

贴水幅度扩大

股指期货“打折” 机构套利忐忑

□本报记者 叶斯琦

近期,股指期货全线贴水,部分合约特别是远月合约的贴水幅度加大,引起机构人士关注。业内人士认为,市场担忧情绪加重、流动性不足以及分红因素等,是股指期货贴水的主要原因。

在机构人士看来,一方面,股指期货贴水提高了对冲的成本,反向套利机制的缺失也使得股指期货贴水的套利机会较难把握;另一方面,股指期货贴水,可能带来赢面大于输面的不对称风险交易,特别是一旦形成牛市趋势,市场情绪大幅好转,做多股指期货远月合约可能有更大弹性。此外,不同股指期货之间、期权与期货之间的套利机会,仍然值得关注。

多重因素导致股指期货贴水

近期,部分股指期货合约贴水幅度扩大。以中证500股指期货最远月合约IC1912为例,5月6日收盘,该合约贴水277.2点;而至5月20日收盘,该合约报4598点,贴水325.56点,相当于比中证500指数便宜了近7%。沪深300股指期货、上证50股指期货等合约也出现不同程度贴水。

机构人士认为,股指期货贴水,首先是因为短期市场担忧情绪较重。避险联盟网创始人、深圳市星达伟业资产管理有限公司总经理刘文财分析,4月下旬随着市场调整,股指期货负基差扩大,5月6日后更是持续扩大,悲观预期在负基差

5月以来IC1912合约基差

日期	基差
2019-5-6	-277.20
2019-5-7	-256.60
2019-5-8	-286.34
2019-5-9	-247.41
2019-5-10	-272.52
2019-5-13	-328.70
2019-5-14	-307.61
2019-5-15	-339.96
2019-5-16	-346.96
2019-5-17	-343.98
2019-5-20	-325.56

数据来源:Wind

中贡献了一定比例。

其次是流动性不足。刘文财还指出,从历史上看,远月合约处于贴水是常态,流动性不足是贴水形成的原因之一。但贴水形成后之所以能够长期存在,还是由于反向套利机制的缺失。

分红因素也是股指期货贴水的原因之一。富善投资认为,马上进入分红季,个股现金分红时,指数的处理办法是其自由回落,因此分红预期会提前反映到股指期货上。每年A股集中分红的月份,股指期货通常呈现贴水的状态。

有量化基金经理告诉中国证券报记者,股指期货最近贴水比较大,对冲成本会更高,期货展期比较难做。现在除了股指期货,也在寻找收益互换等方式,尽量减少对冲成本。

寻找景气超预期结构性方向

流行价值成长“混搭” 基金经理重选股轻风格

□本报记者 徐金忠

近期市场持续震荡回调。Wind资讯数据显示,截至5月17日,最近一个月股票型开放式基金的平均回报为-10.56%,同期上证综指下跌11.41%。中国证券报记者采访发现,在震荡市场中,投资风格的淡化成为多数基金经理的选择,他们将大盘蓝筹与中小盘个股混搭,在价值与成长之间进行平衡。

多位公募基金基金经理认为,在震荡调整市中,对风格因子方面的考量会有所降低,而精选个股成为现阶段投资的核心。如果市场持续调整或是出现结构性行情,基金经理将延续“重选股、轻风格”的操作思路。

大盘风格整体偏强

Wind资讯数据显示,截至5月17日,最近一个月股票型开放式基金的平均回报为-10.56%,同期上证综指下跌11.41%,股票型公募基金总体表现仍好于大盘。

在震荡市场中,风格的偏好能为基金带来多少收益的助力?中国证券报记者选取市场主流的12只名称带有“大盘”字样的主动权益类基金发现,截至5月17日,上述产品近一个月的平均回报

为-6.93%,净值表现最佳的产品近一个月回报为-1.70%,表现垫底的产品回报为-10.06%;同样选取34只名称带“中小盘”字样的主动权益基金,其近一个月的平均回报为-7.91%,净值表现最佳和垫底的产品近一月回报分别为-0.44%和-13.58%。同期,上证50指数下跌9.52%,沪深300指数下跌10.70%,中证1000指数下跌13.74%。整体而言,大盘风格产品表现优于中小盘风格产品。

另外,观察“中小盘”主动权益基金表现最佳的基金,其一季度末股票仓位为89.71%,前十大重仓股中,五粮液、泸州老窖、贵州茅台、海康威视、青岛海尔等白酒、家电类蓝筹白马股扎堆。公告显示,该基金的投资策略表述为:采取“自下而上”的策略,投资具有良好治理结构、在细分行业具有竞争优势以及有较高成长性的小盘股票,以谋求基金资产的长期增值。

