

# 现指走高 期指“护仓”功能显现

□本报记者 叶斯琦

“沪指八连阳后还继续大涨，资金源源不断地入场，让人不得不敬畏市场的力量。不过问题来了，该怎么面对可能的调整呢？我现在股票满仓持有，不想动，所以就开期指卖单套保了。”一位投资者在朋友圈中表达了自己的心声。

面对牛市行情，不愿饮恨于减仓后满仓踏空的投资者将目光投向了股指期货，利用其对冲指数上探至高位后可能出现的回调风险。分析人士指出，上证50及中证500股指期货的推出，能够为投资者提供多样化的投资产品，一副趋于成熟的资本市场图景逐步呈现。

## 期指对冲效应扩大

“虽然有点害怕，但我还是找不到说服自己减仓的充分理由。”投资者李先生的感慨，反映了此轮牛市中很多投资者的心声。

昨日，上证综指再涨70.41点或1.95%，已逼近3700点。面对沪指历史罕见的九连阳，即便再坚定的多头，可能都难免对短线调整心存担忧。不过，此前满仓踏空的饮恨尚记忆犹新，减仓并不是

一个轻易的选择。

此时，利用股指期货对冲风险，成为A股投资者投资利器。近期，期指盘中持仓量一度逼近28万手，截至昨日收盘，期指四合约持仓量均实现上涨，总持仓量较上一交易日大增16720手，再度突破25万手至251828手，期指市场的人气可见一斑。

上周五消息指出，中国证监会已批准中国金融期货交易所开展上证50、中证500股指期货交易，合约正式挂牌交易时间为4月16日。

“下个月期指新品种上市后，我就在中证500期指的日内高位开几手空单，然后在上证50期指的日内低位开等价值多单对冲风险，这算是为当前高位构建了一个抗大波动的策略。”一位投资者如此谈及自己的规划。

新股票指数期货的出现，将为投资者带来更多投资利器。今年以来，中证500指数上涨逾30%，上证50指数只上涨5.39%，二者对比悬殊。假设年初做多中证500期指，做空上证50期指，两个月即能够实现翻番的收益率。

方正中期期货研究员彭博认为，从期指的高杠杆性、高流动性等特征来看，牛市中股指期货

实具有很大魅力，本轮做多期指的投资者若一路持有，收益率无疑将大于现货。不过，股指期货也有助于助跌的作用，一旦下跌，其跌幅也将是巨大的。特别是在牛市慢涨快跌的节奏下，下跌的速度和幅度将超越上涨时，因此风险性也比较大。

## 短期存在回调压力

3月23日，沪深300股指期货不改强势，大幅上涨。主力合约IF1504高开于3950点，盘中维持高位震荡，最终报收于3994.2点，上涨94.8点，涨幅2.43%。现货方面，沪深300指数上涨79.49点，涨幅2.04%，报收于3972.06点。截至昨日收盘，股指期货主力合约IF1504升水22.14点，远月IF1509合约升水78.94点。

主力方面，在IF1504合约中，多头前20席位增持买单10161手，空头前20席位增持卖单12463手。具体席位方面，“空军司令”中信期货席位在增持2321手卖单的同时，也增持了2100手买单；海通期货席位则是增持1927手买单，相比之下买单只增持了928手。方正中期期货席位更是大幅增持3439手买单。

总体而言，空方力量有所回升，但多空对比依旧处于均衡状态。

彭博表示，本轮的大涨主要原因有以下几个方面。首先，3月9日万亿地方债务置换的消息降低银行坏账的风险，银行板块暴涨，并成为本轮大涨的主力。其次，上证50及中证500股指期货即将推出，券商股受益于此，3月21日集体爆发。第三，银行和券商板块此前持续调整，估值已经回落到较低水平。彭博认为，在改革力度空前加大的情况下，金融

板块仍然将持续受益，因此受到大资金的追捧，本轮上涨依然存在较大空间，真正的较大幅度回调可能将在4月份到来。

广发期货分析师郑亚男则提醒，短期来看，股指上周以来持续上涨，涨幅偏大，短期存在着一定的获利盘回吐压力，加上时点上即将进入季度末，资金面也存在一定的隐忧。因此短期股指存在高位震荡的倾向，但中期涨势依然不减。操作上，建议前期多单可部分止盈，谨慎追涨。

