

海外ETF申购赎回采用场外交收模式

海通证券基金高级分析师 单开佳

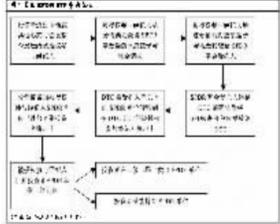
ETF是近来建立在开放式基金和单位信托基础上的一种创新产品,从本质上讲是一种特殊的指数化投资工具,因此具备一切指数投资具备的优点,例如投资操作透明、费率低廉、组合投资分散风险等。但ETF除了普通指数基金的优势外独具特色,集开放式基金、封闭式基金和指数基金的优势于一身:如同封闭式基金,ETF可以进行全封闭式交易;如同开放式基金,ETF可以随时申购和赎回;如同指数基金,ETF进行被动管理;此外,ETF还可以发展相关衍生产品,如ETF期货、ETF期权,进行卖空等多种投资策略。

ETF诞生之初是为机构投资者提供对冲交易工具而创新的一种金融产品,但随着ETF的发展和种类的丰富,ETF已经渐渐成为能与共同基金媲美的大众化投资工具,受到公众的普遍认可和欢迎。美国、香港等海外市场ETF申购赎回都采用场外交收模式。

美国香港ETF申赎 T+3或2日交收

无论是海外ETF还是我国ETF,由于采用“以物易物”的申购赎回模式,因此ETF在一级市场上申购和赎回过程均比较复杂,且从申购赎回到投资者可用ETF或者成分份额都需要较长的时间。目前来看,海外ETF申购赎回采用场外交收方式,一般需要超过2天的时间,美国需要3天时间,香港需要2天时间。

从美国ETF申购流程来看,以SPDR为例投资者通过NSCC申购SPDR基金单位的流程如下图所示,正常情况下SPDR基金受托人会在T+3日内将新申购的SPDR基金单位通过DTC登记到被授权参与经纪人账户上,然后由被授权参与经纪人再将新申购的SPDR基金单位转交到SPDR投资者的账户上。(见图1)



投资者申购SPDR基金单位的价格是以申购日SPDR基金的净资产值为准,即以SPDR基金当日收市后计算出来的基金净资产值为准。投资者的申购方式具体表现为一揽子基准指数即S&P 500指数成分股股票和一小部分现金组合。SPDR基金受托人负责SPDR基金每日单位净资产值的估值,并确定每日单位基金组合中的构成成分,即每日SPDR股票篮子和小部分现金构成。

在清算流程方面,投资者通过DTC清算程序申购SPDR基金单位

的,需要通过DTC签订参与协议的DTC参与机构进行。投资者发出申购SPDR基金单位交易指令后的第二个交易日内(T+1),必须通过DTC将一揽子股票在上午11:00以前转交给SPDR基金受托人,必须通过联邦储备银行的电子转移系统将现金在下午2:00以前转交给SPDR基金受托人。否则,投资者的申购交易指令将被视为无效委托。投资者也可以用书面的形式通知分销商,将被取消的申购交易指令进行重新申报,重新进入申购程序。若上述程序进展顺利,在T+3日,SPDR基金受托人将SPDR基金单位转交给投资者。

在美国ETF赎回方面,赎回指令直接转交给SPDR基金受托人,以便于基金受托人在赎回时将赎回费用直接扣除掉。赎回时如果发生某些股票数额不足或者某些股票的交易受到限制时,基金受托人有权用现金来替代,现金数额以必须赎回日所缺股票的市价进行估值并计算。

香港ETF申赎以盈富基金为例,该ETF标的指数为香港恒生指数,该基金最初发行采用现金认购而后续的申购采用一揽子股票进行,其现金认购流程与我国现行的网上网下现金认购相似,而后续赎回流程与国际通行的ETF申赎流程比较类似,时间上需要T+2日才能完成。

