



对冲交易构筑“黑天鹅”防护网

□本报记者 龙跃

对于 8·16”事件的主体光大证券来说,对冲交易成为其化解风险的救命稻草,这也使得对冲交易在防范“黑天鹅”事件中的重要性再度凸显。分析人士指出,尽管 8·16”事件并不具备普遍性意义,但在中国经济转型调结构的大背景下,A股市场发生系统或局部“黑天鹅”事件的概率都较此前有所增加,而对冲交易也因此正在成为越来越多资金的“护身符”。

“8·16”事件凸显对冲重要性

8月16日11点06分开始,沪深综指盘中瞬间上涨近6%,工商银行、中国石化等多只上证50权重股触及涨停板。对于这一市场异动,投资者目前已经知道原因在于光大证券相关交易出现失误。

证监会日前公布的初步调查结果显示:光大证券的策略

交易系统包含订单生成系统和订单执行系统两个部分,存在程序调用错误、额度控制失效等设计缺陷,并在8月16日被连锁触发,导致生成巨量市价委托订单,累计申报买入234亿元,实际成交72.7亿元。同日,光大证券将18.5亿元股票转化为ETF卖出,并做空7130手股指期货合约。

从本周前两个交易日的市场表现看,8·16”事件对整体市场并未产生过于负面的冲击。但是,通过这次异动中光大证券的一系列后续措施,很多投资者都更加深刻地认识到了对冲交易在应对“黑天鹅”事件时的重要性。

据相关报道,8月16日在接到上海证券交易所的问询电话后,光大证券迅速批量撤单,并终止套利策略订单生成系统的运行。为了对冲股票持仓风险,光大证券开始进行相关对冲操作:一方面,公司策略投资部总共卖出上证50ETF、上

证180ETF共约18.9亿元;另一方面,对股指期货IF1309、IF1312共建立了7130手空头合约。在经过一系列对冲操作之后,公司基本对冲掉了当日误操作买入现货的短期风险,最大程度地降低了在 8·16”事件中的损失。

尽管对于光大证券在 8·16”事件中的对冲操作,目前市场仍然存在较大争论;与此同时,公司股指期货空头仓位的完全裸露也大幅增加了后市被逼空的风险;但不能否认的是,至少对于光大证券自身来说,其通过对冲交易已经在 8·16”事件中获得了最理想的结果。试想,如果目前A股市场仍然处于单边交易格局中,那么本次 8·16”事件不仅对光大证券,甚至可能对整个市场都会形成较大的负面冲击。

对冲交易规避“黑天鹅”

当然,8·16”事件具有很大的偶然性,并不具备普遍性

意义,但是这并不意味着投资者应该继续放松对“黑天鹅”事件的警惕性。实际上,在中国经济调结构的大背景下,无论是市场基本面还是行业走向,都具备较大的不稳定特征,而这无疑给“黑天鹅”事件的滋生提供了土壤。

6月份的“钱荒”仍令投资者心有余悸,彼时A股市场出现了明显的持续跳水走势。“钱荒”之所以会发生,与经济结构转型、金融领域和实体经济去杠杆关系密切。既然中国经济转型的大幕刚刚开启,那么就有理由相信,类似6月份“钱荒”的系统性黑天鹅事件仍然存在较大的发生可能性。

从对冲交易的角度看,在6月钱荒中,不少机构投资者都进行了卖空期指、持有中长线优质股票品种的操作,并因此取得了明显的超额收益。分析人士预计,这一操作思路在未来仍将成为投资者对冲系统性黑天鹅事件的有

力武器。

此外,在具体行业股票方面,转型预期可能在两个层面给具体股票品种带来黑天鹅隐患。一方面,在经济转型中,产能过剩的行业会出现景气度的明显下行,此前繁荣阶段被隐藏的风险也可能逐渐暴露出来。典型的例子就是此前光伏产业景气度持续下行后引爆企业信用风险,以及白酒行业景气度见顶后伴生出“塑化剂”事件。另一方面,转型期股市特有的结构性特点,也给市场局部泡沫膨胀提供了契机,而经验显示,泡沫过大的地方也很容易飞出黑天鹅。

对于上述局部黑天鹅风险的防范,分析人士指出,目前市场主要利用两融市场进行对冲,即对估值过高的行业股票进行融券操作,与之对应则买入市场中的估值洼地。从近期看,部分投资者就在对新兴行业股票和传统行业价值股进行类似操作。

