

2013 年 02 月 25 日

首只国债 ETF 开始发行，有望上市后实现日内回转和质押回购

相关研究

- 首只由国泰基金管理的上证 5 年期国债 ETF 于 2013 年 2 月 21 日到 2 月 27 日发行，其中网下债券认购日期为 2 月 25 日至 2 月 27 日。
- 目前该 ETF 保持了单市场 ETF 的特征，因此申购-卖出、买入赎回都可 T+0 实现，但是如果申购时国债来自银行间市场，则转托管需要 T+1，此外，根据国泰基金网站资料，该产品未来上市后有望真正实现 T+0 日内回转交易，即买入卖出也可以实现 T+0，成为首支真正意义低成本实现 T+0 的 ETF。
- 由于现货市场的流动性原因，该国债 ETF 暂不公布 IOPV，即目前投资者进行一级市场的套利风险较大，投资者可在二级市场交易价格明显偏离较大时进行套利操作。日后如现货市场流动性改善，有望公布 IOPV。
- 根据国泰基金网站资料，该产品有望上市后会被纳入抵押回购库，因此可通过质押回购进行杠杆交易，最大可实现 5 倍杠杆的正向交易。除了 ETF 本身可以供质押回购外，基金管理人也可在银行间市场进行债券回购，出于一些交易成本等的考虑，在进行跟踪时可能会运行回购杠杆操作，但 ETF 本身是跟踪指数，因此占比不会太高，产品的规定上限为 40%。
- 根据国泰基金网站资料，上证 5 年期国债 ETF 有望实现纳入融资融券标的、抵押回购、回转交易，三项措施都有利于提升 ETF 的流动性，有利于投资者的策略实施，同时也方便了做市商开展做市，从而进一步完善产品的流动性状况。三项措施实施后，对于国债 ETF，可实现的策略有日内方向性交易策略、杠杆策略、做空策略、结合国债期货的对冲策略等，部分策略的实施也依赖于未来国债 ETF 上市后的流动性状况。

证券分析师

邓虎 A0230512070012
denghu@swsresearch.com

联系人

徐溪
(8621)23297818×7392
xuxi@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. 产品基本信息

首只由国泰基金管理的上证 5 年期国债 ETF 于 2013 年 2 月 21 日到 2 月 27 日发行，其中网下债券认购日期为 2 月 25 日至 2 月 27 日。可用于换购的国债列表如下：

表 1：可用于换购国债 ETF 的国债列表

债券代码	债券简称
019214	12 国债 14
019301	13 国债 01
019216	12 国债 16
019303	13 国债 03

资料来源：国泰基金、申万研究

上证 5 年期国债指数游在上交所上市且剩余期限为 4-7 年的国债组成，该指数成分券与国债期货的可交割券相同，因此可结合国债期货进行一些期现策略。

目前该 ETF 保持了单市场 ETF 的特征，因此申购-卖出、买入赎回都可 T+0 实现，但是如果申购时国债来自银行间市场，则转托管需要 T+1，此外，根据国泰基金网站资料，该产品未来上市后有望真正实现 T+0 日内回转交易，即买入卖出也可以实现 T+0，成为首支真正意义低成本实现 T+0 的 ETF。

表 2：国债 ETF 的交易方式

交易方式	实现效率
买入卖出	T+0
买入赎回	T+0
申购卖出	T+0，如通过转托管需 T+1

资料来源：国泰基金、申万研究

普通国债价格在 100 元左右，为与其保持一致，一份额的国债 ETF 的价格会在 100 元左右，因此二级市场的买卖门槛一手在 1 万元左右，高于目前的股票型 ETF。不过最小申赎份额为 100 份即 100 万元，相比普通 ETF 而言并不高，不会明显提高套利者的门槛。