“此前市场上出现了一批中小盘风格的基金,这契合市场上涨时投资者的需求。但是近年来,A股的走势是蓝筹白马行情持续,中小创行情脉冲,所以公募基金多选择大盘风格,至少也是寻求风格的平衡,纯粹中小创投资的产品操作难度大,而且不讨巧,市场特别是机构资金对这类产品的认可度也相对较低。”

MSCI魏震:外部不确定性本身不影响A股纳入因子提升进程

□本报记者 吴娟娟

由于外部不确定性因素影响,投资者对MSCI提升A股纳入因子后续进程产生疑虑。5月20日,MSCI中国区研究主管魏震接受中国证券报记者采访时表示,目前A股面临的外部不确定性本身不会影响A股纳入因子提升的进程。他表示,最早MSCI将于明年就A股纳入因子提至20%以上向投资者征询意见;就目前部分个股被沪港通移除,魏震表示,如果个股被沪港通、深港通移除,MSCI一定会作出反应。

北京时间5月14日凌晨,MSCI宣布了A股扩容的第一阶段安排,18只创业板股票首次纳入MSCI相关指数。

最早明年开始征询A股纳入因子提至20%以上的意见

魏震表示,目前A股市场面临的外部不确定性本身不会影响A股在MSCI相应指数中纳入因子提升进程。不过,MSCI确实关注在此背景下,A股的市场准入会不会受到影响。如果A股的市场准入没有受到影响,那么A股纳入因子提升进程就不会受到影响。如果A股的市场准入受到了影响,MSCI就将与投资者讨论这一影响以决定是否需要调整A股纳入因子提升进程。

魏震介绍,按照计划,三步之后,A

股在MSCI相关指数中的纳入因子将从5%提升到20%,MSCI将在11月宣布将A股纳入因子提升到20%的具体安排。此后,最早在12月MSCI会收到投资者关于这一步实施过程的反馈意见。依此推算,MSCI最早将于2020年才能开始就关于A股纳入因子进一步提升的问题向机构征询意见,目前还没有具体时间表。

他也表示,进一步提升纳入因子,A股需解决四大问题:第一,提供更多的对冲和衍生工具选择;第二,A股的结算周期较短,这带来一定的营运风险,海外投资者期待A股的结算周期与国际接轨;第三,沪港通、深港通由于两地交易假期不同,也带来了一定的交易问题,相关方面需协力解决这一问题;第四,建立有效的综合交易机制,从而降低营运风险。

就丰富A股衍生工具方面,MSCI此前提到正与港交所就推出A股指数期货展开合作。魏震表示,MSCI作为指数供应商向交易所提供指数,目前已经确定这一指数为MSCI中国A股指数。他认为这一指数期货的推出非常必要。随着A股纳入因子的提升,其在新兴市场指数中权重逐渐提升,投资者需要更多的衍生工具来管理风险。基于这一考虑,内地监管部门授权MSCI与港交所合作推出这一股指期货,期货合约的具体设计由港交所负责。

谨慎看待投资机会

虽然对冲成本有所增加,但是部分业内人士认为,对于指数投资者来说,股指期货大幅贴水,背后的投资机会也值得关注。

刘文财分析,在当前买入IC1912合约,只要中证500指数从目前点位到最后交易日的累计跌幅小于7%,那么投资者都是没有损失的,途中即使有损失也只是浮亏而已。但如果中证500指数的累计跌幅超过7%,那么投资者则是会有损失的,损失的幅度是指数跌幅减去7%部分,例如指数下跌10%,那么持有IC1912多头最后损失3%。

富善投资也表示,当前IC1912剔除分红因素后的贴水为5%,将积极关注投资机会,在合适的时候,通过做多股指期货来替代原有的股票多头持仓。这一方面是由于股指期货的杠杆性,所需资金占比较低;另一方面是股指期货的贴水在交割日会自动归零,因此持有股指期货至交割日相比持有现货将增加贴水的收益。

不过,也有不少业内人士提醒,风险仍然不容忽视。方正中期金融衍生品研究员彭博就表示,直接做多股指期货风险还是比较大的,因为中证500指数仍有可能出现较大幅度下跌。资深业内人士冯永昌也强调,股指期货贴水是短期内看空后市信号,还是要注意防范投资风险。

