

■ 多空观察

权重股凸显“波动”价值

□本报记者 申鹏

过去十几年间，中国股市的发展和运行一直依托中国经济高速发展这一大背景，而从当前的时点看未来，高增长与高波动特征将逐渐淡化，股市的增长率波动性也将随之降低。对于投资者来讲，这并不完全意味着盈利的降低，一个重要的原因在于对冲金融工具的应用。

由于当前A股市场中各类对冲金融工具及创新型基金的现货标的均指向大盘指数，因此能够撬动指数的权重股就具备了更大的“波动”价值。换言之，资金要在当前的市场中取得杠杆化的衍生收益，制造权重股的波动是必要的，这也是我们越来越频繁地看到大盘股阶段波动率超越市场平均水平的重要原因。

过去相当长的一段时间，中国股市具有与中国经济相吻合的两大特征：高增长与高波动，这两个特征在2010年之后的股票市场中非常明显。一方面，A股总市值从2000年初的不足3万亿元增加到2010年的30万亿元，流通市值也从0.8万亿元增加到20万亿元（尽管这一期间上证指数并未出现如此巨大的涨幅）；另一方面，随着货币及经济增速的波动，股票价格的波动也相当剧烈，上证

■ 双融看台

融资融券余额逼近1000亿元

□本报记者 孙见友

2013年的第二个交易周，沪深融资融券余额呈现快速增长态势。从1月7日至11日，沪深融资融券余额累计净增长62亿元，带动融资融券余额上扬至979.84亿元，快速向1000亿元大关挺进。分析人士指出，如果融资融券保持目前的增长速度，那么本周将有望快速突破1000亿元大关。

多方进攻 空方撤退

上周沪深融资余额净增长64.83亿元，融券余额则净减少2.83亿元，因此，就上周融资余额增长和融券余额减少来看，沪市融资融券市场呈现多头猛烈进攻、空头小幅撤退的格局。

分析人士指出，上周融资融券市场多头占优的格局，与1月14日大盘大幅反弹高度契合，似乎融资融券市场的多空变换对于大盘走势具有一定的指示意义。

从目前资金分布来看，融资增长资金大部分流向了沪市。数据显示，1月11日沪市A股融资余额攀升至657.61亿元，较此前一周环比大幅增长49.76亿元。

与此同时，上周深市融资余额净增长额不超过13亿元，约相

指数在此期间出现过“从1000点到2245点，从998点到6124点，从1664点到3478点”的大幅波动，每一轮单边波动持续时间大约为2年，幅度都超过50%。

但是，2009年下半年之后的中国经济，无论在增长率方面还是波动性方面，幅度都明显降低。股市增速放缓以及波动率下降则始于2010年。我们看到：A股总市值长期停留在30万亿元下方，上证指数这一阶段的高低点波幅收窄至40%，而时间却延长至3年。

增长率和波动率的弱化除了有经济方面的深层次背景外，股票供给的大规模释放、投资主体国际化以及投资品种的多元化，也是比较重要的原因。这些因素都是长期化而非暂时性的，因此可以预计未来中国股市增长率和波动率将一直处在下降趋势之中。

对于股市投资者来讲，这一趋势性的变化意味着盈利难度的加大和盈利预期的降低。然而，对冲金融工具以及创新型基金的适时推出，使得投资者有可能在“市场双率”下降的新时期获取更为丰厚的利润。

在应对低增长率方面，对冲是有效的方式，而杠杆的引入则将股市本身的低波动放大至投资者乐于看到的水平；目前，A股市

场中一些分级基金的杠杆率在3到5倍，而股指期货的杠杆率更可高达8倍。

尽管投资工具本身显著多元化，但他们的现货标的无一不是大盘指数：包括沪深300（如沪深300指数期货）、深证100（如银华锐进B级基金）、深成指（如申万进取B级基金）等等。因此，要想在这些金融工具上获取杠杆化收益，制造指数波动就成了必然选择，而且短期波动越剧烈，在其他金融工具上获利的幅度也就越大。

