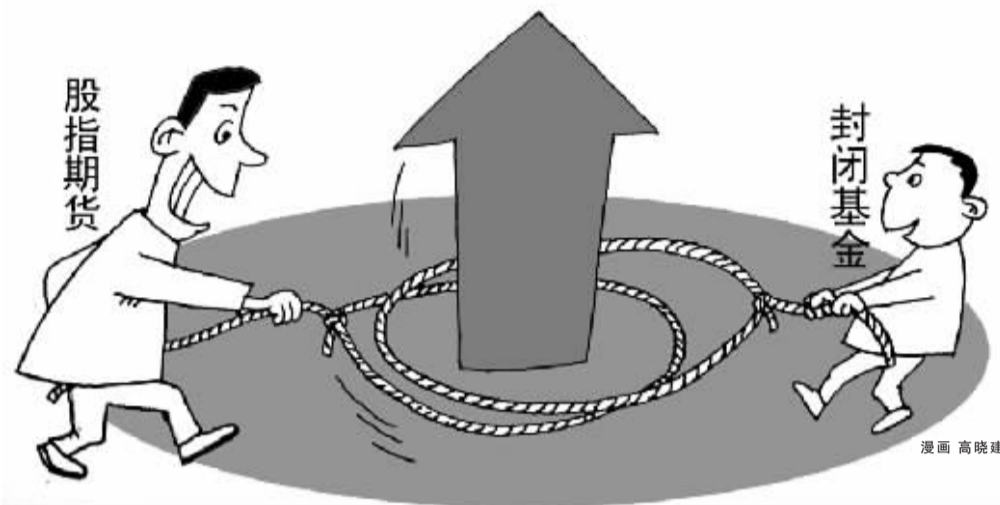


封基、指基与股指期货的套利策略

1月8日,中国证监会表示股指期货和融资融券业务已经双双获国务院批准,市场期盼多年的做空机制终于获得了政府颁发的“准生证”。困扰国内资本市场多年的封基折价之谜,也有望随着做空机制的推出而得以解决。在国内封基市场中,除杠杆型基金瑞福进取和瑞和远见溢价交易外,其余非债类封闭式基金均处于折价交易状态。

我们姑且把没有分级条款设计的非债类封基称为普通封基。截至2010年1月8日,28支普通封基(包括大成优选和建信优势)平均折价率为18.18%。其中,基金丰和、基金鸿阳、基金同盛、基金久嘉、基金金鑫、基金普丰、基金银丰折价率在20%以上;基金裕泽、基金兴华、基金安顺折价率则不到10%。此外,向上收益空间较小的瑞和小康折价14.25%,而杠杆型封基同庆B因为在跌市中净值同样会加速下行,折价率则高达19.37%。封闭式基金的大幅折价,蕴含着较为丰厚的套利空间!另外,随着股指期货的推出,当现货指数和期货指数产生较大幅度背离时,作为复制现货指数的工具,流动性更佳的ETF基金亦可派上用场。

◎西南证券资产管理部 张建龙



一、买入封基+沽出期指的套利模式

股指期货推出后,封基与股指期货间的基本套利策略是:买入封基+卖出期货合约。要点是:利用封基净值历史数据、最新公布的仓位数据,估计需要期货合约的份数(即所谓的最优对冲比率)。但是,由于封闭式基金距到期日较久(绝大部分封基到期日都在3年以后),即便是距到期日最近的基金裕泽、大成优选,其到期日也分别在2011年5月31日和2012年8月1日。

与封基较长的到期日相比,股指期货合约期限较短。国内即将推出的沪深300指数期货合约有四个月份,分别是当月合约、次月合约以及之后的连续两个季度的合约(季月指每季末的那个月份,即3月、6月、9月和12月)。封基到期日与股指期货到期日时间上的不匹配,导致买入封基持有到期+滚动卖空期货合约的方法,不仅成本高昂而且充满了风险。比如,以折价率15%买入封基,持有期货合约到期。若此期间指数大幅上扬,同时封基折价率上升到20%(因为基金远未到期,各种情况都可能发生),则该套利组合很可能暂时产生亏损。固然,投资者可以选择继续沽空未来期指,但若届时期指低于指数现货,投资效果将再打折扣。

以上套利模式,可称为较为粗放的组合方式。不是说不可获利,而是因为封基到期日和期指到期日在时间上的不匹配,导致套利过程充满了风险。当套利结果过多依赖未来的情景假设时,便沦为赌博,这不符合套利的基本精神!

