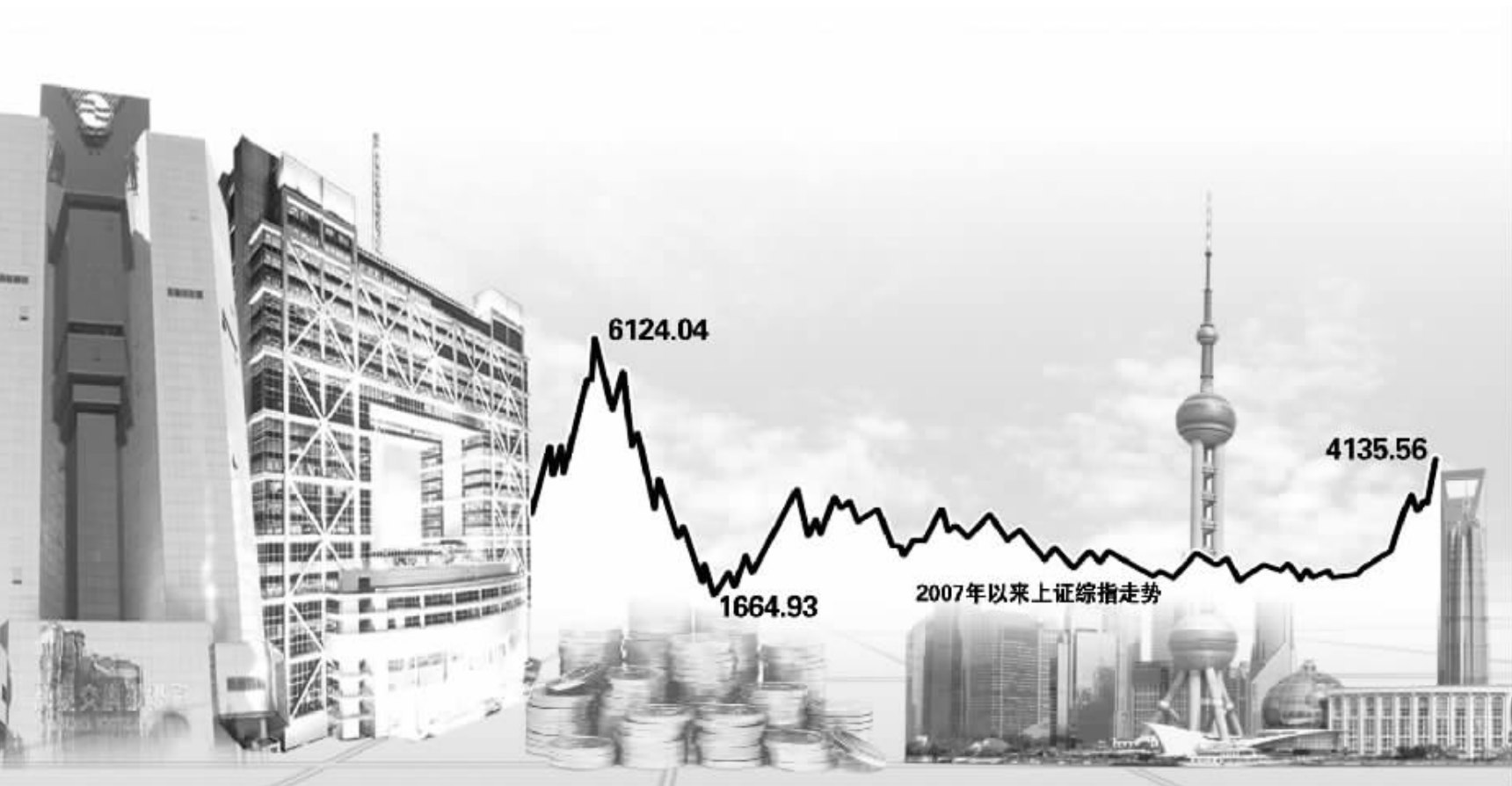


融资杠杆撬起万亿成交 投资主线改写行情格局

新常态新思维 牛市开启新征程

□本报记者 徐伟平



制图/尹建

欧美经济环境生变

A股牛市靠“内力”

