工业机器人等高成长板块。这种独特结构使得指数在一定程度上兼具大盘风格的业绩稳定性与中小盘风格的成长爆发力。

公开资料显示，中证A500指数从各行业选取市值较大、流动性较好的500只证券作为指数样本，反映各行业最具代表性上市公司证券的整体表现，旨在多维度刻画中国经济转型升级背景下核心资产的整体表现。“从风格角度出发，目前来看中盘风格（中盘成长、中盘价值）可能是未来一段时间赔率和胜率综合而言性价比比较高的选择。”姜鹏表示。

基本面为舵 量价因子为帆

针对中证A500指数成分股的特点，姜鹏的量化增强策略可分为两类思路。

对于中证A500成分股中与沪深300指数重叠的部分，姜鹏选择深耕基本面的阿尔法因素。“这些公司基本面逻辑比较过硬，因机构持有度较为集中、信息透明度较高等特点，用量化捕捉错误定价的机会会比较难。”姜鹏表示，针对这类股票，团队主要采用基本面选股思路，通过业绩质量、现金流稳定性等常规分析因子，筛选出经营持续向好的企业；同时，利用“困境反转”因子等一系列卫星策略，捕捉出现业绩拐点的板块和股票。

转向中盘风格时，团队的量化策略更显锋芒。针对中盘风格的高波动特性，姜鹏表示，一方面通过基本面因子判断股票的“硬实力”，另一方面通过量价因子找到其被错杀的机会。“今年来看，‘非流动性冲击因子’的有效性比较高，比如当ETF被动资金涌入时，低流动性个股涨幅可能会更加明显。”姜鹏表示，团队会结合资产特性和市场环境等因素，对基本面因子和量价因子进行加权。“当然，我们现在也加入了部分机器学习因子，力求及时觉察到市场的微观变动。”

“从风险把控的角度来看，尤其是在极端市场环境下，只依靠模型是不够的。”他话锋一转，“我们需要不断加强对市场环境的人工预判。”去年9月，团队监测到沪深300、中证1000指数的平值期权波动率跌至历史较低水平，而这种状态往往预示市场会变盘。“我们当时认为市场即将从低波动转向高波动，于是团队调整了风险偏离度，在随后行情大涨时为持有人创造了更多收益。”姜鹏回忆说。

在变化中持续反思与迭代

量化投资如同在流沙中建造城堡，市场环境的快速变化迫使量化团队持续反思。

中国证券报记者留意到，中信保诚量化团队坚持“做有逻辑的量化”，围绕“因子—组合—风控—交易”全链条迭代，并在指数增强方向形成体系化积累。根据基金定期报告等公开资料，截

至今年6月底，中信保诚量化阿尔法连续7.5年对沪深300指数取得正向超额收益，中信保诚中证500指数基金连续12年成为绩优产品。

“今年二季度，我们发现许多量价因子失灵了。”姜鹏表示，4月初机构资金转向，不少依赖散户交易行为的因子有效性下降。“快速变化的市场环境也让我们更加重视对资金行为的识别能力，持续迭代量化策略。”

近两年来，在风控方面，中信保诚基金量化团队也从静态分析转向更为灵活的动态把控。“传统模型要求个股偏离度不得超过1%。但我们经常发现，两只在因子评价维度看起来差不多的个股，实际走势往往会因为微观流动性等一系列因素而存在差异。”姜鹏渐渐意识到，需要为每只股票定制偏离阈值，从舆情、机构调研等多个维度科学评估风险。“针对各个方面得分都比较高的股票，我们允许其风险偏离度高一些；而对于在舆情、微观流动性等一些方面存在分歧的股票，我们给予其风险偏离的空间就更小。”事实证明，这套动态风控系统运行一段时间后，大大提升了产品净值的稳定性。

此外，在交易环节，团队也在持续思考突破口。“与私募量化相比，公募量化在合规方面受到不少限制，比如我们每天购买一只股票的占比是有比例上限的，这使得我们在流动性相对较差的时候可能无法买到理想的标的。”姜鹏表示，“所以目前我们团队在交易行为上也在不断优化，力求找到更科学的替代方案。”