

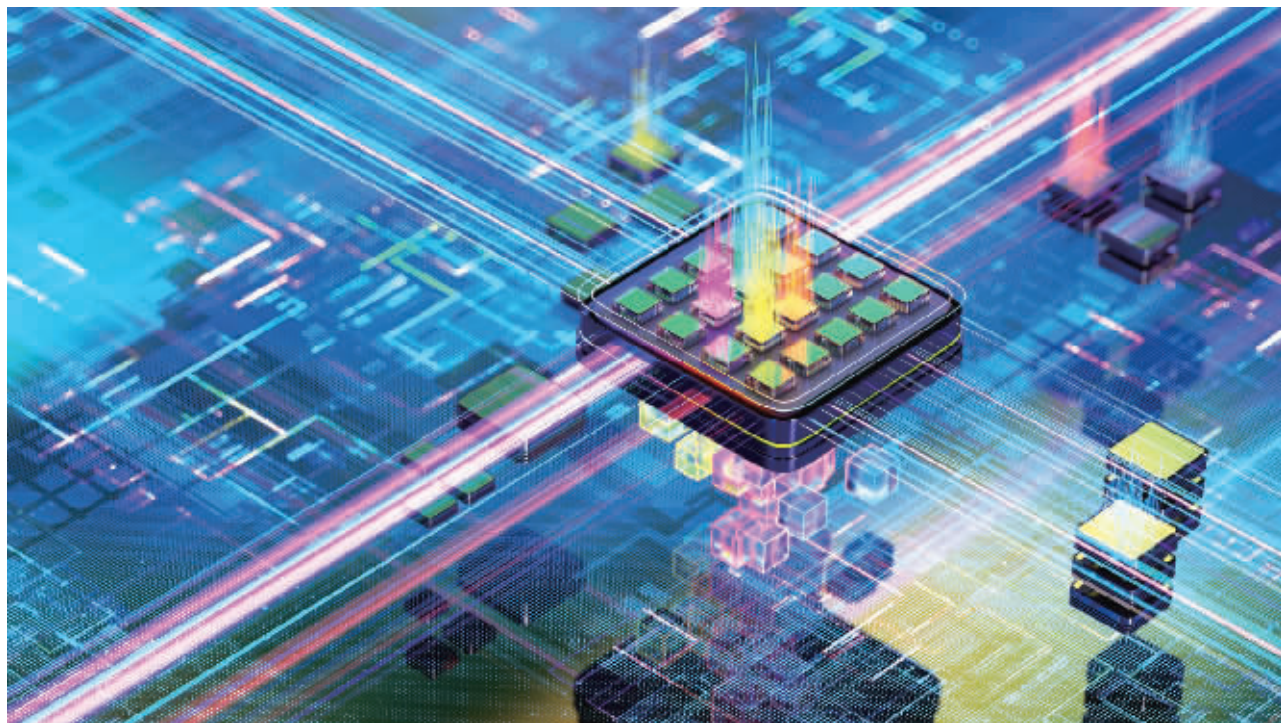
# QDII基金“高烧”怪圈难解 高溢价盛宴“上桌容易下桌难”

□本报记者 张舒琳

5月11日早上10点30分,全球芯片LOF在开市停牌一小时后复牌,随即被疯狂涌入的买盘推动继续大涨,溢价率在午间突破46%。基金公司当即公告临时停牌,自5月11日下午开市起停牌至当日收市,全天有效交易时间被压缩至一小时。当晚,基金公司公告次日继续停牌一小时。同日,市场唯一一只中韩半导体ETF涨停,溢价率超过20%。此后,这两只产品大幅波动,即便在5月15日大幅下跌,但产品溢价率仍分别高达27.18%、35.94%。

这样的情形在近来多次出现。大涨-停牌-复牌-继续大涨,芯片板块行情沸腾,QDII场内基金溢价率持续高企,即使基金公司上百次风险提示也形同虚设。值得关注的是,类似的剧本此前多次在国投白银LOF、易方达原油LOF、南方原油LOF、嘉实原油LOF等产品上出现。即便每次市场热度消退后都有投资者遭到重创,但高溢价的火焰,总能在下一个热门赛道重新点燃。

溢价并非新鲜事,但需要关注的问题是:为什么QDII基金“高烧”问题反复出现,却始终难以被根治?