二、封基分红事件的套利模式

当然,做到绝对的无风险套利是很困难的!但基于大概率事件的套利仍具操作性。比如,高净值封基的高额分红就是大概率事件。

按照《证券投资基金运作管理办法》,封基年度分红比例不得低于当年已实现收益的90%,这导致在牛市次年的3、4月份,高净值封基会按照有关规定进行大量分红,往往形成所谓“分红行情”。“分红行情”的实质,是本来不能提前变现的基金净值的提前变现。在即将分红前的时刻,高分红封基的实际折价率要远远大于名义折价率。假如此时封基实际折价率较大幅度超过正常水平,则可以通过买入封基+卖空临近月份期货合约的方式套利。至于多少算是封基折价率的正常水平,根据国际经验,当融资融券、股指期货推出后,正常年份里,封基折价率回归到10%~15%也是大概率事件。

三、关注封基的Alpha

采用买入封基+卖出股指期货的方式时,考察封基赚取超额收益的能力也很重要。这往往会带来意外的惊喜!其一,跑赢市场指数会提高基金净值,同等折价率下交易价格会高些;其二,管理水平高的封基,会受到投资者喜爱,折价率水平也会下降。因此,选择封基套利时,对所谓Alpha的度量也很重要。分红+Alpha收益+时间推移,三者共同作用带来的折价率降低,是买入封基+卖出股指期货合约的主要利润来源。

选择好封基品种后,还要慎重选择确定最优对冲比率的数学模型。估计最优对冲比率的模型有很多,包括静态模型,即:在套利初期计算出需要卖空期货合约的份数,整个套利期间不再改变,这些模型往往

通过回归方法计算,许多理论证明了它们在方法论上不够严密;还有动态模型,即:使用GARCH类模型,在套利期间动态调整卖空期货合约的份数。

一般而言,动态模型更精确些。但值得注意的是,国内以前未曾推出过股指期货,自然缺乏期货合约的历史数据。严格来说,任何模型都未经历国内实际数据的检验,其运作效果都值得警惕。至于仿真期货合约数据,由于不能与现货互动,失真相当严重。比如,1月8日,仿真合约1001收盘价3596.80点,仿真合约1003收盘价高达4038.00点,仿真合约1006收盘价高达4262.00点,这种情况在现实中是不会持续出现的。

以上讨论了封基和股指期货间的套利,利润的来源无非外平分红、Alpha收益以及随着时间推移的折价率自然回落。下面我们再考虑更一般的情形,假如期指遭遇爆炒,我们如何套利?

四、买入指基+沽出期指的套利模式

一个办法是按照沪深300指数清单买入现货,这可以行得通,但不仅繁琐且交易成本较高!

另一个办法是买入以沪深300为标的的指数基金。但效率偏低、容量有限!现有的10来只沪深300指数基金,半数以上是场外基金,另有4支为LOF基金。场外基金实行“未知价”申购原则,这意味着当你卖出期货合约时,你所申购基金的价格还未确定。如果套利空间较大这不算什么,如果利润空间较小,这就是很大的风险来源。与此相比,LOF基金更有优势,毕竟可以场内购买、立等可取。但纵观现有4支场内沪深300指数LOF基金,除嘉实300日均交易量约6千万外,其余三支日均交易量只有1、2百万的数量级。股指期货一份合约价值就在100万以上,所以大资金套利还得另想办法。