由于现货市场的流动性原因，该国债 ETF 暂不公布 IOPV，即目前投资者进行一二级市场的套利风险较大，投资者可在二级市场交易价格明显偏离较大时进行套利操作。日后如现货市场流动性改善，有望公布 IOPV，届时投资者可通过“买入赎回”、“申购卖出”实现套利，从而使 ETF 价格紧贴净值，实现定价的合理。

和普通 ETF 一样，投资者可进行部分现金替代，一般于 T+3 内完成代买卖。同样的，该 ETF 也对现金替代比例上限做了限制，也对每日最大申赎都做了限制。

国债 ETF 的投资目标是追求日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.2%，年化跟踪误差不超过 2%。这一点上和股票 ETF 一致，由于流动性问题，很难做到全样本复制，因此基金管理人会采用抽样复制的方法进行跟踪。

根据国泰基金网站资料，该产品有望上市后被纳入抵押回购库，因此可通过质押回购进行杠杆交易，最大可实现 5 倍杠杆的正向交易。除了 ETF 本身可以供质押回购外，基金管理人也可在银行间市场进行债券回购，出于一些交易成本等的考虑，在进行跟踪时可能会运行回购杠杆操作，但 ETF 本身是跟踪指数，因此占比不会太高，产品的规定上限为 40%。

目前该产品的管理费为 0.3%，低于一般股票 ETF 的 0.5%，与债券基金的 0.6% 左右相比，由于是被动产品，管理费率也更低。

总结下来该产品与普通 ETF 的比较如下：

表 3：国债 ETF、单市场股票 ETF 和债券基金的比较

	国债 ETF	单市场股票 ETF	债券基金
变相 T+0	可以	可以	否
日内回转交易	可以	否	否
可质押回购	可以	否	否
管理人投资时进行质押回购	可以，但一般不会	否	可以
IOPV	无	有	无
现金替代	可部分现金替代	可部分现金替代	无
跟踪误差目标	年化 2%	年化 2%	无
管理费	0.30%	0.50%	0.6% 左右
买卖门槛	1 万元左右	200 元左右	无
申赎门槛	100 万	一般在 100 万或 200 万	1000 元

资料来源：申万研究

2. 产品设计机制对流动性、收益等方面的影响

从流动性来看，如果缺乏相应的措施，没有 IOPV 的产品会缺少部分投资者的参与，会对流动性造成较大影响。但如果产品会被纳入质押回购库，且能进行 T+0 回转交易，未来也有可能成为融资融券标的，这些措施：（1）有利于提高国债 ETF 的流动性，在 t+0、杠杆、多空等制度上更贴近国债期货；（2）有利于做市商的做市，做市商拥有更丰富的手段进行对冲等；（3）T+0 的属性也让产品成为投资者证券账户保证金管理的工具之一。

收益方面，相比普通债券基金，基金经理通过投资信用债、质押回购等方式放大收益，而国债指数缺乏杠杆会减少收益方面的吸引力。但如果该产品会被纳入质押回购库，根据国泰基金官方网站，暂定质押折扣为 97%，最高放大杠杆可达 5 倍，即投资者自己可通过质押回购获得国债价格上升的杠杆收益。

因此，通过产品的质押回购、T+0 回转交易等，该产品的流动性和低收益问题。

3. 产品的未来策略

根据国泰基金网站资料，国债 ETF 有望上市后实现 T+0 回转交易、纳入融资融券标的、实现质押回购，如在上述三项措施推出及国债期货推出后，新增产品的一些策略如下：

3.1 日内 T+0 方向性投机交易

虽然目前 ETF 可以做变相的 T+0 看多交易，随着 ETF 作为融资融券标的的开放，ETF 也可以做变相的 T+0 看空交易，开放 ETF 日内回转交易对日内方向性交易仍有明显优势：

对于日内波段操作的投资者而言，变相 T+0 交易与日内回转交易的差异在于：1. 变相 T+0 交易的门槛较高，至少需要超过 ETF 最小申赎单位资产净值的资金规模才可以参与；2. 变相 T+0 交易的技术门槛较高，需要交易一篮子债券；3. 变相 T+0 交易的交易成本较高，现货交易会带来额外的交易成本。从变相 T+0 交易到日内回转交易可以减少不必要的交易流程，提高市场效率。

