



# α 对冲为何低风险不再

□本报记者 龙跃

所谓阿尔法对冲策略,主要是指在现货市场精选个股构筑多头组合,并通过做空股指期货对冲投资组合风险的策略,其特点是可以带给投资者低风险稳健回报。但是,从今年1月以来的市场看,做空股指期货损失巨大,而现货市场如果未能构筑以金融股为主的组合,也难以实现明显超额收益。这种情况使得α对冲策略处于短期失效甚至亏损的尴尬境地。

## α 对冲新年遇尴尬

曹鹏是一家小型私募基金的研究总监,最近1个月过得并不愉快,因为他为公司设计的α对冲组合2013年以来不仅未能带来超额收益,甚至还引发了一定幅度的亏损。

作为金融专业的“海龟”一族,曹鹏是2010年加入这家私募基金的。凭借扎实的金融专业知识以及国内股指期货开通的良好契机,曹鹏为公司设计了一套α对冲策略组合,并很快在2011—2012年获得了市场证明,公司在这两年不仅大幅跑赢指数,而且还取得了不菲的绝对收益,曹鹏也因此坐稳了研究总监的位置。

但是,在连续两年取得了辉煌成功后,曹鹏设计的组合却在2013年伊始陷入了相当大的困境中。具体来看,曹鹏的α对冲策

略组合包含了三部分内容:一是50%仓位的股票多头仓位,这些个股以业绩增长预期稳健的行业龙头为主,几只仓位较重的个股包括上汽集团、中信证券、保利地产、伊利股份、贵州茅台、桑德环境、复星医药、云南白药等个股;二是25%仓位的股指期货空头合约;第三部分则是25%仓位的现金。

按理说,精挑细选的行业龙头股,加上适当的股指期货对冲,曹鹏的对冲组合不会暴露出太多的风险,但事实情况却并非如此。2013年1月以来,重仓持股中涨幅最大的是伊利股份(27.66%),跌幅最大的个股是贵州茅台(-12%),个股多头组合1月以来的算数平均涨幅为4.40%,而同期沪深综指的涨幅为7.29%。显然,曹鹏的股票现货明显跑输了同期大盘。更令人心烦的还是期指的空头仓位,2013年以来,沪深300现货指数大幅上涨253个点,曹鹏用作对冲的期指空头仓位浮亏严重。

“我算是看出来,不买银行股,这波行情就只能站旁边看热闹了”2月6日,大盘短期又走出了8连阳,看着桌前的电脑有些沮丧,曹鹏叹了口气说,“真不知道问题出在了哪里。”

## 短期困境事出有因

在分析人士看来,曹鹏的α对冲组合出现问题并不令人感到意外,因为从当前市场的反弹逻辑

以及曹鹏组合中的个股看,都遇到了小概率的极端情况。

从本轮市场反弹特别是进入2013年1月以后的走势看,只有金融板块是能够普遍带来超额收益的品种。这种走势说明本次反弹有两个特点:其一,反弹并不是主要由经济复苏预期推动的,不然就无法解释汽车等早周期行业进入2013年后就开始上涨乏力,也不能解释众多中游行业板块持续宽幅震荡的走势。其二,反弹也不是主要由估值修复推动的,因为除了银行和地产的估值当前得到了大幅提升,其他行业板块的估值并未见明显的向上改善。

有分析人士认为,本轮反弹的本质更可能是基于股指期货市场的一场博弈,一个侧面的例子就是传统意义上的权重股相对失语,而沪深300第一权重股民生银行却大幅走强。在上述背景下,一般意义上的α对冲组合的成绩单肯定不会好看,一方面是因为市场上涨与多数个股绝缘,精挑细选的个股组合同样带来超额收益,另一方面则是因为指数出现逼空走势,期指空头仓位会出现较为严重的亏损。

与此同时,今年以来不少传统意义上的蓝筹股也遭遇了不小的困境,这也是曹鹏的对冲组合出现亏损的另一个原因。比如,贵州茅台在曹鹏的组合中占据了较大的权重,而白酒行业近期正处于巨大的市场分歧中,作为白