在这一过程中，权重股由于具有易于撬动指数的先天优势，因此相比中盘股和小盘股，其“波动价值”就显得尤为突出。

以沪深300指数成分股中权重最大的民生银行为例。去年12月14日市场大涨时，该股对于沪深300指数的贡献度高达6.25%，而其当日成交金额在沪深300指数成分股中的占比仅在2.77%。换句话说，当日民生银行撬动沪深300指数的资金效率约为2.25倍。若考虑到沪深300指数期货的成交合约金额，这一杠杆率可高达10倍以上。进一步统计显示，沪深300指数前20大权重股中有8只银行股、2只保险股和2只券商股，合计权重高达25.37%。

事实上，这可能也是在去年12月以来的多头行情中，以金融

股为代表的权重品种的累计涨幅显著超越市场平均水平的重要原因。

金融类权重股的这一波动特征在最近两个交易日的行情中体现得更为明显：1月11日两市出现显著调整，中信证券、海通证券、北京银行、平安银行、招商银行等股票的跌幅都显著超越沪深300指数；而在昨日的大涨过程中，这些股票再次扮演了领头羊的角色。除了金融以外，主导深圳市场重要指数的地产股也是此轮行情中权重率较高的一类股票，且“万宝招金”的波动幅度明显高于一些没有题材刺激的中小盘地产股。

在这一过程中，资金的盈利

沪深300指数前20大权重股一览						
成分代码	成分名称	收盘价	涨跌幅(%)	指数权重(%)	流通市值(亿)	2012年12月4日以来涨幅(%)
600016	民生银行	8.55	6.74	3.51	1530	38.13
600036	招商银行	13.84	4.22	3.37	1003	39.66
601318	中国平安	46.87	5.49	3	1840	27.96
601166	兴业银行	17.27	6.08	2.49	1863	38.49
601328	交通银行	5.04	3.92	2.3	804	19.72
600000	浦发银行	10.35	5.4	2.2	519	40.82
000002	万科A	10.12		1.94	950	15.00
600030	中信证券	13.59	6.92	1.82	893	35.90
600519	贵州茅台	209.42	-0.87	1.72	953	4.61
601088	中国神华	24.94	2.47	1.66	449	16.43
600837	海通证券	10.26	6.99	1.64	385	29.87
601288	农业银行	2.84	1.79	1.4	726	8.81
601601	中国太保	22.61	4.24	1.4	584	30.77
601398	工商银行	4.29	2.14	1.27	641	11.14
601668	中国建筑	3.81	3.53	1.16	1143	19.06
600048	保利地产	14.1	4.21	1.15	148	20.00
600111	宝钢稀土	36.12	2.18	1.08	149	21.05
000858	五粮液	28.71	-0.24	1.06	588	18.10
000651	格力电器	27.01	3.88	1.06	242	16.12
601169	北京银行	9.35	6.25	0.97	370	31.88

巧合的是，这一现象在沪市股票中同样存在。数据显示，上周融资余额净增长超过5000万元的23只沪市股票，1月14日的平均涨幅达到4.49%，平均跑赢大盘约1.43个百分点。

不过，并非所有证券都出现

上周沪市融资余额净增长居前的股票						
代码	简称	截止日融资融券余额(元)	融资截止日余额(元)	融资期间买入额(元)	融资期间偿还额(元)	上周融资净增长(万元)
601318	中国平安	1724450737	1617132960	869316063	431558511	43775.76
601166	兴业银行	2276376838	2160741740	999286599	594299968	40505.66
600256	广汇能源	3363588797	3335761872	8464545986	526628727	31991.73
600030	中信证券	1560108658	1477736419	978483602	716212553	26227.10
600900	长江电力	912847347	909012717	228622686	66028514	16259.42
600837	海通证券	953999446	913966643	343978987	201617548	14236.14
601818	光大银行	721259379	712875184	369861081	239001968	13085.91
601288	农业银行	529902194	508481729	232035366	107138294	12489.71
601668	中国建筑	385617152	373466528	247551698	132890949	11466.07
600748	上实发展	317604557	314550086	338650915	227447770	11120.31
600111	宝钢稀土	2752693011	2698380140	1079592836	974779356	10481.35
600547	山东黄金	779142302	779142302	347782914	251338969	9644.39
601117	中国化学	298620985	291501114	222255653	127134755	9512.09
601618	中国中冶	305597221	304968325	147252792	55270278	9198.25
601186	中国铁建	450099423	436998775	235291068	148436372	8685.47
600016	民生银行	2461279807	2275027314	503337939	417716851	8562.11
600036	招商银行	986209039	796985652	378554734	297069247	8148.55
600549	厦门钨业	658458655	648999146	392883238	315490487	7739.28
600118	中国卫星	313045882	306973548	317940817	242423542	7551.73
601688	华泰证券	373345821	356747444	168911244	99221770	6968.95
600048	保利地产	678525346	597436931	409256583	342570974	6668.56
601788	光大证券	316010560	303075326	181002920	125929650	5507.33
600104	上汽集团	199390407	149513419	113428733	62905599	5052.31
600376	首开股份	154560609	149315392	133707534	87351443	4635.61
600739	辽宁成大	972686573	968423423	310037200	264834088	4520.31
601169	北京银行	570585462	556316878	182742314	138037300	4470.50
600031	三一重工	432794508	413001632	217914997	173471058	4444.39
600622	嘉宝集团	218348899	217084740	149931456	106287555	4364.39

