

■ 衍生风云

# α策略行至十字路口

□本报记者 龙跃

农历新年之后，传统的α对冲策略面临越来越大的困境。一方面，指数的窄幅震荡令期指对冲股票组合风险的功能大幅弱化；而另一方面，由于基本面预期的极度不明朗，能够带来潜在超额收益的股票数量急剧下降。分析人士认为，随着经济预期在4月份的逐渐明朗，对冲投资者的策略困境也有望豁然开朗——如果经济弱复苏被证实，则传统的α对冲策略将被重新体现出相对收益；而如果经济复苏超预期，那么由α向β过渡就成为短期内的最优选择。

### α策略面临困境

从现阶段实际操作的角度看，机构资金运用α对冲策略的方法主要为：构建有望取得超额收益的股票组合，并通过卖空股指期货抵御组合中的系统性风险。但进入农历新年后，上述对冲策略陷入明显的困境之中。

α对冲策略的精华在于能够带来超额收益的股票组合，但目前可能带来超额收益的途径都充满了巨大的不确定性。首先，在估

值方面，以当前沪深股市的显著估值洼地银行股来举例，银行股当前市盈率无疑仍然具备很大的安全边际，而且从股息率角度看，该板块也具备很高的吸引力。但是，在经过去年底以及今年初的显著上涨后，银行股能否继续上行却非常不确定。毕竟，银行板块的市值规模过于庞大，如果不出现一轮持续性较强的牛市，该板块继续走强的资金来源相当成问题。况且历史数据也显示，银行股等低估值大盘长期带来超额收益的可能性也较低。

其次，从业绩的角度看，消费、成长类股票虽然仍然具备较好的增长预期，但当前的估值水平已经过度透支其短期成长性。以最为典型的医药股为例，当前医药板块整体市盈率（TTM）为36倍，尽管这一估值水平相对历史水平并不算最高值，但该板块市盈率相对于全部A股的估值溢价倍数却处于2009年以来的最高水平。类似估值瓶颈，在环保、TMT等成长型周期股也体现的比较明显。

显然，多数此前构建α组合的主力品种，目前都面临着较大的回调风险，其超额收益的实现也

就需要更多利用对冲手段进行更程度的分离。但从卖空期指对冲的角度看，2月以来尽管大盘出现了一定程度的下跌，但下跌空间非常有限。在银行、地产等权重股持续护盘的背景下，指数的下跌幅度明显与投资者的真实感受相去甚远。也就是说，如果股票组合出现下跌，那么通过卖空期指的途径来最大限度分离超额收益的难度明显加大。

### “十字路口”如何选择

分析人士认为，造成上述“α困境”的原因，在于市场基本面，即经济走向的不明朗。毕竟，作出整体市场向上还是向下的判断，以及在具体品种上是继续固守消费成长还是转而追逐高β股票，都需要以对宏观经济走向进行确认为前提。经济走向的不明朗引致的市场预期模糊，显然会令任何策略制定者大乱方寸。

当然，这一情况不会长期持续。具体来说，随着4月份宏观经济预期的逐渐拨云见日，α策略投资者也将迎来策略选择的时刻。

如果经济弱复苏的预期获得确认，那么市场进入弱势格局将成为大概率事件，届时尽管低估

值板块以及医药等消费成长股也很难实现绝对收益，但其相对于多数周期股的收益仍能保证，这就使得典型的α对冲策略会再度显现出较好的实战效果。

如果经济复苏程度超过市场预期，则周期股必然显著走强，这将带来两个后果：其一，相对防御类股票将因为估值过

## 沪深300面临方向选择

□本报记者 龙跃

3月21日以来，沪深300指数连续三个交易日在2600点上方进行窄幅震荡，从走势上看，这往往是指数即将选择方向的先兆。分析人士指出，从当前市场基本面以及期指多空资金情绪看，指数明显走强的空间预计比较有限。

沪深300指数本周一以2628.41点高开10个点，开盘不久即上冲至2641.61点高点。但就在市场心态逐渐乐观时，大盘却再度出现跳水走势，现指盘中最低下探至2607.61点，尾市以2613.10点报收，下跌0.20%。至此，沪深300现指已经连续三个交易日保