□本报记者 张枕河

2007年5月上证综指达到4000点，随后攀升至上轮牛市的顶点，而彼时欧美股市也同样经历了大起大落。现在，A股重新站上4000点，而去年下半年以来欧美多个主要股市也屡创新高，市场预计牛市步伐仍未停歇。业内人士认为，对现在的A股而言，海外资金的影响力已逊于2007年，当时的所谓“顺差牛市”已难再现，目前资金面对股市的支撑主要来自于国内投资资金。

“顺差牛市”难再现

部分专家曾将2007年的A股牛市称为“顺差牛市”，主要是认为被外汇占款所推动。

然而，时过境迁，目前中国等新兴经济体生产出口、美欧等发达经济体消费的模式已经产生了明显变化。2008年金融危机以及欧债危机爆发后，欧美日等发达经济体的消费受到了明显抑制，特别是欧洲、日本已经陷入通缩。一些欧债危机“重症国”失业率持续高企，它们对新兴市场产品的进口需求无疑在下滑。特别是自去年以来，美国以及欧洲等都在加大措施振兴本地制造业，新兴经济体的相关出口市场仍在收窄。

最新数据显示，中国今年一季度和3月份外汇占款均出现同比下滑。业内人士指出，在此背景下，中国本轮的牛市来自于外贸顺差的因素已经在减弱，更多的是来自国内投资资金，“顺差牛市”难以再现。此外，从美联储角度看，尽管态度谨慎，但接近加息周期已经被各界认可，资金回流美元资产也成为大概率事件。

欧美股市相继回暖

总体而言，欧美股市在经历过2007年金融危机和随后的欧债危机后明显回暖，自2011年到2014年的整体表现要好于A股，这既有它们经济出现回暖的因素，也离不开充裕流动性的支撑。

2007年10月11日，美国道琼斯工业指数创出14198.10点的历史高点，随后由于金融危机的影响也深陷2008年熊市大跌，最低跌至2009年3月的6469.95点，跌幅达55%。此后开始持续走强，升到目前近18000点，期间累计涨幅达到136%。从2013年开始更是多次刷新历史新高。标普500指数和纳斯达克综合指数也和其走势类似。

欧洲受到债务危机的影响更深，因此欧洲股市回暖的时间相对较晚。衡量欧股整体表现的欧元区斯托克50指数在2007年6月底创下4489点的阶段高位后开始回落，直至2009年3月底的2071点，随后追随美股而出现回升，然而随着欧债危机持续发酵其直到2011年10月之前整体仍处于波动之中。之后才出现真正意义上的回升，直至目前的3795点。德国DAX和法国CAC40指数走势也与之非常类似，今年以来前者多次刷新历史新高，后者也多次刷新2008年以来高位。

经历了轰轰烈烈的春季攻势后，沪综指稳稳站上4000点。回望历史，上一次股指站上4000点已是2007年5月9日的事情。经历8个年头，无论是从杠杆交易的规模、市场容量，还是从单日成交量、股价结构来看，4000点的市场格局已经发生翻天覆地的变化。4000点，将是牛市征程的一个驿站。

融资杠杆VS增量博弈

杠杆交易大潮的兴起是本轮牛市的最重要特征，资金通过融资加杠杆入场，为市场不断上攻提供了“充足弹药”。截至2015年4月13日，沪深两市融资余额为16719.18亿元，继续刷新历史新高。经历了1月份的两融核查，3月份沪深两市的融资余额重拾升势。步入4月，融资资金更是直接步入加速快车道，单日融资净买入额持续维持在200亿元左右，其中4月7日的融资净买入额超过300亿元，达到312.23亿元。

把时间轴拉长，2010年3月1日两融业务启动，2014年8月21日，沪深两市的融资融券余额突破5000亿元，达到5009.41亿元，完成第一波5000亿元的增长，耗时4年多。2014年12月19日，两融余额突破10000亿元，达到10070.11亿元，完成第二波5000亿元的增长耗时不

到4个月。2015年4月1日，沪深两市融资余额突破15000亿元大关，达到15183.91亿元，第三波5000亿元的增长耗时只有3个多月。由此来看，自2010年3月启动融资融券业务，伴随着两融标的不断扩容，此项业务呈现出加速发展的趋势，融资业务在A股中已经占到举足轻重的位置。