工银瑞信李诗林：

建议拓宽融资融券标的范围

□本报记者 曹淑彦

工银瑞信作为业内首批试水商品期货的基金公司，去年推出了多策略专户产品，工银瑞信专户投资经理李诗林在接受中国证券报记者专访时建议，适度降低股指期货保证金比例、放宽融资融券标的范围等，将有利于提升对冲效率。

中国证券报：近年来市场环境变化导致投资者预期、对冲模式等方面发生了哪些变化？

李诗林：早期投资者的预期很高，甚至要求高达20%的收益率，但是经过了多年市场的洗礼，投资者已日趋成熟和理性，并且意识到过高的收益率长期难以实现。我们也一直在思考，何种收益率水平更合理、长期相对可靠、稳定。从成熟市场经验来看，8%~10%的长期投资收益就很具有挑战性；而在当前市场环境下，综合自有客户和私人银行客户反馈，我们认为5%~7%的稳定收益率水平则较为合适。即如果一种投资策略，能够在扣除费用后比较持

续、稳定地获得5%~7%的收益率，它就是一种符合投资者合理预期的、有效的投资策略，能够得到投资者的认可。

通过采用传统的单向“买入持有”型投资策略很难实现持续、稳定的合理投资收益，在境外市场比较常见的策略就是对冲基金普遍采用的套利及对冲策略，我们可以笼统地称其为对冲策略。此类投资策略一般在金融市场出现局部定价偏差时，同时买入或者卖出一一种或多种具有高度相关性资产，而在价格回归合理定价区间时获利了结。自2010年股指期货产生以后，国内市场对冲策略一直在稳步发展。在股指期货发展初期，其定价效率相对不高，因而，经常出现比较好的套利机会，一些精明投资者即采用沪深300指数对应的一揽子股票组合与沪深300股指期货进行套利交易。近年来，随着参与套利交易投资者日益增多，此类套利交易的机会大大减少，预期收益也已经明显下降。

据我们了解，近期有许多投

资策略开始转向阿尔法套利，即买入一揽子精选的股票组合，同时做空沪深300指数期货，希望精选的股票组合超越沪深300指数而获取风险较低的套利收益。但是随着证券市场效率提高，更多投资者运用数量化模型，导致这个领域的投资策略其预期收益率亦有开始下降的趋势。

中国证券报：工银瑞信的数量化团队采取怎样的对冲、套利策略，经过市场实际检验，哪种策略更为有效？

李诗林：我们数量化团队的专户产品追求绝对收益，采取多策略思路，投资范围包括股票、债券等多种基础证券，同时利用股指期货、商品期货等金融衍生工具来构造投资策略。采取多策略会，主要因为：单一、固定的策略在市场博弈下有效性会随着市场环境的变化逐渐降低；单一策略支撑的资金量一般不会很大，一般来说，许多追求绝对收益的投资策略能够容纳的规模大概几个亿，而多策略模式更有利于满足不同市场环境、不同客户需求，从而支

撑资金规模可以较大；多策略的产品业绩表现更稳定，不会因某一个策略阶段性调整等而导致专户产品净值大幅波动。

目前策略库中储备的比较大的大概有6~8种策略，包括固定收益类产品套利、股票组合阿尔法套利、商品期货套利等。任何一种投资策略都有其适用的条件，并且都需要根据市场环境的变化不断地改进，而且每一种策略在特定的时间段都可能出现阶段性失效，因此，很难说哪种策略总是有效。我们的思路是，根据特定市场环境与环境，把投资组合的资金分配于我们认为当前比较有效的投资策略上。