持在2600点上方进行窄幅震荡。

分析人士指出，指数持续窄幅震荡往往是将要进行方向选择的先兆，目前空方资金似乎略占优势。一方面，从市场基本面上看，在经济预期仍然不是十分明朗的情况下，投资者对于IPO开闸的预期却明显提升，指数向上动能不是十分充足。另一方面，昨日期指四大合约除IF1309外，收盘均出现不同程度的期现贴水，显示期指投资者谨慎的心态。此外，从昨日盘中看，主力合约IF1304全天呈现下跌持仓增加、反弹持仓下降的情况，显示空方资金在现指2600点之上重新占据较大的主动。

席位减持282手，其余空头席位并无明显动作。

广发期货资深分析师刘奕奕认为，从席位持仓来看，净空单增加2879手，而多日的十字星还是表明市场谨慎心理明显，其实空头中更有影响力的席位中证、海通、国泰君安几乎都没怎么动”。

刘寅亦认为，虽然目前走势对多头略微有利，但如果迟迟得不到有效的指引，则久盘之下也有重回调整可能。

重启“箭在弦上”又令市场承压。

除此之外，上市公司年报业绩进入了密集发布阶段，这也给股市带来了很大的不确定性。

从中金所公布的IF1304、IF1306两个合约收盘持仓来看，期指多头中永安、华泰长城、上海东证、东海席位分别增仓663手、656手、617手、534手，中证、浙商、光大、安信席位分别减持808、721、685、462手；空单光大、鲁证席位增持517手、352手，申银万国

3月25日主力合约IF1304主力前十席位持仓变化							
持买单量排名			持卖单量排名				
名次	会员简称	持买单量	比上交易日增减	名次	会员简称	持卖单量	比上交易日增减
8	南华期货	2397	-536	8	南华期货	3014	125
9	上海东证	2356	617	9	银河期货	2496	168
10	海通期货	2335	-189	10	申银万国	2438	-282
汇总		33823	-724			44376	809

1	国泰君安	5839	-156	1	国泰君安	8214	-56
2	广发期货	3975	-254	2	中证期货	7647	270
3	华泰长城	3758	567	3	海通期货	5337	58
4	光大期货	3487	-555	4	中粮期货	4445	187
5	永安期货	3307	620	5	华泰长城	4131	-72
6	银河期货	3245	22	6	光大期货	3512	469
7	中证期货	3124	-860	7	广发期货	3142	-58
8	南华期货	2397	-536	8	南华期货	3014	125
9	上海东证	2356	617	9	银河期货	2496	168
10	海通期货	2335	-189	10	申银万国	2438	-282
汇总		33823	-724			44376	809

明当前投资者对于市场信心有所恢复。股票方面，苏宁云商、中国石化、TCL集团、国电电力和北京银行融券净卖出量居前，分别为103.26万股、70万股、52.98万股、52.43万股和48.52万股。另外，五粮液紧跟其后，融券净卖出也达到46.34万股。

■ 融资融券标的追踪

## 包钢稀土放量反弹

经历前期持续震荡下跌后，曾经的A股“明星”包钢稀土在3月19日出现企稳迹象，并于昨日放量大涨。分析人士认为，包钢稀土近期受益于基本面、技术面及市场关注度等多重利好，短线反弹有望持续，投资者或可适当融资做多。

从基本面上看，虽然今年2月稀土价格环比下跌，但稀土出口量同比大增289.12%，随着稀土行业进入旺季，销量的增长有望抵消一部分售价下滑的不利影响，对相关企业的业绩表现起到一定积极的作用。

技术上，2012年12月21日包

## 包钢股份强势涨停

钢铁板块近期出现见底反弹的兆头，3月19日以来，申万黑色金属行业指数累计上涨4.84%，跑赢沪综指近1个百分点。昨日钢铁股领涨两市，板块龙头股包钢股份午后强势涨停，收报5.32元。

分析人士认为，鉴于行业基本面仍呈弱势，钢铁股后市或小幅回升空间，但并不具备大幅走强的动力。

包钢股份及钢铁板块走强，是因为年初以来钢铁股持续调整，明显跑输其他板块，技术上存

在超跌反弹需求。同时，钢铁股估值长期维持历史低位，存在估值修复动力。

从行业基本面看，多空因素并存。利好方面，一是国内外铁矿石价格有所回落，有助减少钢铁企业的成本；二是钢价稳中有涨，钢厂产能有所释放。利空因素在于下游需求按兵不动，行业旺季不旺。总体而言，钢价短期或维持震荡整理态势，难以对钢铁股持续走强形成助力，但下行空间亦不大。（王朱莹）