## 机构看市

瑞达期货：技术上，周一沪深300指数跳空高开高走，收长阳涨2.04%，日K线二连阳，成交量有所减少，各技术指标向好，五日均线偏离收盘价，有超买现象。综合来看，沪深两市连续五日成交量上亿，做多情绪与利好环境助推沪深300指数惯性上行，但伴随着成交量逐步回落，在新股预期发行、获利盘与解套盘等压力下，本周股指或先扬后抑，呈宽幅震荡态势，主力合约建议先多后空，多单不宜追高。

中州期货：昨日股指延续近期强势格局继续拉升，盘面上个

股全线飘红，成交量维持在高位水平，显示场内多头热情依旧高涨。当前政策暖风频吹，这对股指形成强有力的支持。虽然连续大涨过后可能有调整出现，但似乎都只能依照牛市途中的调整来对待，此轮由资金推动的牛市有望延续。

金汇期货：上周五，监管层在例行新闻发布会上对于此轮股市的上涨给予了较为正面的评价，这会进一步引发市场投资者的投资热情。价格走势上，指数连续上攻，开始远离前期的震荡区间，依然维持着强势格局。(叶斯琦整理)

# 1.38万亿 两融余额再创新高

□本报实习记者 叶涛

近两周来大盘启动牛市第二波主升浪，资金情绪也受到激发，以两融为代表的增量资金冲锋入场，近期两融单日融资买入额迭创新高。最新WIND数据显示，上周五市场融资融券余额已经达到1.38亿元，结合近期大盘走势、主力资金心理情绪等因素综合判断，两融余额大概率将突破1.4万亿元。

## “疯狂”的融资买入

上周大盘攻势凌厉，至周五时强势站上3600点高位，收盘录得3617.32点。作为市场活跃资金，当天两融单日融资买入额也显著

放大，达到1963.92亿元，不仅刷新了3月18日创下的1846.87万元前高，距离2000万元整数关口也只剩一步之遥。

因此，尽管上周五市场单日融资偿还额同步创出历史新高，环比增长200余亿元至1763.26亿元，但市场融资净买入额仍居高不下，以200.66亿元位居两融历史高位。受到超强融资买盘力量助推，两融余额也再上台阶，攀升至1.38亿元历史峰值。

事实上，尽管年初两融余额增速有所放慢，但3月以来，随着大盘行情再起，两融市场受到增量资金助推，重新恢复此前高速增长模式。WIND数据显示，自3月4日起，

仅仅耗费6个交易日，两融余额便实现千亿元“净入账”，跃升至1.3万亿元规模；此后至3月20日短短8个交易日，两融余额便再上台阶，直逼1.4万亿元大关。

## 非金融成顶梁柱

从板块走势上分析，上周五市场已经显现局部分化端倪。分行业看，28个申万一级行业中上周五融资买入额在50亿元以上的板块就多达15个，其中计算机、银行、非金融等板块融资买入额携手突破100亿元。回顾两融历史，这一融资大盘大肆介入的超强走势与2014年年底牛市第一轮行情高度相似。而且特别值得广大投资者注意的是，

当天非银金融板块力压群雄，累计获得423.44亿元融资买入，即便是作为两融市场第一大权重，如此资金盛况至今在两融行业历史上绝无仅有。参考去年年底数据，彼时非银金融板块日融资买入额也大多维持在230亿元上下。睽违两个多月后，以非金融为代表的周期板块卷土重来，结合场内牛市第二波升势方兴未艾预判，短期内主力资金借道两融大肆进场的逻辑暂难被打破。

从板块间的量价配合看，增量资金对行情的推动力也还未运行至强弩之末。以非银金融板块为例，当天该指数涨幅达到5.07%，跑赢排位第二的计算机指数近2个百分点。

其全天总成交额为1871.06亿元，同样位列行业第一；环顾银行、计算机、房地产、生物医药、公用事业等涨幅靠前板块，其当天亦吸纳较多融资买盘入驻。这也显示了在有重点地狙击非银金融品种外，广大融资客也没有放弃对其他板块的追逐欲望。

