

股指期货背景下 180ETF 的投资价值和策略

华泰联合金融工程团队

ETF基金组合是股指期货的期现套利首选的现货头寸构建物。相对于构建股票组合,ETF基金具有低成本,高速度的优点,满足实现期现套利的条件。
75%的上证 180ETF + 25%的深证 100ETF 组合是沪深 300 股指期货在期限套利时理想的现货头寸。合理可控的跟踪误差以及良好的流动性使得该组合是目前市场上

的理想选择。

股指期货的期现套利还需要综合考虑其他因素,如交易成本,保证金比例等,只有在期货价格超出了无套利区间之后才有利可图。另一方面,期现套利的活跃将会使 ETF 现货内在的流动性得到更好的展示。

股指期货的期现套利

期货套利的方式主要有跨期套利和期现套利。前者是基于对不同月份合约价差走势的判断进行投资,后者利用股指期货与现货之间的价格偏差建立期货与现货的套利头寸。相比商品现货,金融现货天然有着较低的交易成本和较高的流动性,为期货提供了便利条件。

ETF 是理想的期现套利现货标的

期现套利操作有若干约束条件:第一,现货应尽量跟踪期货标的指数;第二,建仓和平仓时,期市和股市中对应头寸应同时成交;第三,应尽量控制套利成本。套利者可以通过持有股票组合或 ETF 组合来构建现货头寸进行期现套利。

持有股票组合有很大的缺陷,套利机会稍纵即逝,短期内按照准确比例买入 300 只股票较难;而交易成本加上短时间内骤增的股票需求给市场造成的冲击很可能侵蚀套利收益。

相比而言 ETF 具有若干优点。一是交易操作简单快速,通过一次简单的交易即可以持有好几百种股票;二是 ETF 由专业的基金公司运行,能有效跟踪标的指数,减少跟踪误差,降低成本。

如何选择 ETF 组合作为期现套利的现货标的

构建 ETF 组合应通过这样两个指标来选择:跟踪误差与流动性。下面将从这两方面说明为什么 75% 的上证 180ETF+25% 的深证 100ETF 是目前最好的选择。

较小的跟踪误差是成功套利的关键

在期现套利中,现货头寸与股指期货的标的指数之间的相关性至关重要。怎样才能找到一个稳健可靠的现货头寸来复制标的指数呢?我们的答案是 75% 的上证 180ETF+25% 的深证 100ETF!

组成部分和权重上接近

截止 2010 年 3 月 29 日的数据,上证 180 指数占据了沪深 300 指数上海市场部分 93.08% 的权重,很好地代表了沪深 300 上海市场部分;深证 100 指数占据了沪深 300 指数深圳市场部分 96.86% 的权重,很好地代表了沪深 300 深圳市场部分;上证 180、深证 100 组合"几乎"等价于沪深 300。

根据对沪深 300 指数成分股的构成情况统计,上海市场部分约占沪深 300 指数的 75% 权重,深圳市场部分约占沪深 300 指数的 25% 权重。

指数收益率接近

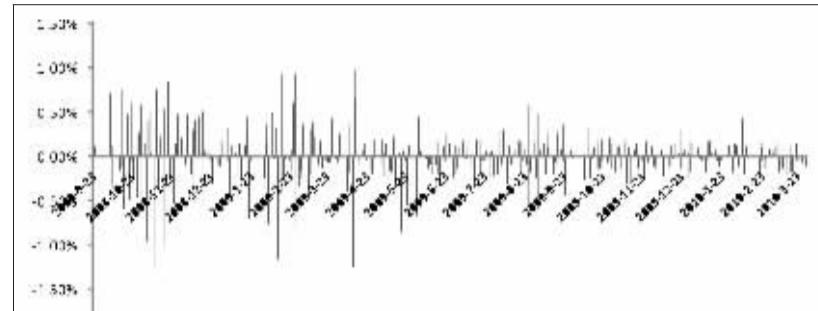
我们计算了沪深 300 与 75% 上证 180+25% 深证 100 组合自 2009 年 4 月 1 日以来的日收益率偏差序列。该序列的标准差为 0.07%,说明该近似是理想的。

ETF 收益率接近

上证 180+ 深证 100 指数组合可以理想地近似沪深 300 指数,但是 180ETF+100ETF 收益近似沪深 300 指数收益的效果如何呢?事实上,这依赖于 ETF 对其基准的跟踪误差。

对于 75% 上证 180ETF + 25% 深证 100ETF 的收益率与沪深 300 的收益率,通过对比二者过去一年半的日收益率序列,得到如下的偏差序列图。计算得年化误差约为 0.3%。