中国证券报：基金专户利用股指期货进行对冲效果如何，是否还存在一些限制？

李诗林：监管部门关于基金专户新的法规实施以后，专户的投资范围已非常充足。但是，在实际运用过程中，也还存在一些微观层面的限制。例如，对冲专户在交易时效性方面与基金公司所管理的公募基金合规要求的冲突。

远远不止推高股票一个来源，在股指期货、分级基金上提前进驻的仓位将获得更高的利润。在昨日的大涨中，期指主力合约上涨88点，按此前一个交易日的6.99万手总持仓（多空各半）估算，多单盈利超过9亿元，而4个合约的多单持仓总盈利估计在15亿元以上。与此同时，我们也看到多数分级基金的B类份额都出现了5%以上的涨幅。

展望未来，由于市场盈利模式的变化，权重股尤其是作为衍生金融工具现货标的的指数的权重股，将为资金制造双向且带有大比例杠杆的盈利可能。可以确定的是，这类股票的波动价值将更加受到资金的关注。

沪深300指数前20大权重股一览						
成分代码	成分名称	收盘价	涨跌幅(%)	指数权重(%)	流通市值(亿)	2012年12月4日以来涨幅(%)
600016	民生银行	8.55	6.74	3.51	1530	38.13
600036	招商银行	13.84	4.22	3.37	1003	39.66
601318	中国平安	46.87	5.49	3	1840	27.96
601166	兴业银行	17.27	6.08	2.49	1863	38.49
601328	交通银行	5.04	3.92	2.3	804	19.72
600000	浦发银行	10.35	5.4	2.2	519	40.82
000002	万科A	10.12		1.94	950	15.00
600030	中信证券	13.59	6.92	1.82	893	35.90
600519	贵州茅台	209.42	-0.87	1.72	953	4.61
601088	中国神华	24.94	2.47	1.66	449	16.43
600837	海通证券	10.26	6.99	1.64	385	29.87
601288	农业银行	2.84	1.79	1.4	726	8.81
601601	中国太保	22.61	4.24	1.4	584	30.77
601398	工商银行	4.29	2.14	1.27	641	11.14
601668	中国建筑	3.81	3.53	1.16	1143	19.06
600048	保利地产	14.1	4.21	1.15	148	20.00
600111	宝钢稀土	36.12	2.18	1.08	149	21.05
000858	五粮液	28.71	-0.24	1.06	588	18.10
000651	格力电器	27.01	3.88	1.06	242	16.12
601169	北京银行	9.35	6.25	0.97	370	31.88

场表现相对逊色。

例如，上周深市有11只股票的融资净减少额超过1000万元，导致这些股票在1月14日大盘大涨期间普遍表现不佳，平均涨幅仅为2.58%，跑输大盘约0.48个百分点。

值得注意的是，从去年三季度以及年底的股东信息看，摩根士丹利国际、美林国际、花旗全球市场等多家QFII增持伊利股份。

国泰君安研究报告指出，此次伊利增发有利于增强公司资本实力，并进一步巩固其竞争地位。该券商认为，伊利股份未来净利率仍有上升空间，长期增长可期。国泰君安在该报告中给出伊利的目标价25.50元。

有分析人士指出，伊利股份股价创出新高，可能形成长期突破走势，但短线涨幅巨大，有回调需要，投资者可等待回调整理充分后介入。（申鹏）

■ 融资融券及沪深300标的追踪

民生银行创5年新高

A股金融板块昨日再次联袂逼空，民生银行大涨6.74%，报8.55元，创出2008年1月18日以来的收盘新高。同时，民生H股也上涨4.12%，至9.86港元。民生银行在2012年12月4日A股大幅反弹的过程中担当了领头羊的角色，至今已累计上涨了38.13%。

去年9月，因市场对中国经济前景普遍持悲观态度，同时对中资银行股的资产质量有所担忧，民生银行A股股价一度跌至5.39元。有分析人士认为，当时市场中对于银行股的担忧现在看来仍然存在，但市场情绪发生根本性转变，海外资金回流中国股市以及风险偏好上升主导了银行股的上涨。