而在2007年5月，沪综指首次登上4000点时，融资融券业务尚未启动，金融衍生品处在一个相对匮乏的阶段。在缺乏杠杆工具的背景下，资金更多的呈现出增量博弈特征。不可否认，当时牛市已经确立，但缺乏有效的杠杆工具，入场资金的规模相对有限。在当年的6月份，由于增量博弈出现中断，市场成交量一度大幅回落，使得股指出现一波将近500点的快速调整。

万亿成交VS千亿成交

与历次牛市相同，增量资金入场和市场成交额放大是A股由熊转牛的重要标志，不过本轮牛市的成交规模却着实让人咋舌。自2014年7月底，本轮行情启动时，沪深两市的单日成交额便维持在3000-4000亿元之间，预告了牛市的来临。2014年12月份，伴随着股指的加速上攻，沪深两市单日成交额首次突破万亿元。随后在3000点平台整固时，沪深两市的成交额出现下降，不过2015年3月中旬后，A股成交额再度放大，最高达到1.55万亿元，刷新历史天量。随后成交额维持在万亿之上，万亿成交已经成为A股新常态。

与之相比，2007年的牛市行情，成交额虽然也出现扩大，但单日成交额仅为千亿级别，即便在市场的大震荡中，沪深两市的成交额也未超过6000亿元。成交额的多少不仅决定了市场上攻是否具有充足的弹药，也直接决

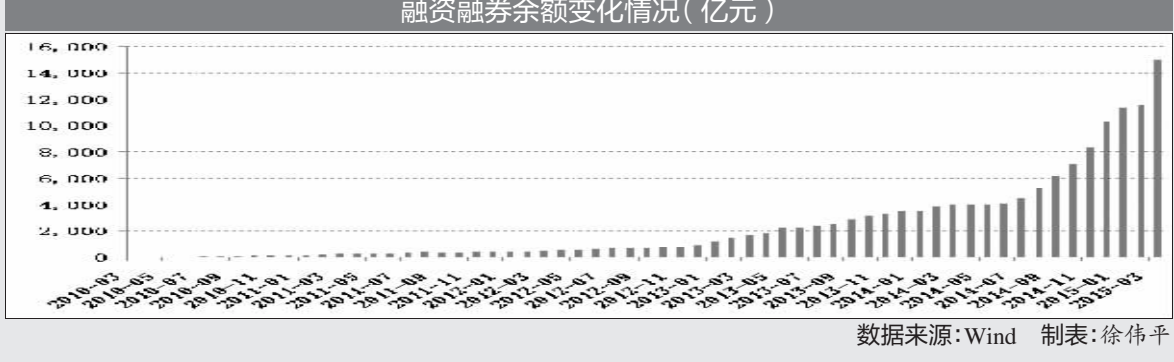
定了个股的活跃度能否维持。由此来看，由于量能不属于同一级别，本轮牛市的前行之路可能会超出市场的预期。成交规模的天差地别其实折射出财富配置逻辑的不同。自2005年人民币汇率改革后，国内外资金共同推动了包括地产、水泥等各类实物资产的投资热潮，实物资产泡沫推动了信贷资产的扩张，A股只是大类资产中的一种，并无绝对的优势可言。与之相比，本轮牛市中资金环境出现明显的改变。一方面，降息、降准的启动，美国QE平稳退出，市场整体维持了较为宽松的货币环境，沪港通及相关改革加速海外流动性扩张对内地的传导速度，内外两方面因素助力市场无风险利率出现下降；另一方面，地产大周期拐点出现，大宗商品表现低迷，而A股的赚钱效应凸显，对于资金的吸引力提升，改革提速则提升了投资者的风险偏好，居民财富再配置向A股倾斜。

“互联网+”VS“吃药喝酒”

在中国经济高速发展、居民收入普遍提高，商务活动显著增加的大背景下，行业迎来爆发，部分公司甚至创下连续7年净利润超过50%的神话，高端白酒也一度出现量价齐增的火热消费。但此后随着宏观经济增速放缓、产能过剩凸显，白酒板块在2012年下半年再次步入行业调整期，这次调整持续的时间不长。

