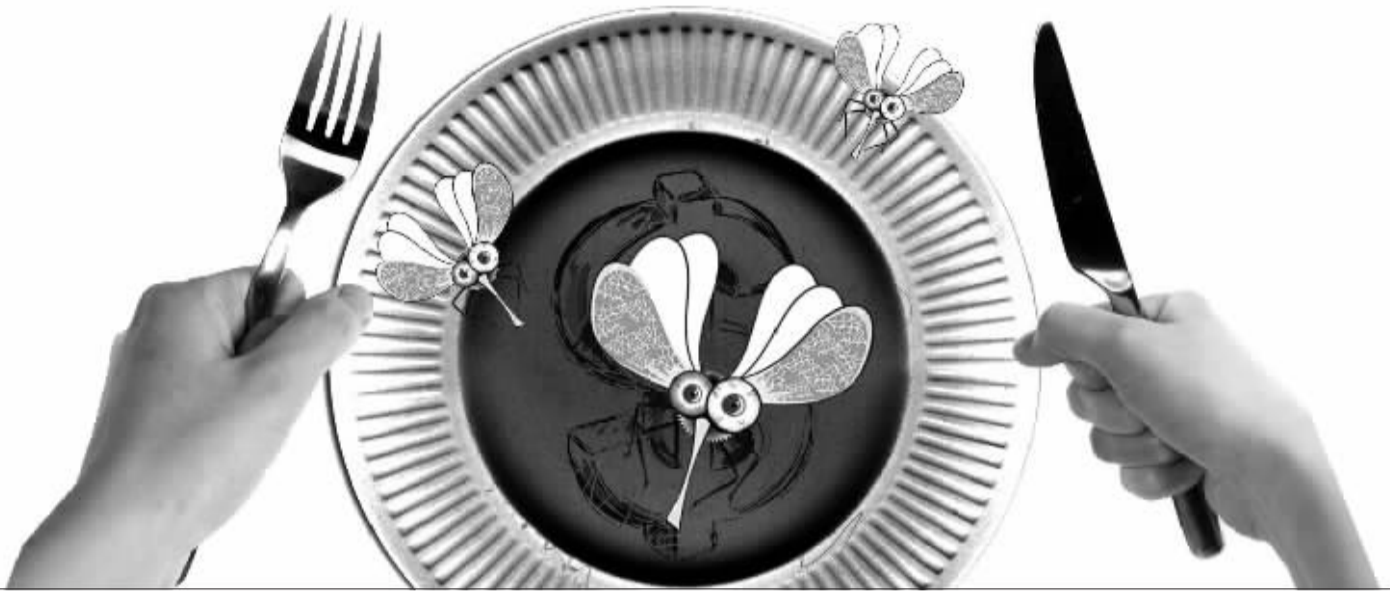


运用套利策略交易的单笔获利往往很小,需要通过较高频率的交易“积少成多”地积累利润。较之常规的市场中性策略,套利策略的运用相对被动,对程序化交易的依赖程度更高。不过,由于套利策略获利的概率很大,其风险较低。

吃“蚊子肉”的策略

白岩



套利策略属于一种广义上的市场中性策略,是指利用不同资产或不同市场之间不合理的价差关系,通过买进低估资产,卖出高估的商品,在未来价格重新回归合理过程中获取价差收益的交易策略。当以下三个条件有一个或多个被满足时,即出现运用套利策略的机会:同一种资产在不同市场上价格差异过大(违背了“一价定律”);具有相同或相近价值的两种资产定价差异过大(如大豆与豆油、不同期限的股指期货合约);一种已知未来价格的资产当前的价格与其根据无风险利率折现的价格差过大(期货与现货)。

股指期货套利是主流

套利有多种分类方式,按照所投资的市场、品种划分,可分为股指期货套利、商品期货套利、可转债套利、固定收益套利、期权套利等;按交易方式划分,可分为期现套利、跨期限套利、跨市场套利和跨品种套利……受限于我国股市不能进行日内交易,且融券卖空较为困难,期权市场不发达,国内对冲基金在运用套利策略时,集中于股指期货市场,其中又以期现套利和跨期套利两种方式最为流行。期现套利,即股指期货和股指现货间的套利,是利用股指期货合约与其对应的现货指数之间的定价偏差进行的套利交易。即在买入(卖出)某月份股指期货合约的同时,卖出(买入)等价值的对应股指的现货股票组合,并在未来某时间同时平仓两笔交易的一种套利交易方式。其中,买入股票组合卖空股指期货,称为正向套利;买入股指期货卖空股票组合,称为反向套利。由于我国目前融券卖空较困难,运用期现套利的对冲基金多使用正向套利。跨期套利是指利用两个交割月份不

同的股指期货合约间的价差进行的套利交易。由于不同月份交割的股指期货合约基于同一标的指数,故在市场预期相对稳定的情况下,不同交割月股指期货合约应保持稳定的价差,一旦价差变化,就会产生跨期套利机会。除日常进行程序化跟踪寻找机会外,突发事件、新合约上市首日、老合约退市前几日等,都是良好的跨期套利机会。