期指套保多空失衡是常态

□长江期货首席经济学家 刘仲元

现货商利用期货工具进行套期保值或套利交易,既有做多的也有做空。但从对冲头寸的总体分布看,多头和空头之间几乎是永远不可能实现平衡的。失衡的程度既与价格有关,也与期货品种自身的特点有关。

对于A股期指的做空,有人提问:为什么在允许股指期货做多的情况下,却出现了大面积做空”;还责问“哪个国家的股指期货机构出现大面积做空”;甚至作出结论:“古今中外,从来没有出现过这样的一种情况”。

股指期货套保数量上的失衡基本上倾向空头,这与股市的特点有关。由于绝大多数商品(除了黄金等贵金属之外)都是消耗性产品,因此交易的是流量。比如,铜矿常年生产铜,角色定位决定了如果套保就是做空;电线电缆公司常年需要

铜,角色定位决定了如果套保就是做多。然而在股市中,交易的对象实际上是存量。股票没有消失,总有持股者存在,因此造就了做空避险的庞大需求永久存在。

配图为美国标普500股指期货15年来商业(即相关现货商)净持仓头寸与指数对照图。从图中不难看出:无论是上涨行情还是下跌行情,商业净持仓为负(即持有净空头)的时候占多数,最多时甚至超过10万手。

现货商在股指期货上做空为主就一定赚钱吗?未必。从美国的标普500股指期货看,2000年开始的一波下跌,商业净空单一路增加,的确在期指上挣了不少钱,但自2003年开始的差不多5年的上涨行情中,除了刚开始反弹时商业持仓一度转化为净多外,其余时间基本上是净空单不断增加,更为倒霉的是在最后阶段净空单转为净多单时,行情却开始暴跌了。这一阶段商业净

持仓在股指期货上总体是亏钱的。此外,如从2009年至今的上涨行情结合商业净持仓看,也挣不了钱。

实际上,对现货商利用期货的使用效果评价不应该只看单边的盈亏,正确的方法是应该结合期现两者进行。有人总习惯于仅从期货进行评价,实际上只反映了评价者自己的投机心态。

如果将期现两者结合起来对配图进行评价,则我们根本得不出商业机构在第一波下跌行情中挣钱或在后面的上涨行情中亏钱的结论。因为在下跌行情中,即使是净空10万手期指头寸,与机构在股市中的总体持仓相比,也仍旧是不成比例的,因此可以下结论说,总体上仍旧是亏钱的。当然,不排除一些机构避险的节掌握得非常好,在下跌行情中不仅不亏,还能赚钱。同样,在上涨行情中,也不能认为机构在期指上拥有净空而因此亏钱了,因为机构

沪深300指数震荡调整

□本报实习记者 徐伟平

8.16”事件的利空效应尚未被市场消化,昨日,沪深两市又遭遇了亚太股市的普跌,内忧外患之下,沪深300指数的短暂反弹被中断。预计该指数仍将维持弱势震荡的格局。

受 8.16”事件引发担忧情绪影响,沪深300指数小幅低开,维

持震荡格局,盘中最高探至2353.41点,午盘后,受到亚太股市普跌的影响,沪深300指数震荡下行,最低探至2303.67点,尾盘跌幅略有收窄,报收于2312.47点,下跌0.81%。值得注意的是,伴随着光大证券的复牌跌停,券商股出现普跌,中信非银行金融指数下跌1.81%,在29个中信一级行业指数中跌幅排名居前。

个股方面,证券、地产股对现指拖累最明显。昨日对沪深300指数贡献度最高的前4只股票,均来自券商和地产板块。其中,海通证券、万科A和中信证券对沪深300现指的拖累最大,指数贡献度分别-1.41%、-0.94%和-0.82%。相对而言,兴业银行、大秦铁路和平安银行对现指构成一定支撑,昨日对沪深300现指贡献度分别为0.89%、0.82%和

0.39%。

期指方面,股指期货四大合约悉数下跌,跌幅均大于现指。其中,主力合约IF1309下跌0.98%。

分析人士指出,昨日光大证券复牌即一字跌停,刚一开盘便有逾百万手卖单砸在跌停板,截至收盘跌停板上仍有122万手卖单。祸不单行,海通证券也出现了交易系统问题,昨日

股改复牌的上海石化和仪征化纤两只股票,众多海通证券客户反映开盘后无法卖出,直至9点40分,交易才恢复正常。受此影响,券商股出现普跌,也在一定程度上拖累了沪深300指数。考虑到 8.16”事件对市场情绪的影响并未结束,而亚太股市的大跌又使市场再次承压,预计短期沪深300指数将维持弱势震荡格局。