投资者采用恒指一揽子股票申购程序是:(1)投资者向参与经纪人提出用一揽子股票进行申购的申请,参与经纪人冻结投资者账户内的一揽子股票;(2)参与经纪人向香港中央结算公司提出正式申请;(3)香港中央结算公司受理正式申请后,将参与经纪人名下的一揽子股票过户到盈富基金账户上,同时将相应的盈富基金份额登记到参与经纪人名下;(4)参与经纪人将盈富基金份额登记到投资者名下,如果上述流程进展顺利则申购委托申请递交T+2日实施交收。投资者向参与经纪人递交申购盈富基金单位的委托申请,每笔申请必须是100万个基金单位或其整数倍,必须是在交易日下午4:15以前递交,否则申购委托申请将被视为下一个交易日为有效委托申请日。

投资者赎回盈富基金的流程为:(1)投资者向参与经纪人递交赎回委托申请,参与经纪人冻结投资者账户下的基金份额;(2)参与经纪人向香港中央结算公司正式提出赎回委托申请;(3)香港中央结算公司受理赎回委托申请后,将盈富基金账户下的一揽子股票过户给参与经纪人,同时扣除参与经纪人名下相应的基金份额;(4)参与经纪人将一揽子股票登记到投资者账户上,同时扣除投资者账户上相应的基金份额。

全球ETF国别和管理公司高度集中

ETF因集众家之长于一身而发展迅猛,截至2012年2月底,全球

ETF资产净值总额达到1.7万亿美元,同期全球基金市场总规模19万亿美元(剔除货币基金和FOF),ETF规模占比接近10%。

按ETF注册地为统计口径,美国是当前ETF数量最多,规模最大的国家,从全球ETF规模前十大国家可以看到,美国ETF规模占据了全球ETF总规模的70%以上,形成一家独大的局面。此外,近12%的ETF是跨境ETF,欧洲和亚洲的ETF规模分别占到8%和4%。(见表1)

从ETF规模前10大国家分布看,美国占据首位,同时相当多的ETF选择在如泽西岛、卢森堡等避税天堂国家注册。此外,法国、加拿大、德国等资本市场较为发达的国家ETF规模也较大。在亚洲,日本和韩国也跻身前10大国家,尤其是日本ETF规模达到近400亿美元,占据全球2.33%的份额。

ETF经过20年发展已形成了几大寡头资产管理公司垄断市场的情形,截至2012年2月底,全球前10大ETF资产管理公司管理的规模占比超过80%,其中iShares系列ETF数量达到555只,规模6728亿美元,占全球的40%,道富、先锋两家公司规模占比也超过10%,此外Powershares、DB X-Trackers、领先和亚洲的野村证券等公司ETF市场份额也较大。(见表2)

从单只ETF的规模也能够看出ETF市场的集中度日益提高,规模前10大ETF规模占比超过1/4,其中美国第一只ETF即跟踪S&P 500指数的SPDR ETF规模近千亿美元,占比超过5%。此外,跟踪黄金价格的SPDR黄金ETF、先锋新兴市场ETF、iShares摩根士丹利指数系列ETF、PowerShares跟踪纳斯达克100指数ETF以及iShares的一个债券指数ETF规模也较大。另外,从去年和今年这10只基金的规模和排名看,规模较大的ETF规模较为稳定,排名始终保持在靠前的位置。(见表3)

作为被动投资为主的ETF,跟踪指数直接决定了ETF收益和风险水平,各资产管理公司发行ETF时也会抢占一些知名度较高的指数,因此目前全球ETF跟踪标的指数的集中度相当高。从下表可以看到,当前ETF标的指数集中度高达近40%,其中仅跟踪标普500指数的ETF规模就占到ETF总规模的10%左右。此外,黄金价格、摩根士丹利系列指数、纳斯达克指数和罗素2000等都是ETF偏好跟踪的标的指数。(见表4)

ETF种类不断丰富 创新ETF层出不穷

ETF自诞生以来就不断推陈出新,先后在投资区域(单一国家、单一区域、全球)、投资标的(股票、债券、货币市场、黄金等商品)、投资策略(高息、多空、杠杆)乃至投资模式(指数化、主动管理)等多方面进行创新,发展出品种繁多的产品,迎合世界各地投资者的多元化选择。

最早ETF投资是跟踪股票指数的,

可以理解为股票ETF,此后随着债券指数、货币市场指数以及各类衍生品的不断丰富,ETF投资标的也得到了不断的扩张,出现了投资于债券的ETF、货币市场ETF、基于衍生品ETF等各类ETF。