另有业内人士表示要观察市场形势。如果市场整体下跌,股指期货也难独

有公募基金产品部门人士表示。

价值与成长殊途同归

进入二季度以来,市场结束了一季度的急涨行情,市场对于价值和成长的研判出现变化。特别是4月下旬以来,消费和科技等板块持续强势,引发市场对价值投资和成长投资观点分化。

华泰证券认为,5月14日,周期/消费相对成长的估值比已经再次回到2018年1月以来的高位,显示成长再次具有相对估值优势。东吴证券也表示,需要拥抱价值成长,聚焦“硬核”龙头,把握不确定中的确定性。尽管短期事件变化难测,但市场波动仍有规律可循,其一是连续回调后指数位置、估值不高,其二是短期大幅震荡乃至超跌后反而提供入场机会。

“我认为现阶段价值和成长不应该对立,而应该是‘殊途同归’的。确定性的成长,就应该是价值投资的良好标的;同理,价值型个股只要有较好的成长性,也是一种成长投资的机会。”上海一位公募基金经理表示。华安基金认为,随着国内新经济的发展,行业集中度正在逐步提升。在此背景下,创业板中的蓝筹公司更受益,相对市值更小的创业板公司具备更强的市场影响力和抗风险能力。

MSCI不对个股投资价值背书

如果个股被从沪港通和深港通名单中移除,MSCI相应指数一定会作出反应。魏震介绍,个股要想被MSCI纳入,需满足可投资性的考量。如果某个股被移出沪股通或深港通的名单,MSCI会从可投资性的考量上做出反应。这是因为可投资性是MSCI考量个股的核心因素,投资者是否能通过沪港通和深港通买入个股将对可投资性造成影响。

魏震强调,所谓的及时反应,是指在交易所公告之后做出反应。此前,大族激光由于外资持股比例触及上限导致港交所不能接受买盘,MSCI也随之作出将个股从相应指数中剔除的决定。

魏震同时表示,可投资性与个股的投资价值并无直接关系。业内人士介绍,部分公司将公司股票被纳入MSCI指数作为公司投资价值的噱头来宣传,误导投资者。对此,魏震认为,MSCI作为一个指数公司,其使命是为投资者提供投资基准。在考虑是否纳入某只个股的时候,MSCI是否将公司治理等因素纳入考量,将存在财务造假等治理问题的公司隔离在MSCI指数之外?魏震表示,经与客户征询意见,多数客户认为MSCI不应该这样做。一是作为指数公司,这样做有越权之嫌;二是公司治理等因素很难量化。魏震认为MSCI不会基于公司的投资价值

善其身。但是,一旦形成牛市趋势,市场情绪大幅好转,做多股指期货远月合约则可能有更大弹性,获得更高收益。

还有机构人士认为,还可以进行股指期货的套利。一是不同股指期货合约之间的套利。彭博就表示,可以在中证500股指期货和上证50股指期货之间进行套利。在目前情况下,可做多中证500股指期货,做空上证50股指期货;二是期权和股指期货之间的套利。冯永昌表示,可以建仓认沽期权,同时做多中证500股指期货。

市场风险已有所释放

虽然股指期货大幅贴水,但是从历史上看,股指期货所反映出的悲观预期并不一定完全准确。刘文财就称,对于此前已到期交割的IC1512、IC1612、IC1712、IC1812合约,如从贴水最大时开始计算,只有IC1812合约到期时,期间指数累计跌幅较大,其它合约到期时,期间指数累计是上涨的。

富善投资认为,2019年市场将维持N字型走势。经历了一季度大幅上涨后,近期市场回调,部分情绪指标已大幅回落,显示市场风险已有所释放,目前不宜对市场继续悲观,可以适度增加仓位。

百亿私募源乐晟认为,当前市场主要还是担心外围因素的不确定性。沪指上周连续第四周收阴,目前阶段处于上下两个缺口中间,继续向下的空间不大,接下来重点关注市场的主线逻辑,以及消费升级和产业升级带动下的行业龙头企业。

创业板中市值规模大、流动性好的前50家企业,将具备更好的发展前景与更高的投资价值。

轻风格 重选股

“目前的持仓集中在消费和科技领域,消费从4月以来贡献了较多收益,科技有望在科创板推进的过程中持续发力。在风格选择上,大盘蓝筹和中小盘个股混搭,在价值和成长之间做平衡,不拘泥于传统意义的价值和成长的呆板划分。”一混合型基金的基金经理表示。