■ 融资融券标的追踪

光大证券无量跌停

受 8·16”事件冲击,光大证券本周二复牌后一字跌停,该股也成为当日唯一以跌停报收的两融标的股。分析人士认为,由于不确定性预期仍然存在,短期该股走势仍然难以乐观。

8月16日,由于投资部门套利交易系统事故,光大证券盘中短时间大量买入上证50等权重股,并于此后进行了建立股指期货空头合约等对冲操作。受此事件影响,光大证券于8月16日午后被临时停牌,直至本周二才恢复交易。从周二全天表现看,该股当日直接以10.91元跌停价开

盘,且跌停板全天都未被打开。与此同时,从成交看,当日该股共成交4917万元,较此前一周交易时明显缩量。

分析人士指出,虽然 8·16”事件对整体市场的冲击已经基本结束,但对于光大证券自身来说,其还面临巨额对冲仓位如何处理、等待证监会进一步审查等不确定因素。从周二市场成交看,由于不确定性巨大,该股跌停板位置接盘者有限,这或许预示该股短期内仍难摆脱弱势格局,建议增加对该股融券仓位的配置。(龙跃)

荣盛发展复牌大跌

8月20日,荣盛发展复牌发布非公开发行股票预案,但股价却弱势下行,最终下跌8.89%,报收14.25元。

据预案,公司拟向公司控股股东荣盛控股股份有限公司在内的不超过10名特定投资者以不低于12.93元/股的价格,发行不超过3.48亿股,募资总额不超过45亿元。荣盛控股拟以现金认购不超过本次发行股份总数的10%的股份。在扣除发行费用后,募集资金将投向唐山丹瑰苑、蚌埠锦绣香堤、徐州香榭兰庭、南京湖润春晓四个项目,这些项目总投资金额为91.39亿元。公司认为,本次募集资金投资项目符合国家相关的产业政策以及未来公司整体战略发展方向,具有良好的市场前景和经济效益。

不过有信息显示,北京房地产价格上升过快,上半年房价同

比上升26%,北京三环内房地产商品房平均价已达每平方米5.2万元,远超市场公开信息披露值;由于担忧出台房地产调控新政出台,北京市房地产近一个多月以来180平方米以上的大户出现罕有的抛售,且有加速抛售的趋势。

融资融券信息显示,19日荣盛发展的融资净买入额为-723.03万元,融券净卖出量为0。不过在上周,荣盛发展的融资净买入额为-4251.15万元,融券净卖出量为8.69万股。

分析人士认为,公司再融资以保障房及首次置业的刚需项目为切入点,预计获批概率较大,再融资打开了公司的扩张空间,有助于优质地产股实现高速增长。不过在市场对房地产行业政策忧虑加重的情况下,短期内可以建立融券头寸。(张怡)

全柴动力放量涨停

8月20日,全柴动力股价在收盘前放量涨停,报收9.82元,成交额为2.92亿元,比上一个交易日的3569万元增长了7倍多。

据悉,今年以来,国家对农机行业十分重视。农业部3月份发布了2013年国家支持粮食增产农民增收的政策措施;工信部组织实施农机准入工作;8月5日,2013年中央财政共安排农机购置补贴资金217.5亿元,用于提高农业机械化水平和农业综合生产能力,支持农民购买先进适用农业机械。

全柴动力是国内柴油机生产领域的龙头,产品系列包括农用、车用、工程用等诸多领域,农用机械的发展对于公司的农用产品的销售有正面作用。不过,由于汽车、工程机械等终端市场发展放缓,国内柴油机行业近两年来出现负增长。由此,2012年度尽管公

司全柴柴油机产销量跃居行业第二位,但公司净利润同比下滑了26.44%,扣非净利润更是大幅下滑了586.51%。今年第一季度公司净利润又同比下滑了43.75%。

公司预计,2013年柴油机行业面临的外部环境与2012年相比可能不会发生太大变化。不过随着国家进一步加大农机补贴,农业装备行业预计具有良好势头。融资融券信息显示,全柴动力的融资净买入额和融券净卖出量在上周均为负值,分别为-1122.02万元和-2.29万股,不过在19日,融资净买入额为239.50万元,净卖出量为0.96万股。

