

# 套利呢,还是套你呢

本报记者 谢慧

连续5日暴涨61.20%后,10月14日,富国创业板B首次跌停。自9月30日上市以来,富国创业板B的表现几近疯狂,而套利基金的大举进场及出逃,让这一“过山车”戏码变得毫无悬念。

所谓套利,一般是指在一个市场上即期买进某种商品或资产,而在另一市场卖出该商品或资产,以期在价差中赚取利润的经济行为。“作为一种收益稳定风险可控的投资方式,套利交易可以抑制价格以及价差的大幅波动,促进市场功能的进一步完善。”南华期货研究所商品部总监曹扬慧说。



## 价差,价差!

在套利者眼中,市场走出价差,便是机会。而这,无关乎涨跌。

事实上,不同类别的套利交易玩法各异。但目前对于套利类别的划分,尚无统一标准。“按照风险由低到高,可分为无风险套利、低风险套利、风险套利,以及伪套利。”好买基金研究员白岩表示,无风险套利适用于“一价定律”不能被满足的情况,如沪铜与伦铜之间的套利,低风险套利注重寻找稳定的价差,而风险套利更强调投资者的主观能动性,以博取更长线的套利机会。

曹扬慧则认为:“如果从时间、地点、商品等不同角度出发,套利交易可分为跨期套利、跨市场套利、跨商品套利。”顾名思义,跨期套利发生在同一市场同一品种不同合约之间,如沪铜1401合约和1402合约,关键是把握价差趋势,风险相对较小;跨商品套利则在同一市场同一时间不同品种之间,如沪铜1401合约和沪铝1401合约,需考虑买不同品种之间配比问题;不同市场同一时间和同一品种之间的是跨市场套利,如沪铜1401合约和COMEX铜1401合约之间的套利。

“虽然套利的形式多种多样,但是其内在的逻辑是一致的,即低买高卖赚取不合理定价差价。”南华期货分析师胡晓东说,套利是消除价差的重要力量,不仅有助于将扭曲的市场价格重新拉回至正常水平,也为投资者提供了对冲机会。

以跨市场套利为例,投资者首先需要了解不同市场的实时价格,以计算套利成本。比如进口PTA的价格为1050美元/吨,进口关税为5%,增值税17%,人民币的实时汇率为6.12,另外运费等一些杂费为20元/吨,进口PTA的成本就是7914元/吨,如果国内的最新价格为7950元/吨,则可同时进口国外PTA并在国内出售相同数量的PTA。

但具体操作的话,投资者还需综合考量品质差异、交易规则、贸易习惯等影响因素。“如果进口PTA和国内出售的PTA品质不同,就会面临风险,”胡晓东表示,除此之外,还应确定能否同时操作,并保证进口顺畅,即两个市场可以相互连通,而且价差足以覆盖交易成本。

### 风险边际“魔咒”

与套保者和投机者一样,套利者也是金融市场的参与者,只不过,套保者、投机者往往持有单边头寸,而套利者以头寸平仓著称。即便如此,由于市场充满不确定性,绝对的“无风险盈利模式”并不存在。

以沪深300股指期货为例,一旦期货合约价格偏离现货指数价格,套利者便可选择在现货市场上买入或者卖出沪深300指数基金,同时在期货市场上反向操作,等待两者价差缩小时进行平仓,期货合约在交割当天的价格和现货指数必定趋同。

看似顺理成章,却也难逃个“万一”。当投资者买入沪深300指数基金,抛空股

指期货时,如果两个指数都是上涨的,最后的价差则不断缩小。但是,如若期货市场上使用的保证金占其账户自有资金比例过高,纵使现货市场盈利,也无法在未平仓状态填补期货市场的亏损,期货市场上的头寸可能无法承受合约价格大幅波动,面临强制平仓、强制减仓的风险。如此一来,减仓后对应的股票仓位无异于裸露在外面的头寸,期现套利的效果荡然无存,反转为单边做空的单子。

分级基金同样如此。“分级基金存在核心的定价机制,也存在折溢价套利机制来约束其价格,如果出现了不合理的折溢价,就会引来套利资金入场,把不合理的折溢价平抑掉。”白岩表示,需要注意的是,由于套利资金持续不断介入,而且游资最终要获利了结,风险也因此不断聚积。

对于投资者而言,更多地需要关注产品内在的定价机制和投资逻辑,而不是单纯地当做高杠杆的工具来炒作,如果盲目追涨,损失不可估量。

### 拼资金? 伤不起

随着我国金融市场体系逐渐完善,市场交易机制日趋成熟,市场间的联动性增强,投资者对套利交易的需求也在逐步增加。尤其是近几年专业的机构投资者不断介入市场,这些大资金往往要求低风险和稳健的回报率,套利交易正中其下怀。

“套利本身具有风险较低收益稳定的优点,但是因为它需要进行双边交易,即一买一卖,而国内又没有针对套利交易的

保证金优惠,因此资金占用会比较多,所以比较适合大资金操作。”曹扬慧说,跨市场套利需要开立外盘账户,且需要了解两个市场的运行特点,而且两个市场重叠交易的时间又比较少,存在很多现实的障碍,而期现套利涉及现货,更是普通投资者不可能涉及的业务,因此普通投资者可以从事的就是跨期套利和跨商品套利。