视觉中国图片

## 机制失灵导致高溢价

本轮芯片主题基金高溢价的形成有其合理性。近日,随着全球AI算力需求快速增长,高带宽存储、先进封装、服务器存储等方向景气度大幅提升,中韩半导体ETF、全球芯片LOF因产品稀缺性,吸引了大量资金涌入二级市场,买盘远大于卖盘。

基本面的爆发点燃了市场情绪,大量交易型资金和炒作资金持续涌入,持续推高产品溢价。4月以来,两只QDII芯片主题基金经历了多个疯狂时刻。截至5月15日,中韩半导体ETF华泰柏瑞今年以来的涨幅超过133%;全球芯片LOF今年以来涨幅超过97%。

高溢价引发了监管持续关注,据上交所公告,5月11日至5月15日期间,上交所对中韩半导体ETF、全球芯片LOF等溢价较高的基金进行了重点监控。

要理解QDII基金高溢价的成因,需要首先厘清其定价机制。与普通股票型基金不同,QDII类型的ETF和LOF均有两个价格,一是净值,即基金实际持有资产的市场价值;二是场内交易价格,两者之间出现偏差便会导致折溢价。

在正常的A股ETF市场,一旦出现溢价,套利者会在一级市场申购ETF份额,同时在二级市场卖出,从而熨平价差。理论上,只要套利通道畅通,溢价就不会持久存在。但对QDII基金而言,这套机制几乎失效。华泰柏瑞基金表示,受QDII额度刚性约束,一级市场申购受限、新增份额供给不足,传统ETF一二级市场套利平衡溢价的机制难以充分发挥,进而导致溢价水平短期内难以快速收敛。

即便有额度可用,QDII产品的申赎周期也远长于普通ETF。晨星(中国)基金研究中心高级分析师李一鸣表示,QDII基金申赎周期较长,需T+2日确认,且采用现金申赎,套利成本需等基金经理完成海外成分股买卖后才能确定,存在很大不确定性。此外,境内跨境ETF设有10%的涨跌幅限制,而底层资产海外市场的个股无涨跌幅限制,波动可能远超10%。当底层资产单日大涨,境内基金因涨停板机制无法及时反映净值变化,价格与净值便会出现结构性脱节。

产品稀缺性是助长炒作情绪的重要原因。中韩半导体ETF华泰柏瑞是目前境内唯一可直接投资韩国市场的ETF产品,全球芯片LOF则

通过海外ETF间接持有了英伟达、AMD等美股半导体龙头。在AI算力需求爆发的宏观叙事背景下,产品具备稀缺光环。供需极端失衡与套利机制失效的叠加效应,推动大量资金涌入二级市场抢购相关产品。

李一鸣认为,炒作的主要力量既包括短线游资,以及受赚钱效应驱动盲目追高的散户,也包括在板块行情火热时通过场内交易快速布局的机构投资者。

## 额度放宽 溢价难平

一直以来,QDII额度不足是跨境ETF面临的现实困境,我国居民全球配置需求高速增长,只要这一结构性缺口存在,热门品种就永远存在溢价基因。今年以来,国投白银LOF、南方原油LOF、原油LOF易方达、嘉实原油LOF等多只产品均出现过高溢价情形,部分产品溢价率一度超过50%。

尽管近年来QDII额度持续扩容,但对比现实需求仍然供不应求。今年3月27日,QDII市场迎来久违的开闸,国家外汇管理局披露最新一批QDII额度审批结果,这是自2021年6月以来单次获批额度最大的一次,78家机构合计新获批53亿美元,其中46家证券基金类公司合计新获批约29.9亿美元。此后,多家基金公司陆续宣布放宽旗下产品的申购限制。不过,相比于投资者旺盛的多元配置需求,扩容的额度仍然有限,单家基金公司最高获批8000万美元,对于管理多只QDII产品的基金公司而言并不充裕。

除了推动额度扩容,监管层面还明确要求,基金公司须将QDII额度优先用于公募产品,专户产品占比须在2027年底前降至20%以下,2026年底前完成至少一半的调整任务。部分基金公司已开始腾挪专户产品的QDII额度供公募产品使用。

QDII额度稀缺情况有所缓解,但却并未改变场内基金溢价率“高烧不退”的局面,原因何在?

