

# 跨境ETF投资价值分析和投资策略

| 文/吴迎春

## 跨境ETF产品特点

跨境ETF，是指经依法募集的，全部或部分资产投资于中国大陆以外的证券指数所对应组合证券及相关资产组合或其它基金合同约定方式的开放式基金，其基金份额用组合证券、现金或其他对价进行申购、赎回，并在境内交易所上市交易。

港股ETF将是跨境ETF的第一步，目前内地在香港推出的跨境ETF产品已达到51只，约占香港ETF的84%，其中有48只股票型跨境ETF、3只债券型跨境ETF。在市场成熟后，我国未来将发展欧美日股市的ETF，为投资者提供参与境外高成长市场的投资机会，分散单一市场投资风险，从而使投资者获得更高的收益率。

## 跨境ETF设立模式

跨境ETF的设立模式有：交叉挂牌、联接基金、本土基金直接开发模式，对比如表1。由于我国实行外汇管制，境内投资者不能直接开立境外证券账户，基金投资也受制于QDII的限制，直接建立境内外交易结算信息互通难度较大。因此，我国跨境ETF将采用本土基金直接开发的设立模式和“全现金申赎、基金代为买卖”的申赎机制。

## 跨境ETF产品特点

以即将推出的易方达恒生H股ETF为例。

基金份额发售：网上现金认购和网下现金认购两种方式，不能进行网下股票认购。

投资策略：组合复制策略，替代性策略：成份股替代、跟踪同一指数的金融衍生工具的替代。紧密跟踪境外标的指数，投资标的指数成份股、备选成份股的金额以及同一标的指数股指期货等金融衍生品合约价值合计不低于基金资产净值的95%，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。

属于QDII指数基金，募集规模上限受基金管理人持有的国家外汇管理局核准的外汇额度限制。

跨境ETF在套利主体、份额确认效率等方面与现有单市场ETF产品相同，在申赎模式上最大差异是采用全现金申赎、基金代为买卖的方式，具体如表2。

## 跨境ETF投资价值分析

跨境ETF在投资成本上具有优势，由于其投资属于被动型投资，所以其管理、交易费率更低，不需要聘请境外投资顾问公司。

跨境ETF以中资股为标的，已在香港上市的中资股覆盖了香港市场的大部分市值，具备较高的成长性，对于已在国内发行A股的71家公司，H股对A股整体存在高折价，市净率较A股低，股息率高于A股。

截至2011年10月底，总共有1472家公司在香港上市，其中主板1306家、创业板166家，总市值约为18.44万亿元。近年来，内地企业尤其是大型国企成为香港市场主要的上市资源，覆盖香港市场大部分的市值，已上市的中资股中H股为165只，市值为4.31万亿元，占市场总市值的23.39%；红筹股为103只，总市值为4.02万亿元，占市场总市值的21.81%，中资股合

计占比为45.20%。

这些中资股公司营业收入主要来自中国内地，直接受益于中国经济增长，成长性较高。根据2010年年报数据，H股和红筹股的销售收入、净利润、股东权益平均同比增长率分别为49.01%、88.54%、58.09%。

截至2011年11月17日，恒生AH股溢价指数为115.53，意味着相应股票的H股价格比A股价格低15%，H股平均市净率为1.32，低于对应A股的2.51，H股的平均股息率为2.48%，高于A股的1.77%，对投资者极具吸引力。

投资者可以通过投资跨境ETF，间接投资未发行A股的公司。

在165家H股中，有94家未发行A股，占H股总流通市值的10.02%，这94家H股公司平均市净率为1.51，平均股息率为4.82%，具备较高的投资价值。

跨境ETF产品在分享境外收益的同时，其具有的一、二级市场申购赎回的交易特征可使投资者利用跨境ETF进行套利。

## 跨境ETF投资策略 优化组合收益率

以恒生中国企业指数为例，该指数成份股由市值

最大、成交最活跃的40只H股组成，用于衡量以H股形式在香港上市、注册登记地在中国内地的企业的表现。截至2011年11月17日，成份股总市值为12.52万亿港币，约占港股总市值的38.66%，覆盖了90.69%的H股市值。

从成份股行业构成看，金融业权重最大，占73%，能源和原材料行业股票权重较高，两者同属于资源行业范畴。投资资源行业是应对通胀的重要途径，并且能源行业和原材料行业股票成长性较好。

近三年恒生中国企业指数日均收益率为0.072%，而沪深300指数为0.037%，恒生中国企业指数日均收益率是沪深300指数的近两倍。通过配置跨境ETF，投资者可以配置境外资产，有利于投资组合的优化和效率的提高。