对大资金而言,更可行的办法是复制沪深300指数现货,工具为ETF基金。与LOF基金比,ETF基金日均交易量大,特别是华夏50ETF日均交易量达20亿,深证100ETF日均交易量约9亿。另外,与其他指数基金相比,由于采用一揽子股票申购赎回模式,ETF基金仓位一般在95%以上,甚至高达98%,无形中提高了资金的利用效率。具体的测算方法不再介绍,总之,根据我们前期的测算结果,0.6176份华夏50ETF+0.4012份易方达深证100ETF可以较好复制沪深300指数。当期指遭到爆炒时,投资者可卖空期指同时买入50ETF和深100ETF的组合,以实现低风险套利。

五、结语

以上介绍的都是买入基金、沽出股指期货的模式,实际上,随着融资融券业务的开通,只要投资者能发现一支熊基、熊股,同样可以选择卖空基金+买入期指的模式,只是融券成本会高些。另外如果融券卖出盘面较小的交易品种,投资者还要防止“逼空”的风险。

最后,套利是件机密的事,某种意义上讲,套利者最好是孤独的。如果纷至沓来,机会便会稍纵即逝。但若真有套利机会发生,投机者又往往会纷至沓来,最终把套利机会消灭。所以,这是一种矛盾,也正是在这种矛盾中体现了市场配置资源的效率,有效市场理论屡屡灵验!

基金仓位监测报告

基金上周主动增仓

◎浙商证券金融工程部

根据浙商证券基金智库基金投资选择系统的测算,318只偏股型开放式基金的平均仓位在上周小幅上升,由前一周的79.55%上升至81.21%,平均仓位上升1.62个百分点。剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,基金整体依然表现为主动加仓,而且主动加仓的幅度达到2.30个百分点。主要股指在上周出现明显的下跌,在这样的背景下,基金进行主动性加仓,说明目前基金对后市并不悲观。

从上周基金主动性调仓幅度的分布情况来看,加仓幅度在0%~5%之间的基金占比52.83%,而加仓幅度在5%~10%的基金占16.35%。与此同时,减仓幅度在0%~5%的基金占比21.70%。综合来看,选择加仓的基金占整体数量的比例为74.84%,表明在跌势中加仓是大部分基金共同的选择。

从全部偏股型基金的仓位分布来看,与前一相比,高仓位(90%以上)的基金数量有较大幅度的上升,而中高仓位(80%~90%)的基金数量则有一定幅度的下降。综合来看,上周仓位在80%以上基金占全部偏股型基金的比例为63.28%,较前一周有小幅的上升。此外,我们还观测到,有20.75%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置上限,与前一相比上升了8.18个百分点,同时,只有0.94%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置下限,说明有相当基金选择了相对激进的仓位配置策略。

按投资类型划分,上周股票型基金的平均仓位从84.31%上升至86.07%,较上一周加仓1.76个百分点,剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,股票型基金主动性加仓2.32个百分点,主动加仓的基金占比为76.80%;混合型基金的平均仓位从73.38%上升至74.80%,也表现为主动性加仓,且主动加仓幅度为2.28个百分点,主动加仓的基金占比为72.26%。按晨星基金类型划分,股票型基金、积极配置型基金以及保守配置型基金的平均仓位分别为85.69%、71.24%和43.50%,股票型基金、积极配置型基金和保守配置型基金分别主动性加仓2.19个百分点、2.56个百分点和3.13个百分点。

将基金最新公布的净值规模大小排序,我们将基金分为大盘基金(前1/3的基金)、中盘基金(中间1/3的基金)和小盘基金(后1/3的基金)。上周大盘基金的平均仓位为83.53%,比前一周主动加仓2.08个百分点;中盘基金的平均仓位为82.88%,比前一周主动加仓2.60个百分点;小盘基金的平均仓位为77.23%,较前一周主动加仓2.22个百分点。

按基金最近一年的业绩表现排序,我们将业绩表现最好的前1/3的基金称为绩优基金,中间1/3的基金为中等基金,后1/3的基金为普通基金。上周绩优基金的平均仓位为85.12%,较前一周主动加仓1.60个百分点;中等基金的平均仓位为81.22%,较前一周主动加仓2.29个百分点;普通基金的平均仓位为77.30%,较前一周主动加仓3.10个百分点。