据晨星分类,可以看到目前传统的股票ETF依然占据主要位置,近70%的ETF是这类ETF,债券ETF发展速度较快,当前已经占到15%的市场份额。投资于黄金、石油等商品的ETF占比也较高,但需要指出,这些ETF跟踪商品指数,既可以直接投资于实物资产,也可以运用期货、远期等金融衍生品来达到跟踪商品指数的目的。货币市场ETF尚处在萌芽阶段,当前共有23只产品,总规模不足ETF总规模0.5%,还有很大的发展空间。

此外,基于衍生品的另类投资ETF当前市场份额约4%,这类ETF如领先(Lyxor)所发行的ETF,采用“合成复制”策略,持有与所跟踪指数无关的投资,并签订股票挂钩掉期协议,这些掉期协议将ETF所跟踪指数的表现与ETF所持投资的表现交换,从而令ETF投资者收取与指数相同的回报。

在传统ETF基础上,境外市场率先发展出了能够在市场下跌时上涨或者能够在市场上涨时放大收益的新型ETF,即反向及杠杆型ETF。

杠杆ETF,又称做多或看多ETF,是通过运用股指期货、互换合约等杠杆投资工具,实现每日跟踪目标指数收益的正向一定倍数(如1.5倍、2倍甚至3倍)的交易型开放式指数基金;当目标指数收益变化1%时,基金净值变化可以达到合同约定的1.5%、2%或3%。当杠杆倍数为1倍时,杠杆ETF实际上就相当于传统ETF。

反向ETF,又称做空ETF或看空ETF,是通过运用股指期货、互换合约等杠杆投资工具,实现每日跟踪目标指数收益的反向一定倍数(如-1倍、-2倍甚至-3倍)的交易型开放式指数基金;当目标指数收益变化1%时,基金净值变化达到合同约定的-1%、-2%或-3%。

美国是杠杆和反向ETF规模最大的国家,ProShares公司则是美国最大的杠杆ETF管理人,旗下这类ETF数量繁多,其中杠杆ETF中2倍杠杆和3倍杠杆各有46只和5只,做空ETF中

1倍、2倍、3倍做空的ETF分别为18、45和5只,可见目前市场上2倍杠杆做多和做空ETF较为主流。

在投资操作上,杠杆和反向ETF主要投资于目标指数组合证券和金融衍生工具,其他资产通常投资于国债及高信用等级和高流动性的债券等固定收益产品。

最初ETF都以指数为基础的,但积极管理型ETF的产生打破ETF的传统模式。2008年3月,贝尔斯登发行了全球第一只主动管理的ETF: Bear Stearns Current Yield,虽然这只基金在同年9月就因贝尔斯登被摩根大通收购后的策略调整而清盘,但市面上仍陆续有包括PowerShares、WisdomTree在内的多家基金公司紧随其后发行了主动型ETF,其他国家或地区,如亚洲的日本、韩国和中国台湾地区等,也都在研究和探讨积极管理型ETF。与传统ETF一样,主动型ETF可在二级市场交易,并在市场价格与基金净值发生偏离时利用套利机制保持价格的一致。但最大的区别则是,主动型ETF并非跟踪特定指数,而是通过运用量化模型,以超越基准指数为目标。

表1 全球ETF规模前10大国家(截至2012-2-29)

ETF地区分布		净资产 (10亿)	市场份额占比 (%)	数量 (只)	ETF规模前10大国家		净资产 (10亿)	市场份额占比 (%)	数量 (只)
美国	United States	1,203.99	71.92	1,438	美国	United States	1,203.99	71.92	1,438
跨境	Cross-Border	198.82	11.88	1,114	爱尔兰	Ireland	105.12	6.28	387
欧洲	Europe	134.34	8.02	749	卢森堡	Luxembourg	67.83	4.05	443
亚洲	Asia	67.27	4.02	395	法国	France	51.57	3.08	305
加拿大	Canada	48.74	2.91	247	加拿大	Canada	48.74	2.91	247
拉丁美洲	Latin America	10.82	0.65	29	德国	Germany	43.67	2.61	131
大洋洲	Oceania	5.64	0.34	73	日本	Japan	38.93	2.33	101
非洲	Africa	4.49	0.27	36	瑞士	Switzerland	34.87	2.08	150
中东	Middle East	0.03	0.0016	100	泽西岛	Jersey	25.86	1.54	284
					韩国	Korea, South	10.52	0.63	114