图 1 75%180ETF+25%100ETF 与沪深 300 的收益率偏差序列



逻辑简单,效果惊人

我们给出的 ETF 组合基于很简单的逻辑:尽量使 ETF 组合跟踪的股票组合与沪深 300 的成分股在组成上和权重上都保持一致。

这种简单的组合方法看似有点简陋,效果却非常好。虽然基于金融时间序列历史相关性所得到的优化结果不一定可靠,按照我们的分析所得到的组合是可以避免这个问题的。

良好的流动性是实现套利的前提

流动性是指资产变现的能力,它包括两个维度:时间维度,即可以在很短的时间内变现;价格维度,即不发生折价或者仅发生微小折价实现变现。

这里我们仅讨论作为现货头寸的 ETF 的流动性。在套利过程中,流动性的不足会从两个方面导致套利的失败。一是使得现货头寸构建延迟或失败,无法满足期现头寸建立的同步性;二是导致现货头寸的构建成本增加,使得原本盈利的套利变成一场空。

ETF 流动性:不能简单用成交量衡量

在 ETF 一、二级市场间,活跃着一类特别的市场参与者——ETF 套利者。他们的存在,不仅抑制了 ETF 二级市场价格与净值的偏离,也使得 ETF 流动性具有某种内生性。

ETF 流动性:由基准成分股流动性根本决定

决定 ETF 流动的深层决定因素是其基准股票的流动性。只要基准股票的流动性足够好,使得针对该 ETF 的套利容易实施,那么该 ETF 从根本上说就是流动性良好的。

上证 180 指数成分股的选择标准是"行业内有代表性、有足够的规模、有较好的流动性"。上证指数公司"根据总市值和成交金额对股票进行综合排名,因此上证 180 指数的流动性是能够得到保证的,分析深证 100 指数的成分股也可得到类似的结论。

基于 ETF 的期现投资策略及其影响

期现套利中的套利策略

在交易成本为零、借贷利率相等、无卖空限制、无税、现货流动性充足、标的

指数成分股无限可分以及股息确定等条件下,指数期货的理论价格为:

$$F_t = S_t \times (1 + r(T-t)) - FV(D)$$

其中 S_t 为现货指数价格, r 为无风险利率, T 为指数期货到期日, $FV(D)$ 为股息在时刻的终值。当股指期货价格偏离理论价格时,就可以进行套利。

实际上,由于市场摩擦的存在,包括交易成本,保证金等在内的因素使得只有期货价格偏离了某一区间时套利者才有利可图。

无套利区间的上下限跟具体的参数相关,随时间的变化而变化。当得到这样一个区间之后,通过随时监控期货价格,只要期货价格偏离此区间,便可以做多和做空相应的头寸来获取无风险利润。

典型的期货价格和套利区间的关系图如下:



资料来源:华泰联合证券研究所

套利者的交易策略是:当期货价格突破上限时,持有期货空头,买入现货进行套利;当期货价格突破下限时,持有期货多头,卖出现货进行套利。

因为中国市场不允许做空 ETF 现货,因此套利者只有在期货价格被高估超过无套利区间的上限时才能进行套利操作。图 2 中圆圈所示部分表示了可以套利的时候。

股指期货对 ETF 流动性的影响

股指期货推出之后,针对股指期货的套利活动将加剧,对 ETF 现货的需求也会增加,这会导致 ETF 市场的交易活跃,ETF 套利者的申购和赎回活动也会相应的增加。最终的结果便是整个 ETF 流动性的增加,ETF 内在的流动性得到更好的展示。



创新·专业·安全

热烈祝贺同花顺获中金所首批授权

同花顺股指期货闪电版 隆重推出!

- 1 行情、交易结合,闪电下单
- 2 独有套利模型揭示投资机会
- 3 五档实时行情、主力大单统计,跟踪资金动向

同花顺金融服务网: www.10jqka.com.cn 咨询热线: 95105885 0571-56768888

南海海峡航运股份有限公司 2009 年度股东大会决议的公告

股票简称:南海股份

股票代码:002320

公告编号:2010-21

本公司及董事会全体成员保证公告内容真实、准确和完整,并对公告中的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏承担责任。

1. 本次股东大会不会否决、修改、增加提案的情况。

2. 会议召开和出席情况

3. 会议召开和出席情况

4. 会议审议情况

5. 会议通过的议案及投票表决情况

6. 会议通过的修订公司《章程》的议案

7. 会议通过的《2009 年度财务报告》

8. 会议通过的《2009 年度利润分配方案》

9. 会议通过的《2009 年度监事会工作报告》

10. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

11. 会议通过的《2009 年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》

12. 会议通过的《2009 年度报告全文及摘要》

13. 会议通过的《2009 年度报告摘要》

14. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

15. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

16. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

17. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

18. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

19. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

20. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

21. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

22. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

23. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

24. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

25. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

26. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

27. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

28. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

29. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

30. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

31. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

32. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

33. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

34. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

35. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

36. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

37. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

38. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

39. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

40. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

41. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

42. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

43. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

44. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

45. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

46. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

47. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

48. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

49. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

50. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

51. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

52. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

53. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

54. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

55. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

56. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

57. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

58. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

59. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

60. 会议通过的《2009 年度内部控制评价报告》

61. 会议通过的《2009