而这两种套利的关键,在于把握价差的变化规律,找出价差的异常波动。比如今年8月上旬至10月上旬,焦炭1405和1401合约的价差一直在80元左右徘徊,近期却突然扩大到110元上方,综合考虑历史价差变化和持仓成本等多种因素,预期其价差有回落空间,因此可以进行卖1405买1401的套利操作。

“目前来看,期货市场门槛较高,而专门的股票间套利交易较少,对于资金量不大的普通投资者而言,分级基金的套利机会或许更容易把握。”白岩表示,一般来说,分级基金都存在场内外转换的套利机制。当场内整体高溢价时,投资者可在T日申购母基金,根据申购转换的流程,T+3日转到场内分拆获得创业板A和创业板B份额;反之,创业板分级场内折价时,投资者可先在二级市场购买子份额,再合并成母基金,在T+2日赎回母基金进行套利。

不过,高估值下的隐忧不容忽视。由于通常一次分级基金的套利至少需要4个交易日,创业板指数波动、溢价率能否维持、以及卖出时的冲击成本都将构成风险因素,投资者还要多留个心眼。

## 结构性产品青睐保本化

普益财富 魏可

随着银行理财产品整体收益中枢的下移,中资银行逐渐开始加大结构性产品的发行力度,通过在产品中嵌入衍生金融工具来博取更高的潜在投资回报率。中资银行结构性产品的占比由2012年的28.86%上升为今年以来的44.81%,基于风险定价的结构性产品成为银行理财产品未来发展方向之一。

挂钩标的丰富是结构性产品的一大优势。从我国情况看,截至8月,挂钩于汇率的产品占比达30.82%,其次是利率挂钩标的,占比21.28%,挂钩汇率、利率这两类低风险结构性理财产品占据了半壁江山,符合国内银行理财市场投资者的风险偏好。产品期限方面,当月75.86%的结构性产品投资期限在1年内,挂钩汇率、利率的产品期限多在6个月内,24.15%的产品投资期限长于1年,其中大多数为外资银行发售,3年以上期限的结构性产品超过90%为外资银行发售。

近两年来结构性产品在设计层面更注重风险控制,保本机制明显增加,尤其是外资银行结构性产品出现了“保本化”趋势。同时,期限设计方面,产品期限有所缩短,以降低投资风险,而结构性产品在挂钩标的的选择、结构设计等方面也更贴近国内市场,整体风险有所降低。

不过从到期收益看,风险较高的结构性产品到期收益也较高。数据显示,2012

年银行理财产品的平均预期收益率为4.57%,2013年以来市场整体的收益率水平为4.48%左右。随着市场环境的变化,结构性产品的收益优势再次凸显,今年不少产品的到期收益率都在6%以上,如招行2013年4月18日到期的“焦点联动系列之黄金表现联动(看跌)理财计划”,投资期限90天,到期年化收益率为7.6%。因此,投资者在投资组合中配置一些风险相对较低、结构设计安全度高、投资领域熟悉的结构性产品,不失为好的投资方式。

今年以来外资银行结构性产品的发行量同比有所下降,产品投资期限明显缩短,88.22%的产品保证本金,且大部分产品挂钩汇率,在标的资产的选择方面首先规避了较高风险,在产品结构设计方面,投资者获得最高预期收益率的条件更容易达到,外资银行在结构性产品的开发上表现愈加稳健,中资银行则加快了发行的步伐,工行、招行、渤海银行、广发银行等都形成了定期发行模式。

目前,黄金、原油等大宗商品仍是结构性产品较为热门的投资方向。由于欧美资本市场2012年以来的上佳表现,不少外资银行都选择将资金投向欧美成熟市场,从而出现了从2009年至2011年间的主要投向新兴市场,向欧美成熟市场转换的趋势,挂钩欧美股市股票价格、指数等,投向成熟市场投资基金、挂钩欧美国家货币走势等的产品数量有所增加。

## “团购”定向增发

白岩

定向增发策略严格讲属于事件驱动策略的一个分支,是指上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为,通常被用于整合资源、并购重组、引入战略投资者等方面。定向增发较之公开发行有较严格的限制:其参与对象不得超过10个,发行价不得低于定价基准日前20个交易日均价的90%,发行的股份在12个月内(大股东为36个月内)不得转让。

定向增发往往意味着优质资产的注入、各方面资源的整合、强力的资金支持等长期利好,为股价上升提供了基本面和预期支持;同时还可从发行折价方面获益。不过,虽然定增有良好的预期收益,但由于参与定增所需的资金少则几千万、多则数亿,普通投资者基本无缘直接参与。而定增策略对冲基金,为普通投资者提供了一条参与其中的“团购”途径。

