

■ 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佳选择。

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为例，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，在经历去年年底以及今年年初的显著上涨后，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，银行股等低估大盘股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大幅度的分离。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，指数的下趺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“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可能成为大概率事件，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 对冲策略会再度显示出较好的实战效果。

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

高，以及较弱的弹性而被资金短期抛弃，进而出现明显的超额负收益；其二，考虑到权重因素，周期股上涨必然带动指数明显走强，从而令做空期指的风险加大。如果上述情况出现，则阶段放弃 α 对冲策略，并去充分博弈高弹性 β 策略，就将成为较好的短期选择。

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，指数向上动能不足；另一方面，昨日期指四大合约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。

期指反弹格局未动摇 多空博弈可能加剧

□本报记者 熊峰

在上周连续上涨之后，股指期货四个合约昨日小幅收阴。市场人士分析，多个信号表明期指反弹格局有望延续，但空头主力席位“引而不发”值得关注，短期多空博弈可能加剧。

期指多头盘面占优

截至昨日收盘，主力合约IF1304报收2622.6点，较前一交易日结算价下跌2.4点，跌幅为0.09%。其余合约涨跌互现，IF1305、IF1306两个合约跌幅在0.1%左右，但IF1309合约小幅上涨0.14%。现货指数涨幅相当，沪深300指数报收于2613.1点，下跌5.21点，涨幅为0.2%。

IF1304昨日高开低走，由于上午10点多以后价格一直震荡，持仓不断萎缩，最终以阴线报收。不过，多位市场人士认为，期指多头依然占据优势。

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概率指向多头方向。利多的

因素来自于周申购、融资融券、净空持仓等层面。他认为流动性居前的两个沪深300ETF，周净申购额为1.64亿份。全市场融资增量较融券增量为15亿元，日融资增幅10亿元。

根据胡江来的统计，自去年12月4日起，中金所公布合约的净空持仓均价分别经历了围绕9500手、7060手、1.35万手、1.08万手波动的4个不同阶段。回落至7060手附近时，期指就上演了年末的一轮大的反弹，而从1.35万手掉落到1.08万手的过程也显示，一旦经济数据转冷，空头套保头寸加码的迹象相对明显。随着经济扩张活动延续温和扩张格局，空头套保头寸开始部分移除。

胡江来进一步指出，上周净空持仓下滑到8360手，沪深300指数涨幅超过4%，净空持仓波动重心提前下降说明空头期指头寸对走势的预判准确，3月19日以来净空持仓再创新低，说明行情上扬过程中净空头寸将进一步减仓。分歧来看，净空单近日也表现下降趋势，这透露出期指延续反

弹将是大概率事件。

中证期货研究部副总经理刘宾认为，期指主力合约升水昨日进入到了密集发布阶段，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

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

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，而多目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”。

刘宾亦认为，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。

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
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	中银万国	2438	-282
汇总		33923	-724			44376	809

3月25日融资余额前20只股票市场表现

证券代码	证券简称	融资截止日余额(元)	融券截止日余额(股)	昨日涨幅(%)	最新市盈率(市盈率)	综合评级(评级)
600016.SH	民生银行	5455807035	2254059	0.92	8.31	增持
600256.SH	汇丰银行	4244418700	6025516	2.34	7.46	增持
601318.SH	中国平安	3956293439	1864917	-0.63	16.91	买入
600000.SH	浦发银行	3512012110	6091710	-0.18	6.02	增持
000001.SZ	平安银行	336780457	2615086	-1.17	8.70	增持
601166.SH	兴业银行	3135948715	6466443	-0.89	7.34	增持
600030.SH	中信证券	3001271636	4351499	-2.40	33.63	增持
600337.SH	海通证券	2240897040	4828066	-2.18	35.59	增持
601111.SH	招商银行	2205206530	1459977	7.35	37.64	增持
600336.SH	招行银行	1734996981	5941756	-1.14	6.19	增持
600488.SH	保利地产	1655963513	4377366	1.45	10.12	买入
000858.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
601318.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	12.90	增持
002042.SZ	苏宁云商	1245303362	3527000	-0.59	18.53	增持
600739.SH	辽宁成大	1213061829	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	融资截止日余额(元)	融券截止日余额(股)	昨日涨幅(%)	最新市盈率(市盈率)	综合评级(评级)
600016.SH	民生银行	5455807035	2254059	0.92	8.31	增持
000002.SZ	万科A	66476259	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	汇丰银行	4244418790	6025516	2.34	7.46	增持
600036.SH	招行银行	1734996981	5941756			