



■金牛评委特约专栏

利用指数基金与股指期货套利



■海通证券 娄静

股指期货刚刚上市就吸引了投资者的积极参与，短短几天产生了巨大的交易量，甚至超越了现货市场，虽然其中投机者占据了股指期货交易的主体，但我们同时也注意到，上市初期股指期货与现货的价差比较大，近月合约与现货的价差甚至高达100点左右，这给套利者带来了良好的投资机会。与沪深300接近的现货资产如180ETF、100ETF和沪深300LOF等交易量明显放大，这与套利者的活跃密切相关。那么，究竟如何利用股指期货和基金来进行套利呢？

目前适合进行正价差套利

从理论上来看，股指期货与现货的套利有两种方式。当股指期货价格高于现货价格产生一定正价差时，可以在股指期货上买入空头合约，在现货上买入与股指期货接近的资产，这样无论未来市场是涨是跌，通过期货与现货的对冲，就能获得稳定的价差收益。反之，如果现货价格高于期货价格产生负价差时，可以在股指期货上买入多头合约，在现货上融券卖空与股指期货接近的资产，这样无论未来市场是涨是跌，也能获得稳定的价差收益。当然，由于我们目前在现货融券卖空上有较多的限制，不仅能融券的股票品种有限，而且基金还不能进行融券。因此，我们现阶段进行正价差的套利比较容易。

影响期现套利收益的主要因素

利用股指期货与现货进行套利，其收益与风险主要取决于三个方面：一是价差的大小。价差越大，收益越大，这一点非常容易理解；二是股指期货与现货资产的相似度。两者越接近，越能进行完全对冲，套利的风险越小；三是流动性，无论是期货市场还是现货市场，流动性是非常重要的。套利者资金量往往比较大，流动性太差会产生较大的冲

击成本，从而带来一定的风险。目前我国只有沪深300股指期货，因此套利时现货资产有几种选择：一是直接买入300只股票，但这种方式非常麻烦，300只股票操作起来非常困难；二是直接买入与沪深300资产接近的基金。由于价差是时刻变化的，因此，能够上市交易的ETF、LOF指数基金是套利时的良好选择，可以方便实时锁定股指期货与现货的价差。ETF由于采用股票进行申购赎回，对指数的跟踪误差最小，而且管理费率低廉，流动性相对LOF基金高一些，因此，ETF是进行期现套利的最佳现货资产。但遗憾的是，我国目前还没有跨市场的沪深300ETF，很多投资者只能利用与沪深300指数接近的180ETF、深100ETF以及沪深300LOF基金进行套利。

套利收益的计算方法

那么如何计算套利收益率呢？举个简单的例子：假定某股指期货近月合约价格为3100点，沪深300现货为3040点，价差为60点。

购买1手股指期货空头合约需要投入的资金=3100*300*15%=139500元

买入现货资产需要投入的资

金=3040*300=912000元

当股指期货合约到期时，假定股指期货价格和现货资产价格都为3200点，则期货亏损=-100*300=-30000元

现货盈利=160*300=48000元

最终套利收益=48000-30000=18000元

套利收益率（月）=18000/（139500+912000）=1.71%

由于近月合约是一个月就到期，因此上述收益率是月度收益，年化收益超过20%，还是非常可观的。当然，这需要价差一直比较大才能实现，而且上述收益没有考虑交易成本，目前现货和期货的交易成本都较低，对套利收益的影响不大。

期现套利收益将不断缩小

我们看到，股指期货主力合约与沪深300现货的价差随着套利行为的作用较上市初期已有所降低，最低降至22点左右，但最近随着市场的暴跌又有所增大，价差扩大至60点左右，有一定套利空间。当然，我们认为未来随着期货交易队伍的不断壮大，特别是保险资金和基金等机构投资者的加入，价差将会保持理性，套利的机会也将越来越少。