注:各个地区和国家ETF规模的统计口径是ETF注册发行地

资料来源:晨星

表2 全球管理ETF规模最大的前10大基金公司(截至2012-2-29)

拥有ETF最多的基金公司	净资产 (10亿)	市场份额占比 (%)	数量 (只)
iShares	672.82	40.19	555
State Street (道富)	303.98	18.16	156
Vanguard (先锋)	200.08	11.95	77
Powershares	57.03	3.41	144
DB X-Trackers	47.25	2.82	214
Lyxor (领先)	39.96	2.39	187
ETFS	28.71	1.71	264
Van Eck (凡埃克)	26.44	1.58	44
ProShares	22.92	1.37	131
Nomura (野村证券)	19.82	1.18	37

资料来源:晨星

表3 全球规模最大的10只ETF(截至2012-2-29)

全球规模前10大ETF	2012年2月净资产 (10亿)	市场份额占比 (%)	排名	2011年2月净资产 (10亿)	市场份额占比 (%)	排名
SPDR S&P 500	99.60	5.95	1	95.30	6.47	1
SPDR Gold Trust	73.59	4.40	2	51.89	3.52	2
Vanguard Emerging Markets Stock Ids Fund	55.08	3.29	3	43.02	2.92	3
iShares MSCI Emerging Markets Index Fund	40.94	2.45	4	36.65	2.49	5
iShares MSCI EAFE Index	39.42	2.35	5	39.37	2.67	4
PowerShares QQQ Trust, Series 1	33.27	1.99	6	25.48	1.73	7
iShares S&P 500 Index	28.55	1.71	7	28.41	1.93	6
iShares Barclays TIPS Bond	23.22	1.39	8	19.45	1.32	8
Vanguard Total Stock Market Index Fund	20.78	1.24	9	19.16	1.30	9
iShares iBoxx Y Invest Grade Corp Bond	19.56	1.17	10	12.94	0.88	12

资料来源:晨星

表4 全球前10大ETF标的指数(截至2012-2-29)

前10大ETF产品	净资产 (10亿)	市场份额占比 (%)	数量 (只)
S&P 500 TR	139.91	9.56	30
London Fix Gold PM PR USD	128.17	8.76	33
MSCI EM NR USD	111.65	7.63	17
MSCI EAFE NR USD	39.55	2.70	6
NASDAQ 100 TR USD	36.86	2.52	19
BarCap US Agg Bond TR USD	30.37	2.08	8
FSE DAX TR EUR	28.41	1.94	14
Russell 2000 TR USD	24.00	1.64	16
BarCap US Treasury US TIPS TR USD	23.85	1.63	4
S&P MidCap 400 TR	21.66	1.48	10

资料来源:晨星

沪深300指数投资价值分析

国信证券 阳瑾

沪深300指数成分股在国民经济中占有重要支配性地位,具有业绩优良、成交活跃、红利优厚等特点,覆盖了沪深两市六成左右的市值。今年2月15日,新任证监会主席郭树清在中国上市公司协会成立大会上发表致辞时指出,相对于发达国家和地区来说,由于我国仍处于工业化、城市化的高峰时期,因此我国上市公司总体上的成长潜力更大,而目前沪深300等蓝筹股的静态市盈率不足12倍,显示出罕见的投资价值。

为了对沪深300指数的投资价值有一个较为全面的了解,我们将从风险收益、财务估值、行业结构三个方面对其进行分析,并与代表大盘的中证100、代表小盘的中证500、中小板综指进行对比,以便得到一个全面客观的认识。

风险收益:长期收益稳健 风险适中

2006年到2011年,沪深300指

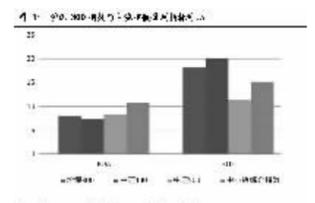
数的累计涨幅和波动率分别为154.0%、32.1%,同期中证100、中证500、中小板综指的累计涨幅分别为124.0%、279.8%、247.6%,年化收益波动率分别为31.8%、36.2%、33.7%。长期来看,沪深300属于中度收益中度风险的投资标的,适合稳健型投资者进行长期投资。