## 海虹控股高台跳水

197%的涨幅，这是海虹控股在2012年7月17日至3月6日的154个交易日取得的辉煌战绩。不过，这只大牛股的“牛气”正在消散，短短13个交易日该股已出现两度跌停，短线或为投资者提供融券机会。

3月7日，股价创阶段新高的海虹控股意外跌停，至3月13日累计下跌17.03%。此后出现企稳反弹迹象，几乎要回补前期跌幅，不料昨日该股再度跌停。某券商人士认为，海虹控股前期涨幅较大，无论是长期资金还是中期入场的趋势交易者，均获得不菲收益。

从估值角度看，目前股价已经充分反映了公司“药品福利管理”这一新业务的成长预期。从二级市场走势看，3月7日该股意外跌停，看多情绪遇阻，近期在大盘配合下震荡反弹，获利盘及解套盘的释放促使该股出现明显抛压。

展望后市，上述券商人士指出，该股3月整体呈现“N形”走势，月内两度跌停，同时呈现放量下挫、无量反抽态势，表明无论是场内资金还是场外资金对于该股短期都趋于谨慎。整体来看，海虹控股短期走势不甚乐观，后市调整压力或不容小觑。（王朱莹）

600837.SH	海通证券	2240897040	4820886	-2.18	35.59	增持+
600111.SH	宝钢稀土	2205200550	1459997	7.35	37.64	增持
600036.SH	招商银行	1784996981	5941756	-1.14	6.19	增持+
600048.SH	保利地产	1655963513	4377386	1.45	10.12	买入-
000658.SZ	五粮液	1622484692	2054773	-0.56	9.55	买入-
000776.SZ	广发证券	1618878990	1143881	-1.84	38.94	增持
601818.SH	光大银行	1503521418	2908127	-0.89	5.73	增持-
600519.SH	贵州茅台	1404630404	611476	-0.01	13.91	买入
601901.SH	方正证券	1320576485	2040683	-1.39	123.90	增持+
002024.SZ	苏宁云商	1245308362	3582700	-0.59	18.53	增持
600739.SH	辽宁成大	1213068129	575783	-0.76	22.10	买入
600433.SH	冠豪高新	1127371516	11200	4.96	74.67	买入-
600015.SH	华夏银行	1107448764	2415341	-1.07	6.39	增持

3月25日融券余量前20只股票市场表现						
证券代码	证券简称	融券截止日余额（元）	融券截止日余量（股）	昨日涨幅（%）	最新市盈率（TTM）	综合评价（仲文）

600016.SH	民生银行	54553007035	22540459	0.92	8.31	增持
000002.SZ	万科A	664765259	7013243	1.27	9.76	买入-
601166.SH	兴业银行	3135948715	6466443	-0.89	7.34	增持+
600000.SH	浦发银行	3512012110	6091710	-0.18	6.02	增持+
600256.SH	广汇能源	4244418790	6025516	2.34	76.46	增持+
600036.SH	招商银行	1784949081	5941756	-1.14	6.19	增持+
000100.SZ	TCL集团	366615178	5780137	-0.75	20.11	增持
600837.SH	海通证券	2240897040	4820886	-2.18	35.59	增持+
600010.SH	宝钢股份	5049049270	4401147	9.92	-490.27	买入-
600048.SH	保利地产	1655963513	4377386	1.45	10.12	买入-
600030.SH	中信证券	3001271636	4351409	-2.40	33.63	增持+
002024.SZ	苏宁云商	1245308362	3582700	-0.59	18.53	增持
600028.SH	中国石化	317181245	3439871	-1.53	10.73	买入-
601818.SH	光大汽车	1503521418	2908127	-0.89	5.73	增持-
00025.SZ	长安汽车	170882874	2801862	-2.23	49.54	买入-
601939.SH	建设银行	235715411	2725000	1.70	6.20	增持
000001.SZ	平安银行	3367200457	2615086	-1.17	8.70	增持
600031.SH	三一重工	434738025	2572840	-0.37	12.07	增持+
601899.SH	紫金矿业	398459429	2534651	0.00	14.77	增持+
000651.SZ	格力电器	677871739	2521570	-1.38	11.66	买入

■ 两融看台

# 白酒股遭遇融资净偿还 贵州茅台独现净买入

□本报记者 王朱莹

3月22日，沪深两市融资融券余额再创历史新高，达到1593.92亿元，相比前一交易日有小幅增长。其中，融资余额为1556.57亿元，也创下历史新高。融券余额为37.35亿元，相比前一交易日出现小幅回落。个股