当前对冲基金参与定增,主要取道成立有限合伙企业。如一次性募资模式,一般采用简单合伙、有限合伙嵌套单一信托或券商资管嵌套单一信托等组织形式,一次性募集资金后,投资定增项目。优点是结构简单明了,缺点也显而易见,项目和募资周期往往不能完全匹配,采用有限合伙企业的自然人投资者税率较高,券商资管需缴通道费,且一次性募资后增资受到限制,致使能参与的定增项目数量较少,难以分散风险。

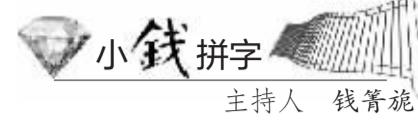
为解决一次性募资模式增资难、分散

化投资难等缺点,对冲基金设计了主基金嵌套子基金的模式:成立有限合伙企业,称为“主基金”,负责投资于定增项目;成立信托产品,称为“子基金”,负责募集资金,也避免了有限合伙税高、券商资管需缴通道费的问题。缺陷是并未解决系统风险的分散问题,也没能完全解决项目和募资周期可能不匹配的问题。目前该模式已非常成熟。

也有部分对冲基金加入垫资服务,以求解决定增项目与投资周期不匹配的问题。当定增资金需要交纳而投资者资金还未完全到位时,对冲基金将先为投资者进行垫资、代持,再进行募资,将项目转移给投资者。缺点是不能增资和滚动投资,个股选择的风险较大;垫资所需的资金较高,需要对冲基金有较雄厚的资金实力。

还有部分对冲基金设计引入了市场中性策略,即通过信托“子基金”投资于有限合伙“主基金”,“子基金”同时做空股指期货,对冲系统性风险。该模式继承了主基金嵌套子基金模式的优点,不过原有模式的其他缺陷依然存在,同时市场中性“子基金”需分配一定资金用于充当空股指期货的准备金,摊薄了“子基金”的平均收益。

在选购定增策略对冲基金时,投资者应尽量选择投资与募资时间较为匹配的对冲基金,并关注其非系统性风险分散情况与精选个股能力,还有投资标的的未来走势和估值水平以及定增资金的用途。



### 【游戏规则】

阿拉伯数字为横向填字;汉字为纵向填字;每格填一个字,灰色区域不用填字;格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

	—	2—	
1			3 三
	四	4	六
5	七	6 五	
		+	八
九	7		
9		8	
		10	

### 【横向】

1、指PE在目标企业清算或结束业务时,具有的优先于其他普通股股东获得分配的权利。

2、一种发行股票的方式,即指不采取公开销售,而直接向少数特定的投资者发行股票。

3、刚发行上市正常运作的股票。

4、指2012年兴起的一种创新基金产品,特指针对短期理财市场的创新债券基金。

5、指银行净利息收入和银行全部生息资产的比值。

6、指全国社会保障基金理事会负责管理的由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金,经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的社会保障基金。

7、投资者投入的资本金,体现出投资者权益,其资本的取得主要通过接受投资、发行股票或内部融资形成。

8、指对某一合约在达到涨停跌停板之前,设置一个熔断价格,使合约买卖报价在一段时间内只能在这一价格范围内交易的机制。

9、指市场上货币流通数量,即银根。

10、指股票大跌加急跌,如瀑布,而非缓流。

### 【纵向】

一、指清算期间、被清算的企业法人,其法人资格并未丧失,但民事权利能力受到极大限制,即只能从事与清算有关的活动,不得再从事正常经营活动。

二、全称定期定额投资,指投资者通过约定每期扣款时间、扣款金额及扣款方式,在投资者账户中自动完成扣款及申购的一种基金投资方式。

三、股票发行时,一股所代表的价值。

四、主要是指公众公司以招股说明书、上市公告书以及定期报告和临时报告等形式,把公司及与公司相关的信息,向投资者和社会公众公开披露的行为。

五、二板市场的一种特有的证券公司。这种证券公司即保荐人既是担保人,又是推荐人。

六、指基金将收益的一部分以现金方式派发给基金投资人,这部分收益原来就是基金单位净值的一部分。

七、指以不同的执行价格同时买入并卖出相同种类期权。

八、是指依法定程序报送有关机关备案,对符合法定条件的,有关机关应当予以登记的法律性要求。备案登记是其基础性环节。

九、指某一时期在股票市场的炒作中对同行业板块的其他股票具有影响和号召力的股票,它的涨跌往往对其他同行业板块股票的涨跌起引导和示范作用。

十、指企业向社会募集股份、发行股票、新股东投资入股或原股东增加投资扩大股权,从而增加企业的资本金。

### 答案

	—清	2二定	向募集
1优	先清	算权	投3新三股
		法	本
四信	人4短	期理财	六基金
5净	息七差	6社五保基	金
披	价	荐分	
露	期	十增人	红八备
九龙	7权益	本案	
9头寸	扩8熔断机	制	度
股	10股票跳水		

横向:1、优先清算权 2、定向募集 3、新股 4、短期理财基金 5、净息差 6、社保基金 7、权益资本 8、熔断机制 9、头寸 10、股票跳水

纵向:一、清算法人 二、定投 三、股本金 四、信息披露 五、保荐人 六、基金分红 七、差价期权 八、备案制度 九、龙头股 十、增资扩股