分析人士认为,在农机政策的带动下,公司股价短期内依然有上涨的动力,不过要警惕中报业绩下滑、股价冲高调整风险,建议择机了结融资仓位。(张怡)

8月20日融资余额前20只股票市场表现

证券代码	证券简称	融资余额 [单位]亿元	融券余额 [单位]万股	涨跌幅 [单位]%	市盈率 (PE,TTM)	综合评级 [除估值周期]30天
601318.SH	中国平安	62.1612	131.6537	-0.9844	12.6635	增持+
600016.SH	民生银行	49.5860	2,539.6329	-0.2132	6.7376	
000001.SZ	平安银行	37.8539	282.5847	1.9462	6.6484	
600000.SH	浦发银行	37.5643	585.5038	0.7101	4.3635	增持+
601166.SH	兴业银行	36.7439	705.5359	1.7045	5.2128	增持+
600256.SH	广汇能源	36.3053	266.0264	-0.7121	40.0870	
600030.SH	中信证券	34.4864	397.4707	-2.2059	28.5925	增持+
600837.SH	海通证券	32.5756	2,465.5345	-3.2757	27.8405	
600804.SH	鹏博士	27.9286	160.3972	0.7747	75.9699	买入
600111.SH	宝钢稀土	23.2062	122.1926	-1.8568	72.2780	增持
600433.SH	冠豪高新	22.9066	6.1800	0.0000	89.6098	
000793.SZ	华闻传媒	20.2446	40.5511	2.8595	44.3735	
600036.SH	招商银行	19.5449	526.6144	-0.8094	4.9409	买入-
000776.SZ	广发证券	17.1142	148.8189	-1.6878	33.0995	
002024.SZ	苏宁云商	16.9454	477.3370	2.4890	31.2354	增持
601901.SH	方正证券	16.1432	99.4675	0.1715	51.9947	
000562.SZ	宏源证券	15.9284	110.6884	-0.4357	34.2930	增持
600739.SH	辽宁成大	15.8819	173.8930	-0.6935	30.3152	
000503.SZ	海虹控股	15.5506	66.2524	3.3943	785.7503	
600519.SH	贵州茅台	15.2732	48.6493	-0.8906	12.9370	买入

8月20日融券余量前20只股票市场表现

证券代码	证券简称	融资余额 [单位]亿元	融券余量 [单位]万股	涨跌幅 [单位]%	市盈率 (PE,TTM)	综合评级 [除估值周期]30天
600016.SH	民生银行	49.5860	2,539.6329	-0.2132	6.7376	
600837.SH	海通证券	32.5756	2,465.5345	-3.2757	27.8405	
600109.SH	国金证券	4.7410	2,428.3593	-1.3788	62.3409	增持+
601398.SH	工商银行	3.2504	1,264.6582	-0.2545	5.5730	增持
601166.SH	兴业银行	36.7439	705.5359	1.7045	5.2128	增持+
600000.SH	浦发银行	37.5643	585.5038	0.7101	4.3635	增持+
000002.SZ	万科A	14.9068	567.7115	-2.0080	8.0325	买入-
600036.SH	招商银行	19.5449	526.6144	-0.8094	4.9409	买入-
002024.SZ	苏宁云商	16.9454	477.3370	2.4890	31.2354	增持
600010.SH	宝钢股份	5.3617	422.6010	-1.4888	92.8650	买入
600030.SH	中信证券	34.4864	397.4707	-2.2059	28.5925	增持+
601818.SH	光大银行	12.8241	394.4400	-0.3623	4.5027	
000651.SZ	格力电器	6.7847	344.8495	0.0000	11.1680	买入
601899.SH	紫金矿业	3.1068	316.4111	-2.3438	13.8946	中性+
000157.SZ	中联重科	8.9114	314.0549	-1.6791	6.9621	买入
000001.SZ	平安银行	37.8539	282.5847	1.9462	6.6484	
601766.SH	中国南车	4.6393	269.9641	1.6867	15.5342	买入
600256.SH	广汇能源	36.3053	266.0264	-0.7121	40.0870	
600050.SH	中国联通	13.2677	262.8328	-1.5060	23.2519	买入
000069.SZ	华侨城A	3.6360	258.4148	-0.6421	9.7349	增持+

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。