3月22日融资净买入额前20只证券
-------------------

证券代码	证券简称	截止日融资余额（元）	期间融资买入额（元）	期间融资偿还额（元）	融资净买入额（万元）
000651.SZ	格力电器	677,871,739.00	111,165,193.00	17,823,325.00	9,334.19
600519.SH	贵州茅台	1,404,630,404.00	141,824,460.00	57,104,919.00	8,471.95
600887.SH	伊利股份	245,266,031.00	73,739,157.00	5,930,562.00	6,780.86
002024.SZ	苏宁云商	1,245,303,362.00	110,858,485.00	43,509,982.00	6,734.85
600141.SH	兴发集团	202,623,181.00	84,585,629.00	25,026,979.00	5,955.87
600030.SH	中信证券	3,001,271,636.00	180,234,974.00	124,954,173.00	5,528.08
600433.SH	冠豪高新	1,127,371,516.00	74,307,787.00	21,248,629.00	5,305.92
000598.SZ	宏磊投资	586,105,216.00	188,978,134.00	145,552,971.00	4,342.52
601901.SH	方正证券	1,320,576,485.00	152,383,488.00	110,967,242.00	4,141.62
002673.SZ	西部证券	288,397,477.00	105,071,479.00	64,624,783.00	4,044.67
601166.SH	兴业银行	3,135,948,715.00	213,850,972.00	175,666,388.00	3,818.46
600120.SH	浙江东方	207,537,544.00	62,046,383.00	24,852,374.00	3,719.40
601998.SH	中信银行	347,972,825.00	55,626,594.00	23,778,014.00	3,184.86
600038.SH	哈飞股份	148,356,503.00	47,411,080.00	20,975,259.00	2,643.58
000503.SZ	海虹控股	812,970,018.00	53,649,793.00	27,333,984.00	2,631.53
600503.SH	华丽家族	315,691,779.00	66,201,813.00	41,364,646.00	2,483.72
600372.SH	中航电子	160,014,205.00	41,586,880.00	16,812,771.00	2,477.41
000562.SZ	宏源证券	593,701,563.00	54,226,889.00	29,857,484.00	2,436.94
000776.SZ	广发证券	1,618,878,990.00	69,860,638.00	45,629,453.00	2,423.12
000581.SZ	威孚高科	210,331,051.00	32,426,716.00	10,652,145.00	2,177.46

3月22日融券净卖出量前20只证券
-------------------

证券代码	证券简称	融券余量（股）	融券卖出量（股）	融券偿还量（股）	融券净卖出量（万股）
002024.SZ	苏宁云商	3,582,700.00	4,123,757.00	3,091,184.00	103.2573
159902.OF	华夏中小板ETF	34,957,218.00	3,020,200.00	2,311,228.00	70.8972
600028.SH	中国石化	3,439,871.00	1,745,100.00	1,045,100.00	70
000100.SZ	TCL集团	5,780,137.00	2,230,200.00	1,700,400.00	52.98
600795.SH	国电电力	2,270,800.00	1,063,200.00	538,900.00	52.43
601169.SH	北京银行	1,637,800.00	805,500.00	320,282.00	48.5218
000858.SZ	五粮液	2,054,773.00	1,280,467.00	817,038.00	46.3429
600837.SH	海通证券	4,828,086.00	4,032,460.00	3,654,636.00	37.7824
000009.SZ	中国宝安	1,184,303.00	1,411,791.00	1,073,091.00	33.87
000157.SZ	中联重科	1,397,392.00	986,100.00	660,400.00	32.57
601989.SH	中国重工	1,002,900.00	872,700.00	560,685.00	31.2015
601333.SH	广深铁路	452,000.00	1,470,700.00	1,175,900.00	29.48
601601.SH	中国太保	1,602,329.00	412,816.00	164,671.00	24.8145
000898.SZ	鞍钢股份	1,143,062.00	236,800.00	1,400.00	23.54
601600.SH	中国铝业	1,144,127.00	388,300.00	157,200.00	23.11
601899.SH	紫金矿业	2,534,651.00	569,600.00	343,500.00	22.61
000778.SZ	新兴铸管	388,040.00	365,900.00	149,740.00	21.616
601088.SH	中国神华	348,819.00	238,200.00	39,400.00	19.88
600015.SH	华夏银行	2,415,341.00	1,014,490.00	825,900.00	18.85
601901.SH	方正证券	2,040,683.00	1,724,437.00	1,536,537.00	18.79