酒行业龙头股,贵州茅台的股价难免出现大幅波动。又比如,在金融股持续“威武”的背景下,不少公募基金出于排名的考虑,加入到追涨大军中,与之相伴的结果就是部分稳定增长型蓝筹股被战术性卖出。

当然,分析人士也指出,像曹鹏这样进行α对冲操作的投资者,不必因为短期的失利而过于沮丧。毕竟,α对冲策略追求的是一个长期的稳健增长,任何时候都跑赢市场并非其根本宗旨。同时,目前进行的反弹行情也不具备普遍代表性,市场这种特殊的状态预计很难长期持续,未来无论是行情热点由“二八”向“八二”过渡,还是反弹告一段落,都利于α对冲策略有效性的恢复。

## 金融股年初以来显著跑赢大盘

□本报记者 龙跃

今年1月以来,沪深指上涨势如破竹,连续突破2300、2400点两大重要阻力位。但是,大盘持续上涨并未带来普遍的赚钱效应,市场热点形成了金融股一枝独秀的格局。统计显示,申万金融服务指数年初以来累计涨幅高达18.01%,取得了相对沪深综指10个百分点的超额收益。

尽管在市场持续转暖的背景下,近期盘面不时有个股出现大幅上涨,但从整体走势看,只有金融股的赚钱效应持续且显著。统计显示,今年1月以来,涨幅居于申万一级行业指数前三位的分别是金融服务、医药生物以及交通运输,具体分别上涨了18.01%、12.98%以及11.26%;与之对比,食品饮料指数则在同期出现了0.81%的下跌。不难发现,金融股的走势

要明显强于其他行业股票。

从具体个股看,1月以来涨幅最大的金融股为民生银行、方正证券以及平安银行,具体涨幅分别为48.86%、46.26%以及36.45%;与之对比,中国人寿和中国太保两只保险股表现不佳,分别下跌4.25%和0.76%,这两只个股也是1月以来唯一出现下跌的金融股类股票。

分析人士指出,从整体看,金融股本轮上涨经历了三个阶段:一是由估值过低引发的修复性上涨阶段,二是大幅上涨后引发的机构投资者跟风阶段,三是目前的持续赚钱效应引发的市场热情参与阶段。

目前来说,在基本面变化不大的情况下,金融股阶段上涨的动力预计将逐渐衰竭,而整体市场也可能在不久的将来因为金融股走势的变化而重新演绎新的运行格局。

# 总持仓连续两日创新高 期指对峙资金再增14亿元

□本报记者 熊锋

股指期货昨日全线上涨,继续创出反弹以来新高。值得关注的是,期指总持仓在周二创出新高之后,周三继续创出新高。昨日增加922手至124062手。多空博弈资金达到313手,较周二再增14亿元。

市场人士分析,期指持仓上涨,反映出多头参与热情很高,有意持仓过年,这有利于期指后期的反弹走势。

截至昨日收盘,当月合约IF1302合约收于2785.6点,较周二结算价上涨6.6点,持仓量减少12377手至31017手。下月合约IF1303报收于2804.2点,上涨90点,持仓量增加11600手至76032手,晋升为新的主力合约。其余两合约IF1306、IF1209涨幅分别为0.32%、0.46%。而沪深300指数报收于

2775.84点,上涨4.17点,上涨0.15%。

## 空头持仓无果

期指总持仓继续增加的背景下,透露出空头也在竭力奉陪,但多头格局之下,空头发力似乎很难奏效。昨日,期指再度持仓上涨,总持仓达到124062手,连续第二日创出历史新高,按照昨日四个合约结算价及业内主流15%的保证金,多空双方对峙资金达到313亿元,较周二的309亿元再度增加14亿元。

不过,期货市场“一手多单对应一手空单”,多头获胜的背后其实透露出空头也在积极行动。尤其是近两日来,空头积极布局,多空对峙之下,期指总持仓节节攀升,以至于连续两日总持仓创出历史新高,背后显露出自2012年的反弹以来,指数没有像样的调整,而市