不过从融券情况来看，当前市场并非全然一致看多。数据显示，近两个交易日来市场融券余额大幅提升，上周五已经达到6619亿元，同期出现融券净卖出的板块也达到15个。但考虑到近期A股和基金新增开户数量激增，两市成交额连续个交易日维持在1万亿元以上，融券余额大幅攀升对两融市场影响有限。

# 资金遭遇分流 期债偏空震荡

□本报记者 葛春晖

3月23日，货币市场流动性延续近日缓慢向好格局，但国债期货市场仍未见明显起色，在多头情绪保持谨慎的情况下，各类合

格率全线下跌，成交量亦徘徊于近期低位水平。

然而，周一国债期货市场却未能从资金利率下行中获得明显提振，继续呈现为交投清淡、期价下跌走势。具体来看，5年期国债期货主力合约TF1506全天下跌0.14%，成交微升近600手至7134手，仍处于近期成交低位水平，持仓量下降574手至3.61万手；10年期国债期货主力合约T1509全天微跌0.03%，成交量由上周五首日上市时的3332手萎缩至1386手，持仓量则大增865手至1682手。

A股市场牛市冲天，股债“跷跷板”效应再现，是压制昨日国债期货市场表现的主要因素。受投资者高涨热情的推动，周一A股市场全面开花，上证综指大涨70点，再创七年新高。股市强大的赚钱效应，导致场内外资金继续大规模

流向A股市场，在切实分流债市资金的同时，也打击了债市投资者的预期和做多情绪。在此背景下，债券现货市场亦呈现震荡调整走势，现券收益率小幅下行。重要可交割券中，15附息国债03收益率上行3BP，15附息国债02上行2BP。

## 短期看资金 长期看经济

目前，债市投资者对于货币市场利率持续下行并支撑债市中长期走牛的一致预期，并未发生根本转变。但经过3月初降息以来的持续调整之后，市场对于短期行情的看法仍较为谨慎。究其原因，主要在于投资者仍纠结于债市资金面的实际改善状况。

诚然，近段时间以来货币市场流动性供应状况一直比较充裕，资金利率也在持续缓慢下行，

但从绝对水平来看，货币市场利率下行的速度和幅度仍远低于市场预期。例如，存款类机构7天回购加权平均利率虽然回到1月末水平，但这是在央行2月份以来连续降准降息之后的结果，而当前该资金价格水平仍与3.50%左右的10年期国债收益率形成倒挂，从而制约了中长期利率债收益率的下行空间。

综合多家机构观点来看，随着IPO扰动弱化、财政资金继续投放，以及外汇占款增长有望在人民币贬值预期收敛背景下得到恢复，短期内流动性改善的趋势将得到维系，但货币市场利率下行的速度和空间则仍受到多重因素的阻碍。一是，季末将至，商业银行又将面临季末考核；二是，在央行总量控制态度依然谨慎的情况下，短期“托底”政策带来的信用

扩张可能会在货币市场形成流动性分流，使流动性从低风险资金向高风险资金转移，股债“跷跷板”效应将持续作祟；三是，上周末监管层公布了上证50与中证500股指期货上市时间，未来新品种的上市仍将对国债期货市场造成资金压力。

不过，短期看资金，长期看经济。申万宏源证券指出，尽管近期经济基本面预期出现一些边际改善，但工业和投资数据主要依赖基建、房地产和制造业的多重改善，而目前土地销售弱于房屋销售，因此短期基本面的改善对于预期层面的影响可能好于实际层面，未来基建和地产还需要更为宽松的政策加以扶持。该机构认为，利率即使近期反弹，其上有顶的格局也基本定型，债市总体风险不大。