■操盘攻略

考察基金选股能力 兼顾操作灵活性

■国金证券 张剑辉

我们预计市场阶段股指仍将摇摆于政策退出与企业盈利增长之间，震荡仍是主基调，但长时间持续震荡下股指的波动幅度或将有所扩大。所以，我们维持基金组合中性β水平的投资建议。在产品选择上，建议继续关注选股能力突出的基金经理所管理的基金产品，并适当从中优选操作风格灵活的基金。在组合风格搭配上，则以成长风格为主，适当兼顾周期风格。

权益类开放式基金：

重选股能力 兼顾灵活性

尽管随着经济的持续增长，企业盈利的安全系数上升，但考虑到企业盈利的改善能力接近高峰，同时市场对政策保持高敏感度，因此，我们预计阶段股指仍将摇摆于政策退出与企业盈利增长之间，区间震荡格局仍是市场主要特征，但持续震荡下股指的波幅或将有所加大。因此，对于后续基金的投资，我们维持组合中性β水平的投资建议。

统计显示，在震荡市场背景下，基金业绩与大类资产配置相关度不高，分化更多来自管理人个股、板块的选择和把握能力。因此，建议投资者从基金管理人选股能力出发，寻找潜在的优势基金产品，并结合管理人操作风格以及管理基金产品的规模情况，进一步优选操作风格

灵活的产品。综合比较结果显示，包括王亚伟、王小明、尚志民、邹唯、陈志民、朱少醒等耳熟能详的多位基金经理，在过去三年的选股能力表现突出，另外，孙建波、陆文俊、黄小坚等在过往执业经历中，其选股能力也得到体现。

在基金组合风格搭配上，建议以成长为主，兼顾周期。从长期看，中低端消费的持续增长潜力是比较稳定和确定的，对于其中的食品饮料、医药、家电、商业连锁、金融服务等行业中的优质企业，我们认为依然具有基本配置的价值，具备较好的防御性特征，甚至在市场震荡加剧的背景下或具有进攻型。至于受益于经济结构转型战略下的高速成长行业，如节能环保、智能电网、电动汽车等新能源及低碳板块、区域振兴相关产业链板块等，尽管目前估值不菲，后续也将出现分化或者震荡调整，但其中真正具有核心竞争力的企业仍具备投资价值。另外，步入二季度，部分周期性行业开始进入传统旺季，周期性行业将体现出较强的弹性特征，在目前总体估值偏低情况下，周期类行业或有阶段机会。从风格搭配角度出发，建议关注嘉实主题、华夏优增、银华和谐主题、景顺长城内需增长、华宝兴业宝康消费品、嘉实研究精选、长城双动力、广发聚瑞、易方达积极成长、富国天惠、易方达中小盘等基金。

固定收益类开放式基金：

中短久期防御 兼顾分级基金

在阶段政策继续保持宽货币、紧信贷的背景下，债券市场资金充裕局面有望维持，或将推动债市收益率进一步小幅下行，但下行空间已然有限，所以，继续建议投资者采取中短久期的防御策略。在债券基金选择上，建议阶段关注嘉实超短债、上投纯债等债券—完全债券型基金，以及在信用类债券等持仓适度且历史业绩持续稳定的债券—新股申购型产品，如中银稳健增利、富国天利、建信增利、鹏华普天、广发增强、华富收益等。

分级设计为投资者提供了更多差异化的选择，部分分级基金低风险收益端具有较强的固定收益特征。目前按市场价格购入后持有到期按净值结算下的年单利显示，同庆A和估值优先年收益率（单利）分别为3.19%（2年）和4.56%（近3年），在债市收益率大幅压缩背景下，上述收益率水平具备一定的吸引力。

封闭式基金：

中低配置传统封基 关注创新基金相对价值

传统封基尽管折价连续两月回升，但在平均剩余存续期4.5年的背景下，平均到期年化收益率在3.9%左右，仍处于低水平。而且，目前很多基金对历史剩余收益进行了分配，分红实施后传统封基截至2009