与之相比，以“互联网+”为代表的新兴产业股则领衔今日4000点的高价股军团。今年的政府工作报告中提到了“互联网+”，改革的风潮将吹向新兴产业，2015年新兴产业发展政策出台的力度和频度有望保持较高水平。随着产业扩张、技术进步和应用的逐渐普及，2015年将是新兴产业的丰收年，行业景气度的提升不仅会提升小盘成长股的整体估值水平，还将提振新兴行业中上市公司的业绩，届时小盘成长股有望迎来戴维斯双击。

从“吃药喝酒”到“互联网+”，投资主线的变更暗示了市场的“新”逻辑，今日的4000点开启了牛市新征程，也必将造就一批新牛股。在行业景气度提升和改革深入推进的背景下，新兴产业板块将是诞生新牛股的沃土。



数据来源:Wind 制表:徐伟平

交易策略更加丰富

对冲基金大发展

□本报记者 徐文擎

接受中国证券报记者采访的多位机构人士表示，现在的4000点已非彼时的4000点，中国资本市场在这八年间发生的改变相当于国外几十年的进程，尤其是对冲基金的大发展让资本市场的价格发现功能更完备，也加剧了资产管理行业的竞争；而交易策略的丰富使投资者告别了平面交易时代，迎来一个立体的、全新的交易市场。

投资工具多元化

“4月16日，中证500和上证50股指期货开始上市交易。对于资产管理和对冲基金的从业者来讲，这不亚于2010年4月沪深300股指期货的上市。一些朋友激动得一晚上没有睡着。”上海天鹭投资管理有限公司董事长徐东升在他的博文中写道。

他的这段话代表了绝大多数对冲基金从业者的心情。他们的欢欣不仅在于，期指新品种可以使他们在设计产品时能够做到期货与现货更加“严丝合缝”地对冲，还在于有了三个股指期货品种后，就可以组成各种组合，对冲基金的产品线会获得极大丰富，新发的产品种类也会呈指数级增长。

即使是期指并未扩容前的二级市场，也不是八年前的“平面模样”了。在年初“1·19”的暴跌中，市场上多只量化对冲私募通过砸空单、做套利等方式在上证指数单日重挫7.7%的情况下获得2%-5%不等的基金净值增长。

“这在以前只能通过买卖股票、增减仓来躲避风险的时代基本不可能，除非及早离场，否则谁也扛不住大盘暴跌。”北京盈创世纪总裁韩冬说，他所在的对冲机构1月19日做空主力合约1506和1503，做多1509，3个交易日实现了12.6%的收益。

北大对冲基金实验室执行主任、微量网CEO冯永昌告诉记者，国内目前比较主流的对冲基金定义是，从私募基金中分流出来、在操作上特别强调对冲手段、应用一些数量化、高杠杆及创新手法的基金，传统以单方向股票操作为主的私募基金暂时不在讨论范围。

他介绍，现在市场上规模比较显著、逻辑较清晰的对冲基金主要有四种类型：第一类，做多股票、做空股指期货，称为阿尔法对冲基金或市场中性基金，无论所选股票为何种风格，都要用股指期货来对冲套保头寸；第二类，融资融券的统计套利基金，也是市场中性基金的第二种类型，融资做多股票、再融券做空股票，通过这种方式表达对股票之间相对价值的看法，让相对价值进行收敛；第三类，期货CTA或程序化CTA，主要方式是全自动的去选择一些期货品种进行交易，以前主要是商品期货，后来发展到股指期货和其它一些金融期货，它捕捉和放大大盘上涨或下跌中的趋势，但本身不判断趋势，是一种顺势而为的策略；第四类，高频交易，与程序化CTA的区别在于，它并不捕捉趋势，甚至会讨厌趋势，而是在买卖盘口高频率地“吃”掉一些市场微观结构或者稍纵即逝的获利机会，股指期货是目前高频交易最好的投资标的。

“工具的增加可以让投资者更清晰、精细地表达自己对市场结构的看法，以前看多或看空市场都只能通过买卖股票的方式，但现在可以精细到‘看多或看空到什么程度’，比如市场上做空股指期货的交易量有多少，就可以侧面看出市场的情绪到哪个阶段。”冯永昌说，“另外，衍生品为市场增加了更好的流动性，高频策略类的交易都给价值投资者或中长期的投资者提供了交易对手和流动性，这样市场会比以前更加润滑。”