安信基金的基金经理陈振宇、张竞日前表示,当前A股已经进入寻找景气超预期的结构性亮点方向,市场将逐步从普涨进入结构性分化行情,从普涨走向聚焦。相应的投资策略应是选取具备核心竞争力、长期业绩确定优质的细分行业龙头,淡化周期影响。

中国证券投资基金报记者采访多位基金经理发现,公募基金普遍预计市场将持续震荡或是进入结构性行情。在此背景下,投资风格的淡化将是多数基金经理的选择,即不固守大盘蓝筹或是中小创,不执着于价值投资或是成长挖掘,在投资风格上灵活机动,顺势而为。“核心能力或是操作的最大挑战来自于精选个股。”前述混合型基金的基金经理说。

MSCI不对个股投资价值做背书

决定是否将其纳入指数。也就是说,MSCI不对个股的投资价值做背书。

期待A股结算周期与国际接轨

在A股待解决的问题中,魏震详细介绍了为何海外投资者期待A股的结算周期与国际接轨。他表示,A股的证券结算周期是T+0,但是现金交割是T+1,这种情况下,投资者买股票,资金要提前到账,而卖股票的时候,要保证有券在账户。目前很多国家股票和现金都是T+2交收,投资者买股票时不需要有真正的钱在账户,两天之后就可以了,而卖的时候也不一定需要有券在账户,也是两天后有了就可以了。

比如一个海外投资者管理一个新兴市场组合账户,他决定卖别的国家的股票来买A股的股票,这就出现问题了。他卖的其他国家的股票要两天之后资金才能到账,可是买A股需要账户现在就有资金。这样就出现了错配。

MSCI与机构征询意见时了解到,大部分机构认为,如果A股能够实现T+1的货款两讫(股票和现金都是T+1),A股与其他国家市场交割上的错配就会缓解很多。

魏震坦承改变交割机制是一个庞大的工程,也需要投资者的适应。目前相关方面已经注意到了这个问题,并在此展开讨论。

泓德基金王克玉:

A股慢牛行情基础已具备

□本报记者 李惠敏

强吸引力,未来投资机会显著高于风险。

重点关注三大板块

当前A股市场的大幅波动让不少投资者困惑不已。对此,泓德基金投研总监王克玉表示,微观经营主体的改善和经济增长质量的提高为A股的慢牛行情奠定了坚实基础。对于具体看好的板块,他表示,主要着眼于制造业、新兴产业和大众消费领域三大方向。此外,由王克玉拟任基金经理的泓德研究优选混合型基金已于近期发行。

经济转型中投资机会高于风险

王克玉表示,2018年以来,国内经济和相关政策出现一定调整,对中小微企业的发展环境包括金融和财政政策等均进行了优化,一定程度上为微观经营主体的改善和经济增长质量的提高打下良好基础。“以科创板为例,科创板自上而下的推进体现出资本市场在中国经济转型升级中的重要作用,在中国长期竞争力影响最关键的TMT、高端装备、生物医药等行业中,较多处于成长前期的公司通过上市获得快速发展的资金和机制优势,在自身快速发展的同时也为二级市场投资者贡献丰厚回报,科创板将为投研能力强的投资者创造这样的机会。”

他进一步提出,需要注意的是,在经济转型过程中,冲突与分歧难以避免,不过无法阻止经济质量的提升和微观主体经营的改善。“此外,在全球经济运行趋缓的背景下,2019年以来越来越多国家的央行货币政策表态边际宽松。受此影响,今年以来全球多类资产均有所上涨。而国内,流动性重新进入偏宽松状态,同时国内货币政策、减税降费财政政策的进一步落实,均对稳定经济增长的帮助很大。”王克玉表示,叠加2016年至2018年市场充分调整等因素,市场整体估值水平已具备吸引力,尤其是细分领域中有竞争力、盈利与现金流稳健增长的公司已具备较

“从历史来看,每一阶段都会出现表现特别好的股票,既有公司经营的因素,也有时代的机遇。”王克玉认为,目前主要着眼于制造业、新兴产业和大众消费领域三个方向。具体来看,他表示,近年来,中国的制造业保持全球领先竞争力,高端消费企业全球领先,装备制造快速发展,上游器件与材料也局部突破;在新兴产业方面,出现同步领先水平的发展,5G、大数据和人工智能变得精彩纷呈;此外,大众消费时代亦如火如荼开启。