自2008年四季度以来,小盘股相对于大盘股持续处于强势,这一状况在2011年四季度得以逆转,风格开始转向以沪深300为代表的蓝筹股,中证100、沪深300、上证180等中大市值指数大幅跑赢中证800、中证500、中小板等指数,我们认为这一现象仍将持续,回归价值回归蓝筹将成为2012年的投资主题,这将为沪深300等蓝筹指数提供强劲动力。

财务估值:高ROE 低市盈率市净率 高分红率

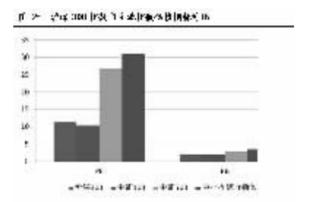
净资产收益率(ROE)是净利润与股东权益的百分比,该指标反映股东权益的收益水平,指标值越高,说

明股权投资带来的收益越高。从2011年的盈利数据来看,沪深300样本股的净资产收益率(ROE)约为18.11%,稍低于中证100样本股(20.02%),但显著高于中证500和中小板指数。总资产利润率(ROA)是企业利润总额与企业资产平均总额的比率,它是反映企业资产综合利用效果的指标。沪深300、中证100、中证500总资产利润率没有显著差异,中小板指数总资产利润率明显高于其他三个指数。综合来看,沪深300成分股公司普遍具有较强的盈利能力,能够充分利用财务杠杆给股东带来较高的利润。(见图1)



资料来源:Wind资讯 国信证券经济研究所

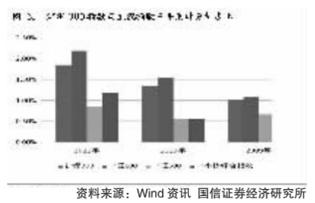
目前沪深300指数的市盈率约为11.38倍,略高于中证100,远低于中证500和中小板综合指数;市净率约为1.89倍,略高于中证100,明显低于中证500和中小板综合指数。因此从整体估值水平来看,沪深300指数要远低于全市场平均水平,具有很强的估值吸引力。(见图2)



资料来源:Wind资讯 国信证券经济研究所

证监会主席郭树清上任后提出了证监会将通过四项举措提升上市公司对股东的回报,包括要求上市公司树立牢固的分红意识,上市公司采取措施完善分红政策及其决策机制等。这些举措将有利于价值投资理念的养成,遏制垃圾股和题材股的炒作之风。通过对比2009

年至2011年的三年股息率(股票分红率),我们发现沪深300指数样本股的股票分红率连续3年大幅高于中证500和中小盘综合指数,略低于中证100,远高于A股市场的平均水平。因此,对于长期价值投资来说,沪深300指数是非常合适的投资标的。(见图3)



资料来源:Wind资讯 国信证券经济研究所

行业结构:超配金融采掘食品 低配化工机械电子

沪深300指数前四大权重行业为金融服务、采掘、有色金属、食品饮料,所占比重分别为31.80%、7.67%、7.25%、6.70%,合计为53.42%。与万得全A指数行业分布权重比较,沪深300的五大超配行业分别为:金融服

务、采掘、食品饮料、有色金属、黑色金属,包括了前四大权重行业,合计占比为55.93%。五大低配行业分别为:化工、机械设备、电子、医药生物、轻工制造。

2012年的前3个月,在银行股、地产股和有色金属股的带领下,股市迎来了一波估值修复的强势反弹行情。中国的股市在经过2011年的调整后,我们认为中长期反转可期,周期类消费类股票将成为领涨先锋,沪深300指数在超配行业的带动下,将获得稳定的超额收益。

综上所述,沪深300指数长期收益稳健,风险适中,2011年四季度以来表现优异;样本公司净资产收益率高,分红率高,并且其估值水平低;沪深300指数以金融服务类股票为重心,超配周期类消费类股票,符合产业升级方向,是未来股市走暖的投资主线。沪深300指数不仅是股指期货的标的指数,而且其成分股是融资融券的主要标的股票,是投资者分享未来中国股市投资收益的绝佳投资品种。