场谨慎的情绪近日已经有所升温。

从中金所盘后的持仓数据来看,IF1302、IF1303、IF1306三个合约多头前20位持仓增加2222手至92430手,空头前二十位增加2573手至101483手,“多空势均力敌”,广发期货期指分析师刘奕奕说。其实空头近期确实并无多少建树。中证期货研究部副总经理刘奕指出,周二空方的大幅持仓并没有对市场形成太多的压力,反而是多头顽强提振信心,削弱了空头的力量。刘奕认为总持仓继续增长,不过增幅缩小,继续对多头形成有利,多空为回避假期风险都可能选择适度控制仓位,不过对于趋势的影响不会太大。从技术看,期指呈现稳步上行的格局。

## 多头欲持仓过年

昨日,期指继续创出反弹以

来的新高,并且收盘总持仓量也创出新高,反映出多头参与热情极高,有利于期指后期的走势。

不过,昨日现货指数的表现稍弱于期指。对此,上海中期分析师陶勤英认为,这可能是由于市场担心缺少新的增量资金来支撑股指上行,而即将召开的两会引发的上涨预期有可能持续激发市场乐观情绪,两方面因素间的矛盾或是造成期强现弱的原因。不过,期指维持在较高的升水水平对股指短期的走势有利。

广发期货期指分析师刘奕奕认为,全天震荡的过程中,下午14点10分开始发现了多头异动的端倪。在将所有合约汇总后,清楚看到14点10分开始的反弹式小幅上行的过程中,持仓量伴随上扬。多头对春节红包行情充满期待。

国泰君安期货金融工程师胡

江来指出,期指量化加权指示信号较多地指向多头方向。融资规模继续保持大幅增长态势,日增幅达到20亿元,说明参与者继续保持较高的买入热情。从净空持仓上看,前20名会员净空持仓出现下降,降幅700手。

长江期货资深分析师王旺说,节前仅剩最后2个交易日,期指仍然持仓,持仓量124062手,再创历史新高。IF1302全天平均升水9.13点,与昨日基本持平,维持在较高水平,多头仍不愿撤离。红包行情没有结束”。

东方证券金融衍生品首席分析师高子剑说,期指连续两日持仓量大幅增加,主要增加在IF1303,已经是即将成为近月合约历史同期的最大持仓量。配合近两日价差的高走,多方正在积极进场,持仓过年。

## 节前成交萎缩 持股成共识

临近春节长假,市场整体交投活跃度有所降低。沪深300成份股昨日成交额仅为890亿元,较前一交易日锐减逾两成。截至收盘,沪深300指数报2775.84点,小幅上涨0.15%。

银行股涨势放缓,中信银行业指数小幅上涨0.58%。光大银行以3.29%领涨,但涨幅超过1%的银行股仅有4只,这在近期银行股行情中算是弱势。非银行金融大涨接过多头大旗,中国平安上涨4.21%,海通证券也上涨3.49%。前日强势的

基建权重股偃旗息鼓,中国南车下跌2.48%。受到房地产调控政策收紧预期的影响,两市地产股表现疲软,“房贷保金”分别下跌1.38%、2.09%、2.74%和2.56%。

中小盘股和消费类品种表现强于大盘,显示业绩因素再次成为市场关注的重点,也反映出投资者的谨慎情绪有所升温。不过,由于年初以来市场强势格局不改,投资者对于1季度资金面及经济数据信心十足,持股过节几乎成为共识。从指数贡献来看,金融股仍

是拉动300现指的主要力量,前五位分别为中国平安、海通证券、广发证券、兴业银行和中信证券。拖累指数的前五位分别是万科A、中国建筑、保利地产、上汽集团和格力电器。

就收盘价而言,当月及次月合约昨日基差较前日均显著扩大,显示期指投资者对未来行情有乐观预期。而期指合约持仓量继续升高,也显示多空资金并未因长假的到来而撤出资金,但未来两日仍存在波动的可能。(申鹏)