年度末单位剩余可分配收益平均仅为0.007元。因此，对于传统封基金，建议结合基金市场流动性情况阶段予以中性或者中低配置。

随着传统封基折价小幅上升以及创新封基大成优选、建信优势折价的下降，两只创新封基的比较优势进一步降低，但仍高于传统封基整体平均水平，因此，仍可适度关注。当然，这两个产品由于契约允许投资股票仓位比例较高，风险水平高于传统封基。

高风险基金组合	
基金名称	投资权重
兴业有机增长	20%
华商盛世	20%
华夏优增	20%
银华和谐主题	20%
嘉实主题	20%

中风险基金组合	
基金名称	投资权重
长城双动力	20%
信诚蓝筹	20%
方达成长	20%
富国天利	20%
建信增利	20%

低风险基金组合	
基金名称	投资权重
华富收益A	50%
中银增利	50%

■全景扫描

一周开基

QDII基金净值遭重挫

上周以股票为主要投资方向的基金净值普遍缩水。按照中国银河证券基金三级分类标准，纳入统计口径的180只标准股票型基金净值增长率平均下跌3.11%，72只偏股型基金平均下跌2.82%，55只灵活配置型基金平均下跌2.50%，37只标准指数型基金平均下跌6.49%。

上周A股市场在外围市场下跌、宏观政策预期偏紧的带动下，惯性下跌，两市再度重挫。相对指数而言，基金整体跌幅较小，得益于基金在大类资产配置中对股票投资比例的控制和对金融地产等重挫行业板块的回避低配。东吴、泰达宏利、嘉实、华商、银河等基金公司旗下基金业绩表现较好。

QDII基金上周净值大幅折损。前几周投资海外市场的QDII基金未受到A股市场调整的影响，业绩表现较为稳定。但上周受欧洲债务问题升级和美股暴跌的影响，海外股市普遍重挫，受此影响，截至上周四，9只纳入统计的QDII基金平均下跌5.81%。其中，海富通中国海外股票和上投摩根亚太优势股票分别下跌了6.78%和6.60%。（银河证券 李兰）

一周封基

封基折价率大幅回落

26只老封闭式基金一周净值平均下跌2.66%，价格平均下跌1.81%，平均折价率下降到14.40%。上周老封基全面下跌，但相对于大盘而言表现较好。基金之间的业绩分化也比较明显，其中，基金通乾和丰和等基金微幅下跌，表现出较好的选股和择时能力，在今年下跌的市场行情中，净值逆市上涨。

创新封基方面，杠杆封基延续了前一周的走势，基金净值大幅下挫，同庆B和瑞福进取净值分别下跌7.22%和7.83%，而价格相对坚挺，分别只下跌了1.22%和3.11%。经过两周的调整，同庆B的折价率大幅回落近10个百分点，仅为8.65%。国泰估值进取在净值下跌4.89%的同时价格上涨1.02%，折价率缩小至4.50%。在系统风险大幅释放之后，杠杆封基的杠杆比率有所提高。（银河证券 李兰）

一周ETF

ETF全线放量重挫

上周9只可交易的ETF除中小板ETF外，跌幅都高于大盘，呈放量下跌态势。

上证50ETF上周出现大额净赎回，其中申购9.4亿份，赎回19.66亿份，净赎回额达10.26亿份，周跌幅为6.8%，周成交额为60.88亿元。央企ETF上周跌幅最高，为9.89%，周成交额1.02亿元，净赎回1.05亿份。大盘风格的公司治理ETF和超大盘ETF周跌幅分别为8.71%和8.04%，周成交额为0.36亿元和1.1亿元。上证180ETF和红利ETF分别下跌6.69%和6.62%，周成交额为15.92亿元和3.13亿元。

深交所方面，深成ETF跌幅达8.81%，期末规模降至46.96亿份，周成交额达1.72亿份。中小板ETF跌幅最小，为2.71%，期末规模增至5.79亿份，周成交额增至7.34亿元。深证100ETF期末规模增至60.64亿份，周成交额为33.35亿元。（余赓）

责编：鲁孝年
美编：王力