目前对冲基金行业仍没有比较统一的统计口径，冯永昌根据基金业协会截至今年2月的数据推算，除去私募基金股权基金，私募基金证券基金的规模大约在6000亿左右，对冲基金规模为2000亿，对冲基金和非对冲类的私募基金证券基金的比例在1:2，涉及对冲策略的

基金公司在2000家左右。“不要小看这个数字，虽然公募基金的资金规模很大，但公募基金的交易频率低、没有杠杆，对冲基金交易频率高、杠杆高，实际产生的市场影响可能相当于公募基金一万亿的当量。比如高频交易有时几百万的资金规模能打出100倍的换手率，交易额和有效市场影响规模都非常大。”冯永昌说。

交易策略更丰富

“如果说私募呈爆发式增长及其带来的、可观的增量资金是本轮牛市与2007年牛市较大的一个区别，那交易策略的极大丰富也是这轮行情较之于当年行情的重要进步。”万博兄弟资产管理有限公司执行总经理、首席策略分析师李敬祖说到。

他说，上一轮大牛市到来时，市场策略还比较单一，大多是基于经济增长和产业结构变迁的、传统的分析框架，以宏观策略为主要视角。但2009年以来，尤其是这两年，市场上发生了很多微妙变化。“比如2009年增加了创业板、去年增加了新三板等代表中国经济未来转型升级和发展方向的投资市场，结构上进行了完善，便于投资者在策略上进行更多产业性的投资。”

另一方面，工具的增加包括沪深300股指期货、上证50ETF期权以及本月16日上市交易的上证50和中证500股指期货，使机构可以衍生出更多的策略组合，市场由纯多头变得更加立体化。“告别了上一轮的平面交易时代。”李敬祖称。

盈创世纪总裁韩冬也表达了类似观点：“新工具上市交易后，市场从单一变得更复杂多变，机构可以根据需要配置不同种类的股指期货和持仓比例。这对机构而言，PK的不光是选股能力，还有对冲风险和精细化管理的能力。现在股指期货的成交量也在千亿级别，对现货市场的影响不容忽视。未来可以通过比较三种股指期货升、贴水的情况，来直观看到机构所持有股票的风格和仓位，以及他们对市场的看法。”

格上理财研究中心提供的资料显示，沪深300股指期货推出后，私募基金主要增加了股票量化策略（阿尔法策略和趋势策略）、套利策略、套期保值策略。

“有人把2010年称作‘对冲基金的元年’或‘绝对收益的元年’，认为沪深300股指期货给投资者增加了更便捷的、实现绝对收益的手段，让很多股票类的基金可以做市场中性策略产品。这之前，其实商品期货的对冲基金也有很多，也有用数量化模型选股的基金，但沪深300股指期货放大了市场对对冲基金的关注，是一个里程碑式的时间点。”冯永昌表示。

资管行业深层竞争

对冲基金的大发展、交易策略的不断丰富，让市场此时站上4000点显得比过去更加“底气十足”。

李敬祖提到，2007年杠杆资金并没有现在这么凶猛，这一轮牛市中很多私募基金发了不少结构化产品，通过信托、银行理财等渠道进入市场的杠杆资金也很多，市场的杠杆属性很强。这也要求机构增加多元化的投资模式和更强的风险管理能力。

“市场发展到了这一步，各大资管机构PK的已经不是单纯的谁赚钱多，而是谁有更强的风险管理能力，谁能更稳定地赚钱，只有将风险管理在合理范围内，市场的上涨才是健康的。”韩冬说。

冯永昌也认为，对冲手段的丰富让资本市场的价格发现功能更完备，让资金和信息的传播更有效，对冲基金不断地消除各种套利机会，在这个过程中也促进了资本市场价格发现的职能。

“因为有了各种孜孜不倦追求创新的对冲基金的努力，资产管理行业的投研能力和风险管控能力都在不断提升，也加速了资产管理行业的深层竞争。”冯永昌说。