## 融资融券及沪深300标的追踪

### 华鲁恒升连续四个交易日上涨

华鲁恒升近期日K线收获五连阳,且连续四个交易日上涨,连涨期间累计涨幅达到7.91%,截至2月6日收盘,该股收报8.89元。

东方证券近期发布报告称,尿素与煤炭价差扩大,有望利好好煤头尿素生产企业,天然气价格改革的预期也将促使煤头尿素生产企业受益,建议关注国内煤头尿素的主要生产企业,维持尿素行业“看好”评级。

同时,从目前一号文件透露出

来的消息来看,文件将推动新型农业合作体制的建设,推进农业科技、技术的利用,这样的体制建设将提高农业生产效率,提高人均耕种面积,从而对提升农药化肥等生产要素的需求起到正面作用。

受以上因素提振,华鲁恒升近期持续震荡上扬,技术形态趋好。分析人士认为,在目前“大农业”板块活跃局面下,融资交易投资者或可趁势做多华鲁恒升,博取一定的短线收益。(孙见友)

### “泛金融”强势 海通涨3.49%

近日海通证券快速上行,截至2月6日收盘,该股收报12.75元,股价创出近一年新高。

从消息面来看,新三板市场相关制度日渐完善,将有效推动三板挂牌企业数量增长,从而提高交易规模及活跃度,由于转让系统采用了做市商的方式,交易规模的增加有望提振做市券商业绩。

另外,约定购回式交易业务全面提速,有消息称39家第二批券商于近日获得深交所约定购回

式证券交易业务资格,再加上首批的36家券商,目前共有75家券商获得这项业务资格,越来越多的证券公司参与到这一业务中,有望推动此项业务的快速发展。

分析人士指出,券商创新业务推出预期不断强化,而消息面上不时有利好传出,这在较大程度上提振了海通证券二级市场的走势,由于该股向来股性比较活跃,在市场稳健上行格局下,适当融资做多该股,或可成为融资交易者的选择之一。(孙见友)

### 沱牌舍得短期或难扭转颓势

近期大盘走势比较稳健,但沱牌舍得则在冲高后出现快速回落,显示二级市场对于在做多该股过程中心态十分谨慎,做多信心相对匮乏。

礼品经济在我国是特色现象,高档酒作为我国送礼产品,一直是送礼首选标的之一,而高端白酒还是公款消费、礼品酒、商务用酒,随着相关限制性规定出台,可能导

致高档白酒价格及销量受到抑制,对相关企业形成一定的利空效应。虽然沱牌舍得年报业绩预增,但经历白酒股“塑化剂风波”后,未来形势尚有诸多不确定性存在。

从目前估值来看,沱牌舍得的市盈率(TTM)即使在白酒板块中也是处于中等偏上水平,在白酒板块整体遭遇回调压力的时候,该股所面临的冲击可能更大一些。

分析人士认为,在没有重大利好刺激情况下,沱牌舍得短期可能难以扭转颓势,而这可能给短线融券投资者创造良机。(孙见友)