## 折溢价套利

跨境ETF申购流程（见图），以即将推出的易方达恒生H股ETF为例：

T日交易开始前：基金管理人提交申赎清单，其中包括最小申赎单位中的股票名称与数量、现金替代溢价、申购上限等。

T日交易时间：投资者提出申购申请时，参与券商实时检查申购对价（指现金替代款、预估现金等）是否

表1 跨境ETF设立模式比较

模式	解释	优势	适用条件	例子
交叉挂牌 (Cross-Listing)	将境外证券交易所挂牌的ETF直接在本国证券交易所上市，两个交易所挂牌的ETF由同一家境外基金公司管理。	由同一家境外基金公司管理，易于基金公司操作，ETF的管理不受外力影响，可以给基金带来规模效应。	这种方式最好是在两国的法规和汇率完全开放且相似的情况，否则交叉上市难度很大。	欧洲、香港等市场主要采用此模式，如领先(Lyxor)在香港挂牌的多只跨境ETF。暂不适用我国市场。
联接基金 (Feeder Fund)	在本国募集一只新基金并申请挂牌在本土交易所，而这只基金的投资组合几乎100%投资于境外证券交易所挂牌的ETF。	投资管制的国家，境内投资者可以通过此基金投资境外市场。	投资者持有联接基金能获得比直接持有标的指数证券有增强收益，如汇率对冲，并且该收益应高于双重的基金管理费。	加拿大的三只ETF，台湾交易所的宝来沪深300ETF采用此种模式。我国基金公司开发的产品并不属于此类。
本土基金直接开发模式	由本土基金公司开发ETF，在本地交易所挂牌交易，但ETF资产投资于境外市场的成分股。	模式较为简单、结构清晰。	此模式开发条件必须满足：1、有重合时区，在共同交易时间内，ETF市价与单位净值之间的差异才是真正的折溢价；2、外汇管制少，外汇可以自由兑换，投资者可以在境外开立证券账户，用实物进行申赎；3、交易或者结算信息互通。	美国、韩国市场上几乎所有的跨境ETF、日本沪深300ETF。我国实行外汇管制，境内投资者不能直接开立境外证券账户，基金投资也受制于QDII的限制，直接建立境内外交易结算信息互通难度较大。因此，我国采取“全现金申赎、基金代为买卖”的模式。

数据来源：招商证券研发中心

表2 跨境ETF与单市场ETF申赎模式比较

项 目		跨境ETF	单市场ETF
申赎对价		全额现金；用现金申赎，基金公司按照时间优先的顺序，代申赎投资者买卖证券组合，成本由申赎投资者承担。	组合证券+现金；主要用组合证券进行申赎，允许部分现金替代，但不能超过现金替代比例上限
现金替代模式		新增：代为现金替代（多退少补，申赎都为现金） 必须现金替代	允许现金替代（多退少补，仅申购为现金） 禁止现金替代（实物） 必须现金替代
份额确认	效率	当日申购的基金份额，清算交收成功后（一般为T+2日）可以卖出、赎回份额可交易，当日买入的基金份额，同日可以赎回，但不得卖出。 T日申赎，T+1进行确认；T+第2个共同交易日，基金管理人根据申赎份额轧差后的结果，进行组合证券交易；T+第4个共同交易日，进行多退少补款交收；T+第6个共同交易日，进行赎回替代款的交收。	T+0实时确认：当日申购的份额可卖出，买入的份额可赎回。
	交易系统 前端检查	份额的可用余额 新增：代办券商申赎资格按品种限制（需要开发）、申购赎回量前端控制	份额的可用余额 股票的可用余额 现金替代比例上限
IOPV计算		基金管理人在每一个交易日开市前向中证指数有限公司提供当日的申购、赎回清单，中证指数有限公司在开市后根据申购、赎回清单和组合证券内各只证券的实时成交数据及汇率数据，计算并通过上海证券交易所发布基金份额参考净值（IOPV），供投资者交易、申购、赎回基金份额时参考。基金份额参考净值=（申购、赎回清单中必须现金替代成份证券的替代金额+申购、赎回清单中退补现金替代成份证券的数量、最新成交价以及中国人民银行公布的港币对人民币的汇率中间价的乘积之和+申购、赎回清单中的预估现金部分）/最小申购、赎回单位对应的基金份额。	交易系统计算，基金份额参考净值=（ETF清单中各组合证券执行数量×最新价（未停牌部分）+ETF清单中各组合证券执行数量×昨收盘价（停牌部分）+必须现金替代金额+当日预估现金差额）/最小申购、赎回单位对应的基金份额。
申赎主体		普通投资者通过代办券商进行；联接基金也可进行申赎。	
套利资金利用率（券商控制）		套利者资金日内不能回转；T日赎回的资金，投资者不可用；T日申购并卖出份额的资金，投资者不可用。	套利者资金日内可多次回转；T日赎回获得的股票再卖出的资金，投资者可用；T日申购并卖出份额的资金，投资者可用。
开放实时份额申赎时间		仅在境内外交易所重合交易时段开放实时份额申赎	境内交易所交易时段
套利种类及效率		折溢价套利（有重合交易时段的主要模式） 趋势套利（无重合交易时段的主要模式）	折溢价套利、趋势套利、事件套利

