



CFP图片

成长股持续走强 期指贴水机构束手 市场中性策略随风起舞

□本报记者 徐文擎

期指新品月考不如预期

近期,以创业板为代表的中小盘因其强劲表现成为市场争相追逐的焦点。或受其涨幅过大影响,中证500股指期货从上市之初一直处于大幅贴水状态,让一批想用它构建股票多头和期指空头头寸的量化对冲私募“施展不开手脚”。

“上市之前就开始期待,上市之后一直在等机会,但最近中证500股指期货大幅贴水,我们无法开仓,只能先静观其变。”上海天鹭投资管理有限公司董事长徐东升告诉记者。

量客投资管理有限公司副总经理刘岩草称,他们公司设计的几个对冲策略在中证500股指期货上的模拟盘测试效果很好,几乎没有回撤,只是鉴于目前的 market 情况,还无法在实盘上操作。“单从刚上市几天的流动性上,上证50股指期货比中证500股指期货好,无论是持仓量还是交易活跃度上都是如此,但我认为这是和目前的现货行情有关,理论上中证500的可交易程度比上证50更强。”

徐东升和刘岩草的感受并非个例。好买基金研究员李歆介绍称,他接触到的大部分市场中性策略基金还没有将中证500股指期货大规模运用到自己的产品设计中,有小部分私募开始测试,但整体上处于边试边观察的阶段,市场效果总体上还未达到此前预期。

他解释称,出现这种情况主要有两点原因。一方面,中证500股指期货连续贴水,意味着机构如果现在去做空,一旦贴水回归,就可能亏损2、3个百分点,这对于年化收益普遍在10%左右、每个月上涨1%就算不错业绩的市场中性策略产品来说,这种幅度的回撤无法承受。“这也是私募一直期待中证500上市,但短期没有开仓的原因。我记得有几天收盘时,中证500股指期货的基差为负的200多点,如果基差回归,回撤并不小,这对机构来说是束缚,所以,现在比较大的对冲基金还是把大头寸留在沪深300股指期货上,尝试着加入中证500和上证50股指期货。”李歆说。

另一方面,中证500股指期货上市以来的成交量和沪深300还存在一定差距。他曾统计过一个数据,显示沪深300股指期货日均成交额高峰达到过1.8万亿,但中证500主力合约日均成交额在2000亿左右,相当于沪深300主力合约的九分之一,两者存在数量级上的差异。

不过,他也特别强调,尽管中证500股指期货短期的可交易性不如传统的沪深300股指期货,但因前者行业分布更加均匀,对于不想获取行业收益和风险的基金,长期来看是一个更好的工具选项。

“沪深300的行业配置比较偏,银行和非银金融就占去了半壁江山,但银行板块是很难获取超额收益的,机构如果买银行板块的现货,对冲银行股占比较重的沪深300股指期货,最后得到的结果可能大概率上是不赚不赔,这样就浪费了仓位。相信未来中证500股指期货被全面使

周末在杭州举办的2015全球对冲基金西湖峰会吸引了国内不少对冲基金的大佬。据参会的某位国内对冲基金负责人称,除了讨论对冲基金人才协会落地等事外,席间同行内谈论最多的就是上证50、中证500股指期货近来的市场表现和相应的产品设计问题。

此时距离4月16日两只期指新品上市刚好满月,市场经历从大涨到震荡的行情,新的股指期货使用效果却并未完全如预期般“美好”,尤其以中小盘股为主要跟踪标的的中证500股指期货,上市之初即被“寄予厚望”,但由于近一个月持续的贴水严重“束缚”了机构的手脚。

接受中国证券报记者采访的多位量化私募经理表示,尽管期指新品种月考效果目前待定,但长期来看,市场中性策略产品受到系统性风险的影响会越来越小,机构将且练且观察,抓住市场不有效带来的利润机会。

用后,能够解决这个问题。”李歆说。

刘岩草称,中证500上市至今持续贴水,理论上存在反向套利的机会,即机构可以融券做空现货、同时做多股指期货来获利,但在目前国内市场的实际情况下,机构这么做的概率几乎为零。一方面,融券8%的利息是一个巨大的障碍,另一方面,在中小盘股如此火热的市场,机构不可能去卖中证500标的股票。“持续贴水,一方面跟近期中小盘股涨幅已经太高有关,一方面也说明了机构做多现货、做空期货的套保需求强烈,造成做多意愿不足。现在并没有特别好的现货供我们来做空。”