在业内人士看来,额度扩容只是疏通了供给渠道,但能否真正压制溢价,取决于炒作情绪能否降温。“QDII类型的场内基金高溢价本质是情绪驱动的短期价格偏离。只要市场情绪不减、资金持续涌入,即便基金公司定向释放部分额度,新增份额也会迅速被市场资金消化,溢价仅短暂回落便可能再度反弹。”某大型基金公司人士表示。

回顾过往被爆炒的QDII场内基金溢价回落过程,李一鸣分析,通常会经历四个阶段。第一阶段是风险提示与停牌,基金公司发布风险提示公告并申请临时停牌,试图抑制炒作。第二阶段是情绪降温,当板块行情出现调整或新热点出现时,资金开始流出,二级市场买盘减少,价格上涨动力减弱。第三阶段是套利机制恢复,若基金公司获得新增QDII额度并放宽申购限制,套利资金可通过场外申购份额、场内卖出平抑溢价,加速溢价回落。第四阶段是价格回归净值,随着情绪完全退潮和套利操作持续,二级市场价格逐步向基金净值收敛,溢价率回归合理区间。也就是说,相比于有限增加的QDII额度而言,投资情绪退潮、跟风盘消失才是溢价回落的主要原因,资金大规模流出将快速打破供需失衡格局。

天相投顾基金评价中心表示,短期炒作引起的高溢价往往快速回落,或待板块热度消退,投资者意识到高溢价风险后,买盘减少,场内价格向净值靠拢,溢价自然收敛。上述某大型基金公司人士也表示,QDII类型ETF溢价的回落通常是市场情绪退潮与套利机制共同作用的结果。当海外标的行情走弱、板块热度出现回落,市场资金布局意愿收敛,获利盘逐步兑现离场,入场资金大幅减少。场内买盘力量衰减、抛压逐步显现、供需关系反转,二级市场交易价格自然回落,溢价率随之从高位逐步下行。另外,在市场情绪回落的基础上,套利机制同步发挥作用,此时若基金公司进一步放宽一级市场申购限制,原本受限的份额供给得以修复,套利效率有望提升。

## 谁为盛宴买单

对于接棒高溢价产品的投资者而言,意味着用高出基金净值很多的价格购买了同样的资产。即便底层资产价值未来保持不变,仅因为溢价回归就可能出现大幅亏损。

有趣的是,在全球芯片LOF溢价率突破46%的当日,仍有大量投资者涌入。还有投资者在小红书等平台表示,因该基金停牌转而追涨买入中韩半导体ETF华泰柏瑞,尽管后者溢价率也比较高,“顾不了那么多,买了再说”。投资者对于“还能接着涨”的期待,压过了溢价终将回归的常识。

“对我来说,反正是T+0交易,挣钱了快点跑就行了,只要别当最后买单的人就行。”拥有

较多交易经验的投资者詹女士表示。在她看来,只要在情绪高涨、溢价攀升的窗口期买入,在高点出掉,就不会被“割韭菜”。不过,随着基金公司多次盘中临时停牌,高点“出金”获利了结也并非易事。而想要及时果退的投资者,也往往低估了溢价崩塌的速度。

最终为高溢价买单的,是那些缺乏经验、较晚知道风险的投资者。对于入场不久、并不了解QDII基金溢价机制的投资者而言,极易忽视高溢价背后的风险,成为最后一批“接棒”的人。

今年初,不少投资者高溢价买入国投白银LOF后,承受了大幅亏损。为避免类似事件发生,QDII场内基金明显提高了风险提示和停牌的频率。针对产品高溢价情况,华泰柏瑞基金今年以来累计发布溢价风险提示公告及临时停牌公告达138次,并实施2次盘中临时停牌,同时通过多渠道、多形式反复讲解溢价形成机制与投资风险。并表示与交易所保持密切沟通,配合做好异常交易监控,后续将继续密切关注溢价走势,必要时果断采取干预措施,始终将投资者保护置于首位。景顺长城基金也已多次发布溢价风险提示公告及临时停牌公告,5月15日,全球芯片LOF再次公告提示,投资者应密切关注二级市场交易价格溢价风险,审慎做出投资决策,如盲目投资,后续可能遭受重大损失。

天相投顾基金评价中心表示,高溢价意味着有较大的套利空间,这本身是不合理的。产品溢价可以看作一个情绪温度计,表明市场对于某类标的或板块的情绪过热,短期虽并不能预测后续行情的演变,但从长期来看溢价率会归于正常。可通过观察主流产品或同类产品的历史溢价数据来看当前溢价是否合理,溢价率超出历史均值或有明显套利空间的溢价均存在不合理性。

李一鸣建议,投资者在判断一只QDII基金的溢价是否合理时,可综合考虑以下因素:一是溢价率绝对值,跨境ETF溢价率若低于4%,则较为常见,超过5%需警惕;二是溢价率持续性,短期如一两个交易日的小幅溢价可能是正常的价格波动,但持续超过1周的高溢价通常是非理性炒作的信号,后续回调风险升高;三是折溢价率历史分位,通过对比该产品历史上的溢价率水平,判断当前溢价是否处于异常高位,若超过历史90%分位,则应考虑回避。对于二级市场高溢价的基金,投资者可以优先选择场外联接基金,按当日净值申购。