数据来源：招商证券研发中心

充足；若申购对价充足，则对申购对价予以冻结，并将投资者申购申请发送给上交所；

上交所进行申购前端检查，如累计申购总量超过申赎清单中规定的申购上限，即确认失败。上交所不实时记增投资者申购的基金份额，并将投资者申购成交回报数据实时发给基金管理人和参与券商。

T日日终：中国结算上海分公司按照上海证券交易所传输的采用逐笔全额结算的T日申购数据进行基金份额、相应现金替代的逐笔清算，计算出结算参与人每笔申购应收付的证券及资金数量，并将清算结果发送相关结算参与人和基金管理人；

基金管理人计算基金净值和份额净值，并与托管银行进行核对。

T+1日日终：中国结算上海分公司根据T日ETF申

购的逐笔全额清算结果，按照T日申报的先后顺序，逐笔检查该时点应付资金结算参与人专用资金交收账户中资金是否足额；

结算参与人应付资金足额的，中国结算上海分公司将相应资金从应付资金结算参与人专用资金交收账户划出，划付至应收资金结算参与人（基金托管人）专用资金交收账户，同时记增基金总份额，并将新增基金份额经结算参与人专用证券交收账户代为划拨至相应证券账户；

中国结算上海分公司在办理申购资金足额检查时的最小单位是单笔申购应付的资金金额，结算参与人应付资金不足的，相应的申购交收失败，申购申请确认不成功，不办理部分交收；

中国结算完成逐笔全额结算后，将交收结果发送

给相关结算参与人和基金管理人：

基金管理人根据中国结算确认的申购与赎回数据，计算T日经确认的净申赎数量：

中国结算上海分公司进行现金差额的清算，并将现金差额清算数据发给参与券商。

T+2日：基金管理人与参与券商进行现金差额的交收。

在T日后的两个上海证券交易所和香港证券交易所共同交易日之内：

基金管理人根据T日净申购数量，按照T日公布的申赎清单，向境外券商下达购买组合证券指令。

补券日晚：基金管理人根据境外券商交易回报计算买入组合证券清算金额。

补券日后的第2个香港证券交易所交易日：

境外托管人完成与境外经纪券商的资金与证券的交收。

补券日后的第2个上海证券交易所和香港证券交易所共同交易日：

基金管理人与参与券商进行现金替代多退少补款的交收，并在交收日前一上海证券交易所交易日将清算数据发给参与券商。

赎回流程与此类似。

## 跨境ETF折溢价套利模式

跨境ETF由于存在时区、结算体系、交易系统差异等问题，只能在境内外交易所共同交易日和交易时间开放实时份额申赎。因此，由于非重合交易时段的存在，跨境ETF不再进行传统的折溢价套利，而是转化为具有价格发现的趋势套利。重合交易时段，可进行的典型套利模式有折价套利和溢价套利。

## 跨境ETF主要风险

**汇率风险：**由于境外ETF产品以投资海外市场为主，而在海外市场的金融凭证均以外币计价，跨境ETF的持有人面临了境外证券价格波动和汇率波动的风险，境内投资者需要对潜在的波动风险有充分认识。

**交割机制风险：**由于境外市场不同的交易、结算模式和交收周期，申赎者需要承担股票的价格波动、汇率波动等风险，套利成本和不确定性增大，跨境ETF折溢价的幅度和消除难度有所增加。

由于市场交易时间存在差异，对于海外市场在国内市场收盘后发生的变动，跨境ETF不能在国内市场及时反映出来，从而对投资者实现T+0的套利模式造成一定的困难。

**制度风险：**主要包括外汇额度和涨跌停板限制。

国家外管局对基金公司境外投资进行外汇额度管理，并进行审批制。因此，在一定时期内，基金公司获准使用的外汇额度是固定的，在基金规模临近额度时，为避免违规，基金公司需要对申购总量进行限制，必要时需要暂停申购，这会影响基金供求，产生溢价，短期溢价难以消除。

我国实行10%价格涨跌停制度，这与海外市场，如美国、香港、欧洲，存在差异。跨境ETF在运行中可能存在境外标的指数涨跌超过境内涨跌限制，使得跨境ETF二级市场交易价格无法体现净值，从而造成折溢价。【4】

（作者供职于华宝证券研究所）

编辑：李成军 lcj0577@gmail.com

图 跨境ETF申购流程图