尽管中证500股指期货目前还无法适用于常见的市场中性策略,但被部分机构用在了其

它方面。北京盈创世纪投资管理有限公司总裁韩冬说,他们上周在一次跨品种套利的机会中就发挥了中证500股指期货的作用。

“上证50、中证500、沪深300期指代表的资金流向不一样,我们会通过这三个品种升、贴水的情况,去观察资金的流向和机构避险的风格。当资金在不同板块间流动切换时,是存在套利机会的。上周的某个时点下我们判断,中证500期指的贴水会缩小,同时反弹幅度会强于上证50期指,于是我们做多中证500期指、做空上证50期指,并且把当时账户的闲置“子弹”全都打出去了,日内盈利有1%。”韩冬说,“在目前情况下,可以赚市场板块变化或者结构变化的钱,在资金使用效率不高的背景下,抓住市场不有效带来的利润机会。”

北京盈融达投资相关负责人也告诉记者,已经开始小范围使用新的对冲工具,最近基差收窄以后,将中证500股指期货运用到灵活对冲产品上,可以做一些风险规避,不需要通过减仓解决,避免反复交易,降低了交易成本,提高交易效率。

市场中性策略“随风起舞”

相较之下,以沪深300股指期货作为对冲手段的传统市场中性策略,尽管在去年底的蓝筹暴动中让投资者重新认识了它的风险,但今年以来的普遍业绩则可以用“随风起舞”来形容。随着今年A股风格的迅速转变,中小盘股猛烈拉升行情,一度被认为失效的市场中性私募开始迎来反击。

好买基金数据显示,截至5月6日,312只具有业绩数据的市场中性私募今年以来平均收益率为12.96%,表现最好的两只产品前海旗隆对冲分级基金一期、诺德量化对冲5号今年以来收益率分别为69.93%、67.58%。

好买基金的一份报告显示,去年底出现明显回撤的市场中性策略产品,今年业绩也显示出“随行就市”的特点,频频走高:和聚华享对冲1期去年12月单月跌幅达9.97%,而今年以来业绩上涨高达39.71%;尊嘉ALPHA系列产品去年12月跌幅在15%左右,今年以来迎来较大反弹。而部分去年12月业绩微跌或保持微涨的市场中性私募,今年以来收益率也呈现稳步走高态势:去年12月微跌3.26%的若愚量化阿尔法抽愚基金今年以来收益率9.52%;去年12月业绩微涨0.08%的盈峰梧桐量化对冲基金今年以来涨29.36%;去年12月上涨2.68%的新方程盈峰量化对冲基金今年以来业绩上涨10.05%。

好买基金研究中心王梦丽称,综合来看,当前市场处于上涨行情中,市场中性策略表现通常不及传统的股票做多策略,但当前市场出现震荡,通常会有不错表现。所以,对投资者来说,目前牛市已走到半山腰,回调风险较大时选择一些优质市场中性策略产品以对冲风险是个不错的选择。中小盘个股上涨行情对市场中性策略来说尤为有利,基金经理可以选择创业板以及中

小盘股票构建多头组合,而以沪深300股指期货则构建空头组合,这也正是年初至今市场中性基金整体表现不错的一大原因。不过,经过去年由蓝筹暴动引起的爆仓危机后,不少市场中性策略降低了市值因子的影响权重,避免“悲剧”再次发生。

王梦丽称“这类产品现在受市场的结构和风格影响还较大,数据显示市场中性私募的平均涨幅今年1月为3.12%,2月为1.74%,3月为5.97%,4月为1.92%,总体上远超固定收益产品的业绩,同时基本和现货市场中小盘股的强势走弱相吻合。”

但王梦丽同时认为,随着未来中证500股指期货被全面运用,过去存在的对冲工具匮乏、模型成熟度不够、产品受市场影响较大等问题将得到很大程度的解决,市场中性策略本身和市场系统性风险的相关度会降低,产品收益会更趋于稳定。

另一种观察市场的角度

尽管由于现实的“束缚”,中证500新品种上市满月时的实际效果并未如同预期,但机构对于新工具发挥的作用仍然给予了很高的评价,认为不仅使自身增加了一种新的观察市场的角度,还对自身的资产管理能力提出了更高的要求。

“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,这时对于机构而言,PK的不光是选股的能力,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仓位和特点、避险的风格以及他们对于市场的看法。”韩冬说。

而徐东升认为,资产管理的基本目标是通过多样化去分散风险,达到资产的稳定增值。他表示,中证500股指期货和上证50股指期货的波动性和沪深300股指期货的波动性是不一样的,因此各种金融期货策略将受益于品种的丰富而更加稳定。同时,当未来沪深300股指期货、中证500股指期货和上证50股指期货三个品种均被市场广泛运用后,还可以在三个品种之间设计各种套利和对冲的策略,为宏观对冲基金和CTA对冲基金提供有力的交易工具。

微量网CEO、北大对冲基金实验室执行主任冯永昌说:“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一个阶段。另外,衍生品的提出为市场也增加了更好的流动性,例如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。”