海通证券研究报告指出，2012年3到4季度银行表外房地产和融资平台增长明显，推动经济企稳和银行盈利增长，但这种发展类似在于2008年的情形，经济结构问题并未解决，银行系统性风险进一步集中，中长期担忧并未改善。但同时，该券商认为近期银行股的投资思路是趋势投资，同时改革红利预期也可能是银行股估值提升的重要因素。

市场人士指出，考虑到当前有大型主力资金坚定做多银行股，因此投资者不宜盲目判断拐点，需等待明确的市场信号再做多空抉择。（申鹏）

湖北宜化挑战半年线压力

高华证券分析师指出，在2012年6月周期性小幅复苏后，PVC价格因需求疲弱和国内供过于求延续下行趋势，行业平均开工率持平于2011年12月以来57%的水平，远低于2011年初的65%~70%，2012年上半年湖北宜化PVC业务毛利率为2%，预计随着销售均价在下半年继续下滑，毛利率将受到进一步挤压。尽管利润率恶化，湖北宜化的PVC装置仍满负荷运转，由于供应严重过剩，PVC价格在2012年底回升的迹象有限。基于以上因素和2012年年报可能难以超预期，高华证券给予湖北宜化“中性”评级。

由于基本面尚没有明显回暖迹象出现，2012年12月以来湖北宜化的反弹更多的是基于其股价的弹性。不过，随着该股上行至半年线下方，反弹压力逐渐显现。

分析人士指出，就后市来看，该股是否能够顺利突破半年线压力值得关注，如果成功突破，投资者可适当融资做多；如果该股后市继续在半年线附近震荡整理，投资者或可选择观望。（孙见友）

伊利股份股价创历史新高

昨日伊利股份大涨6.05%，股价创出历史新高，报收24.91元。伊利股份日前发布公告称完成定向增发，定增价格18.51元/股。公告显示，包括4家基金、1家QFII和2家险资在内的机构投资者认购了伊利的增发股份。伊利股份自去年12月下旬以来一直表现强势，阶段累计涨幅超过25%。昨日收盘时，市场价较定增价格的溢价率扩大至34.58%。

值得注意的是，从去年三季度以及年底的股东信息看，摩根士丹利国际、美林国际、花旗全球市场等多家QFII增持伊利股份。

国泰君安研究报告指出，此次伊利增发有利于增强公司资本实力，并进一步巩固其竞争地位。该券商认为，伊利股份未来净利率仍有上升空间，长期增长可期。国泰君安在该报告中给出伊利的目标价25.50元。

有分析人士指出，伊利股份股价创出新高，可能形成长期突破走势，但短线涨幅巨大，有回调需要，投资者可等待回调整理充分后介入。（申鹏）

融资余额前20名标的股市场表现						
证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	融资余额 20130111,亿 元)	融券余量 20130111,万 股)	市盈率 PE,TTM)	综合评价
600256.SH	广汇能源	3.05	33.36	169.47	60.26	增持
600111.SH	包钢稀土	2.18	26.98	153.64	42.92	增持
600016.SH	民生银行	6.74	22.75	2325.25	6.86	增持
601166.SH	兴业银行	6.08	21.61	710.29	6.32	增持
600000.SH	浦发银行	5.40	18.91	975.13	5.65	增持
000858.SZ	五粮液	0.24	17.23	178.62	11.92	买入
601318.SH	中国平安	5.49	16.17	241.54	17.63	买入
000001.SZ	平安银行	9.97	15.22	167.05	6.82	增持
600030.SH	中信证券	6.92	14.78	648.09	12.31	增持
600519.SH	贵州茅台	0.87	11.97	59.54	17.24	买入
600739.SH	辽宁成大	4.34	9.68	29.83	22.88	买入
600050.SH	中国联通	1.73	9.28	40.69	40.69	增持
600837.SH	海通证券	6.99	9.14	417.44	34.94	增持
600900.SH	长江电力	2.19	9.09	55.98	11.53	增持
002024.SZ	苏宁电器	3.62	8.33	249.60	14.08	增持
000776.SZ	广发证券	5.93	8.24	185.72	41.53	增持
600036.SH	招商银行	4.22	7.97	1424.87	7.02	增持
600600.SH	青岛啤酒	1.83	7.82	12.26	26.08	增持
600514.SH	山东黄金	1.78	7.79	26.87	25.79	增持
600518.SH	康美药业	3.28	7.61	113.18	22.76	增持