# 认购期权全面上涨 市场看多热情不减

□本报记者 马爽

受标的上证50ETF再创阶段新高影响，昨日50ETF认购期权继续全线上涨，认沽期权集体收跌。截至收盘，当月合约中，3月购2500、3月购2550、3月购2600、3月购2650、3月购2700、3月购2750六份合约涨幅均超30%，其中3月购2750合约涨幅最大，达333.33%；认沽合约方面，除3月23日500股盈收平外，其合约跌幅总体都在50%以上。

目前行权价为2.45元及以下行权价的认沽合约价值已消殆尽，不再具有交易价值。3月

合约中表现最为抢眼的是行权价为2.75元的认购合约，开盘即上涨500%，尽管盘中有变化，但仍以333%的涨幅报收，杠杆效应明显。”长江期货期权部表示。

现货方面，受“一带一路”受益上市公司影响，3月23日，上证50ETF高开于26.56元，盘中再次受到银行股、券商股拉升提振，报收于2.676点，涨0.041点，涨幅1.56%；日成交量1015万手，成交量27.06亿元，量能较前一周显著下降。此外，相较于上证综指超万亿元的巨量上涨，上证50ETF明显处于弱势。成交方面，由于3月期权合

约本周三到期，成交量昨日出现大幅下降，总成交量28782份，较上一交易日下跌30.23%。当月总成交量10502张，相比此前一交易日下降较多，但却仍未见明显移仓。此外，昨日，Put(认沽)/Call(认购)Ratio成交量有所回落仅为0.957，跌破1，表明多数投资者对未来的预期正在改变。但从P/C Ratio持仓量来看，其值仍大于1，表明整体上市场看多情绪仍然不变。

银河期货期权策略小组表示，临近到期，主力合约实值认购期权获利了结、减仓明显，造成主力合约持仓量Put(认沽)/Call(

(认购)Ratio升至1.02，且平值附近认购期权和认沽期权隐含波动率同时上涨，说明市场分歧显著增大。此外，标的上证50ETF的22日年化历史波动率持续在近期低位34.5%，与上一周持平。

“银河VXO”数据显示，3月合约期权隐含波动率较上周五略有下降，但4月合约期权隐含波动率出现显著上升，总体对隐含波动率维持触底反弹判断。

对于后市，长江期货期权部建议，投资者在进行操作时要顺势而为，前期权利仓可获利了结、移仓至4月合约，从看多现货的操作思路出发，可直接买入认购

合约，卖出认沽或合成现货多头，但不同级别的投资者需注意自身操作权限。

银河期货期权策略小组表示，临近到期，期权时间价值会迅速缩水，牛市价差策略的到期损益会迅速实现，建议看涨的投资者构建认沽期权牛市价差策略，或逢高平仓前期已进入实值状态的3月合约认购期权。此外，上证500ETF维持上涨格局不变，但短期回调压力仍在，考虑到4月合约期权隐含波动率上升势头明显，建议投资者可选择4月合约构建平值跨式策略，无论股价持续拉升还是回调，都会有

所收益。

此外，海通期货期权部强调，投资者一定要注意到期日风险，尤其是持有虚值期权的投资者，因为虚值期权由于只具备时

间价值，不具备内在价值，所以到期日后价值为零。“尽管虚值期权因价格便宜备受投资者喜爱，但若持仓量很大，也要警惕到期风险，避免损失。”

上证50ETF期权交易行情速览(3月23日)												
认购期权				认沽期权								
持仓量	持仓量增减	成交量	成交量增减	涨跌幅	涨跌	涨跌幅	涨跌幅	收盘价	涨跌	涨跌幅	成交量	持仓量增减
-129	-2,368	0	-427	10.0%	0.0390	-0.429	2.20	0.0001	0.0001	-	93	1 2,368 -65
-42	990	166	261	14.2%	0.0469	-0.3769	2.25	0.0002	0.0002	-	12	-12 1,663 0
-291	713	575	836	15.7%	0.0450	-0.332	2.30	0.0001	0.0001	-	261	243 1,566 -72
-229	734	294	559	17.5%	0.0412	-0.2772	2.35	0.0002	0.0002	-	74	0 1,201 2
-379	915	505	949	21.6%	0.0414	-0.2334	2.40	0.0003	-0.0007	-70.70%	83	