## 融资融券前20名标的股市场表现

证券代码	证券简称	融资余额(万元)	融券余额(万股)	涨跌幅(%)	市盈率	综合评级
600016	民生银行	454,290.53	3,454.85	-0.09	8.84	增持+
600256	广汇能源	398,318.47	204.39	0.00	60.33	增持+
600000	浦发银行	286,997.31	1,166.75	1.10	6.55	增持
000001	平安银行	268,636.24	383.04	0.37	8.73	增持
601166	兴业银行	248,539.00	750.53	1.48	7.55	增持+
601318	中国平安	235,580.62	304.72	4.21	19.86	买入-
600111	宝钢稀土	233,217.61	159.63	1.93	40.80	增持
600030	中信证券	192,673.96	776.68	1.39	39.67	增持+
000858	五粮液	175,705.89	169.65	-1.02	10.83	买入-
000776	广发证券	125,622.21	168.94	5.33	44.86	增持
600519	贵州茅台	124,295.49	47.02	-0.27	15.14	买入-
600036	招商银行	122,012.26	1,080.53	-0.21	7.29	增持+
601818	光大银行	120,072.36	662.12	3.29	6.45	增持-
600837	海通证券	116,472.33	574.21	3.49	40.41	增持+
600048	保利地产	112,083.48	427.18	-2.09	11.16	买入-
600739	辽宁成大	108,494.25	91.56	5.33	26.38	买入
002024	苏宁电器	101,025.46	224.35	0.28	14.27	增持
600900	长江电力	96,223.82	76.89	-2.06	12.08	增持+
600050	中国联通	91,694.21	93.04	-1.59	42.88	增持+
600547	山东黄金	82,477.81	16.11	-0.08	26.28	增持+

## 融券余额前20名标的股市场表现

证券代码	证券简称	融资余额(万元)	融券余额(万股)	涨跌幅(%)	市盈率	综合评级
600016	民生银行	454,290.53	3,454.85	-0.09	8.84	增持+
600000	浦发银行	286,997.31	1,166.75	1.10	6.55	增持
600036	招商银行	122,012.26	1,080.53	-0.21	7.29	增持+
000002	万科A	51,387.69	831.27	-1.38	12.02	买入-
601288	农业银行	67,249.49	814.34	0.31	7.36	增持
600030	中信证券	192,673.96	776.68	1.39	39.67	增持+
601166	兴业银行	248,539.00	750.53	1.48	7.55	增持+
601818	光大银行	120,072.36	662.12	3.29	6.45	增持-
601668	中国建筑	63,180.54	611.60	-2.46	8.13	买入-
600837	海通证券	116,472.33	574.21	3.49	40.41	增持+
601390	中国中铁	30,953.34	443.61	-1.20	9.52	增持
600048	保利地产	112,083.48	427.18	-2.09	11.16	买入-
601398	工商银行	22,939.65	392.63	0.23	6.72	增持
000001	平安银行	268,636.24	383.04	0.37	8.73	增持
601939	建设银行	19,457.98	357.49	0.20	6.66	增持
600795	国电电力	24,570.58	353.79	-0.36	9.87	买入-
600015	华夏银行	79,400.21	343.64	2.61	7.04	增持
601299	中国北车	33,389.95	333.54	-0.40	16.27	增持+
600383	金地集团	47,105.91	311.78	-2.56	10.32	增持+
601318	中国平安	235,580.62	304.72	4.21	19.86	买入-

■ 双融看台

# 民生银行成衍生品领域“双料一哥”

□本报记者 孙见友

2月6日,上证指数窄幅波动,最低触及2427.70点,最高触及2441.73点,全日波动区间只有14点。同时,在窄幅震荡过程中,上证指数6日继续创出反弹新高,延续了此前的强势格局。

继续发酵。数据显示,2月5日沪深融资融券余额环比增长17.19亿元,达到1195.12亿元,快速向1200亿元关口逼近。在融资融券大幅净增长之时,融券余额则出现负增长。数据显示,2月5日沪深融券余额环比净减少0.81亿元,从44.79亿元回落至43.97亿元。

从融资融券来看,做多热情

从融资融券大幅正增长和融

券余额小幅负增长来看,目前多头依旧主导融资融券市场,如果这一情形延续,可以预计近期融资融券仍将保持快速增长势头。

值得注意的是,2月5日民生银行融资融券环比大幅增长5.37亿元,带动其融资融券攀升至45.42亿元,将广汇能源挤下第一的宝座,成为融资融券领域的新

“一哥”。同时,考虑到民生银行近期快速飙升,该股早已是期指现

货标的权重“一哥”。由此来看,民生银行目前已经成为衍生品领域的“双料一哥”。

除民生银行以外,2月5日中国平安和浦发银行融资融券分别环比净增加13474万元和12525万元,均成为同期增长最迅猛的证