3.2 正向杠杆交易策略

杠杆交易策略可通过融资或抵押回购两种方式实现：

a) 融资杠杆多头策略：相比股票，国债无疑是一种低风险低收益的投资者品种，如果能通过加杠杆的手段提高国债的收益率，无疑会增加国债 ETF 对投资者的吸引力，成为融资融券标的正是提供杠杆的途径之一。具体实现方法是买入国债 ETF，并用 ETF 作为担保品融资买入该 ETF 以达到杠杆交易的目的，在现有的规则下，国债 ETF 最多可以做到 2.8 倍杠杆。

b) 抵押回购多头杠杆策略：回购套做就是指用一笔本金购买债券后用于质押回购融入资金，再购买债券，又将债券质押回购融入资金并购买债券，依次循环往复，直至不再满足最低质押回购金额，或者超过规定的杠杆率。

相比融资杠杆多头策略，其成本、杠杆方面具有明显优势，且国债 ETF 和国债本身相比具有更适合进行回购套做策略的特性。首先，国债 ETF 的二级市场交易是场内竞价交易，只要国债 ETF 的交易足够活跃，国债 ETF 交易比国债本身的交易方便；其次，国债 ETF 是某个期限范围内的一组债券，其净值反映了某个债券指数的走势。对指数走势的判断可以避开个债因为流动性等原因造成的价格异常波动的情况，更加适合回购套做策略。

3.3 T+0 看跌交易策略

在 ETF 成为融资融券标的之前，投资者只能利用 ETF 进行变相的 T+0 制度做到看涨时的日内趋势交易。ETF 成为融资融券标的后，投资者在看跌 ETF 时，先融券卖出 ETF，待价格下降时买入 ETF 偿还，进行 T+0 看跌交易。

3.4 多空配对策略

在 ETF 成为融资融券标的后，如果投资者预期两个 ETF 未来表现能拉出差距，并且这种差距在弥补各种成本之后，还有较可观的收益，投资者可以构建 ETF 多空配对策略，如股债的配对策略、信用债与国债的配对策略等。

3.5 国债期货与国债 ETF 的组合策略

国债期货推出后，由于国泰上证 5 年期国债 ETF 的指数成分券与国债期货的可交割券一致，因此在期货与国债 ETF 可进行一些组合策略，如两者之间较大幅度的正向偏离时，通过两者对冲可能获取一定的收益。

如投资者进行期现套利，到期需要国债期货的可交割券时，可将 ETF 申赎得到一篮子可交割券，当然由于一篮子可交割券并非最优可交割券，因此实际的期现套利等组合策略要较股票的期现策略更为复杂。

国债 ETF 实现 T+0 回转交易也提升了期现套利策略的效率：期现套利的投资者最看重的是现货组合与期货合约的匹配度。目前国内期货市场实行的是 T+0 交易，而用于构建现货的组合的 ETF 产品却非日内回转交易。当未来国债期货日内基差波动剧烈，出现一些组合套利机会时，目前对 ETF 现货组合只能用变相 T+0 的方式卖出，交易成本较高，影响套利效率。期现套利的投资者是期货市场的稳定器，期现套利越顺畅，股指期货的非理性波动将越小，期现套利投资者对 ETF 日内回转交易的需求应该得到充分的满足。

国债期货推出后，国债 ETF 作为融资融券标的，使国债期货反向的一些套利策略成为可能，从而使国债期货套利机制更为完善，有望进一步提高国债期货定价效率。

需要注意的是，以上这些策略需要国债 ETF 未来推出后具有良好流动性和合理的交易价格作为前提，部分策略建议观察 ETF 上市以后运行情况根据流动性再进行操作。

信息披露

证券分析师承诺

邓虎：衍生品。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。