指数股(ETF)讲堂

指数化投资科技创新企业正当时

□华泰柏瑞基金

近年来,随着A股市场国际化的大幅推进,市场成熟度不断提升,战胜市场的难度日趋增大。此外,受市场波动以及宏观基本面影响,风险集中释放,个股“爆雷”频发。在此背景下,分散投资于一篮子股票且投资策略清晰透明的ETF产品受到了广大机构和个人的投资者的青睐。2018年以来,股票ETF规模逆市大幅增长,不单主流宽基ETF的规模增长迅猛,一些主题和行业ETF也异军突起,股票ETF市场的繁荣极大地刺激了基金行业的产品创新,一些科技主题类产品蓄势待发。

十九大报告提出,我国必须加快建设创新型国家,要瞄准世界科技前沿,强化基础研究,实现前瞻性基础研究,引领原创性成果重大突破。近期,在我国外部环境不确定性增大的背景下,对于创新型国家建设的需求显得尤为迫切。随着政策对科技企业扶持力度的增大以及我国工程师红利的释放,我国科技产业将迎来重大的发展机遇,与科技产业相关的上市公司将从中受益,对于科技创新主题板块的投资有望成为未来很长一段时间内的投资主题。

对于科技领域相关的上市公司而言,所处的行业技术门槛高,其采用的技术及核心竞争能力并不易被大部分投资者所了解,对科技板块上市公司基本面的理解有限,将加大投资者投资于相关个股的风险。因此,对于缺乏相关专业知识的绝大部分投资者而言,借道科技创新主题类ETF产品分享科技红利或将是个明智的选择。目前A股市场上仍有完全专注于投资科技创新主题板块的相关ETF产品,基金管理人可以在这一领域加大布局,打造专注于科技创新主题板块的指数投资产品,一方面能够满足投资者参与该板块的迫切需求,另一方面也能优化资本市场资源配置,助力我国的科技创新进步。

目前,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年政府工作报告强调要“提升科技支撑能

力”,“支持企业牵头实施重大科技项目。加快建设科技创新资源开放共享平台,强化对中小企业的技术创新服务”。在此基调下,深化收改组改革、缓解企业融资、优化营商环境等配套政策出台,切实降低企业负担,为科技企业的发展营造了良好的宏观环境。在国家政策的大力支持下,中国企业研发支出增速全球领先,工程师红利持续凸显,科技研发能力持续增强,中国正逐渐成为全球重要的科技力量。统计数据显示,我国研发(R&D)经费支出一直处于稳定增长的状态,2018年研发经费支出占国内生产总值的比例达2.18%。

力”,“支持企业牵头实施重大科技项目。加快建设科技创新资源开放共享平台,强化对中小企业的技术创新服务”。在此基调下,深化收改组改革、缓解企业融资、优化营商环境等配套政策出台,切实降低企业负担,为科技企业的发展营造了良好的宏观环境。在国家政策的大力支持下,中国企业研发支出增速全球领先,工程师红利持续凸显,科技研发能力持续增强,中国正逐渐成为全球重要的科技力量。统计数据显示,我国研发(R&D)经费支出一直处于稳定增长的状态,2018年研发经费支出占国内生产总值的比例达2.18%。

随着中国经济结构的转型不断深入,加强科技创新、推动产业升级成为转变经济发展方式的重要推动力。经过持续多年的积累,依托庞大的本地市场需求,以及有利产业政策的支持,中国科技企业在核心技术、研发能力、科技成果转化上都有了质的提升。尤其是科技企业中的龙头企业借助更大的市场空间带来的影响力与话语权,更高的研发投入带来的创新力与竞争力,将成为推动整个行业发展的主要贡献者,也是行业发展后的主要受益者。此外,金融市场出台了多项政策支持科技创新企业的融资与发展,尤其是科创板制度细则的落地,在发行审核、上市门槛、定价配售、交易制度等方面作出了全面市场化改革,使得真正具备科技创新能力的企业能够获得更好的估值提升空间。

近期发布的场内科技主题指数有中证央企创新驱动指数、中证科技创新100指数、中证科技100指数等。例如,中证科技100指数囊括了沪深两市研发能力较高、盈利能力较强且兼具成长特性的科技龙头企业,较好地反映了我国高科技龙头企业发展现状。从对该指数成分股的数据回溯表现来看,科技100指数的表现优于中证500、中证1000及创业板指等中小盘指数。未来,场内追踪科技主题指数的ETF产品将有望为大部分机构和个人投资者参与A股市场科技创新主题板块提供便利,成为广大投资者分享我国工程师红利的利器。