专注于套利的基金较少

股指期货套利风险低,且流动性高,其投资对象为沪深300股指期货及其成分股票,市场资金容量大,成交活跃,适合大资金操作,同时,收益比较稳定,理论上每笔交易均可盈利,资金曲线几乎不会发生回撤。有一些对冲基金认为,股指期货套利等过于被动,选择了更为积极的统计套利策略。统计套利的主要思路是先选出相关性最好的若干品种(股票或期货等),再找出每一对投资品种长期的均衡关系,当某一对品种的价差偏离到一定程度时开始建仓——买入相对低估品种、卖空相对高估品种,等价差回归均衡时获利了结。统计套利策略适用性强,国际上被广泛应用于股票、期货、可转债、期权、外汇等市场上,目前,我国对冲基金使用的少。我国市场上专注于套利策略的对冲基金还较少,据不完全统计,套利策略对冲基金目前不足三十只。套利策略获取的收益虽然是“蚊子肉”,但积少成多仍然相当可观,且风险极小。比如,倚天阁旗下的市场中性策略对冲基金信合东方,也会适当采用跨品种、跨期限和跨地域等多种套利策略,其资产组合以证券市场为主,涉及股票、ETF、商品、固定收益等多个市场。截至6月28日,信合东

方取得了63.42%的累计收益,年化收益率为19.53%,最大回撤幅度2.62%。此外,还有一些“小众”的套利策略,曾经或正在被部分对冲基金使用。比如,ETF套利是曾经流行的一种套利策略。投资者既可在一级市场用一篮子股票申购ETF份额或用ETF份额赎回一篮子股票,也可直接在二级市场上买卖ETF份额。不过由于近些年股指期货市场的兴起,ETF套利逐渐让出了主流的位置。

风险不仅在于业绩波动

选择套利策略对冲基金时,除关注历史业绩、年化收益、历史最大回撤等指标外,还应注意套利交易存在的其他方面的风险。比如,跟踪误差。在构造沪深300指数现货组合进行套利时,会由于最低购买份额限制、股指权重调整、无法同时买卖众多股票等原因,造成现货组合和标的股指存在偏差。套利周期越长,这一偏差越大,可能导致套利交易面临风险。实践中,对冲基金往往投资于沪深300ETF,或与之高度相关的上证180ETF、深证100ETF等品种,以尽量减少跟踪误差。还有冲击成本。冲击成本是指在套利交易中需要迅速且大规模地买卖证券,却未能按照预定价位成交,从而多支付的成本。由于套利机会往往转瞬即逝,人工下单无法做到现货组合和股指期货同时下单,故需选择高效、稳定的交易系统。一旦系统出现故障,将对套利策略对冲基金造成重大不利影响。此外,还要关注策略容量风险。如套利资金量过大,会因交易所对下单手数 and 持仓量的限制,致使套利策略的效果大打折扣。故而投资者应谨慎选择规模较大,或扩张速度过快的套利策略对冲基金。

漫步“电梯”行情

好买基金研究中心

上上下下的“电梯”行情,让投资者猝不及防。在市场大幅波动的氛围下,不少对冲基金却能走出独立于A股的走势,为投资者创造持续、稳健的绝对收益,采取套利策略的对冲基金就是其中典型的一类。

市场上主要从事套利的基金公司主要有淘利资产、双隆投资、摩旗、道冲以及中盛伟业,其中,业绩较好的淘利套利1号成立于2012年3月6日,该基金主要是做股指跨期对冲套利。在仓位上,淘利通过一部分的资金来做股指期货多头来跟踪指数,同时用另外剩余的大部分资金来进行套利和趋势交易。当然这样的策略也会有一定波动,在股指期货合约移仓时可能会出现价差,但可以通过期现套利赚回来。今年以来淘利套利1号的业绩稳定,显示出与沪深300弱关联的特性。

双隆量化套利基金系列,采用程序化交易的方式,主要策略为期货策略和Alpha策略。整体来看,双隆量化套利的期货策略以趋势为主,依靠的是捕捉商品的波动性来获取收益。由于主要是做期货套利,所以业绩走势与沪深300走势相关性弱。公司的Alpha策略采用市值对冲的方式,选股模型是多因子的量化选股模型,通过选因子,对股票进行打分,从高到低选择打分最高的进行配置。Alpha策略采用的是行业中性化的方式,股票行业间的比例与沪深300指数的行业分布比例一致,行业内的股票平均分配资金。其中,业绩较好的双隆量化套利基金3号成立于2012年4月,今年截至6月28日为投资者创造了18.90%的绝对收益。

不同的对冲基金策略对应的风险收益不同,相较于传统股票型基金而言,采取套利策略的对冲基金由于交易标的与股市弱关联,从而实现业绩独立于大盘走势,并且在市场大幅波动时能有效地控制回撤,甚至还能能为投资者创造绝对收益,是投资者规避风险的一种选择。

震荡市中的基金选择

国金证券 王聘聘 张剑辉

7月份以来,市场情绪有所稳定,但在缺乏基本面支撑以及政策上并没有利好确认的背景下,市场仍以震荡走势为主。落实到基金投资,基于市场缺乏趋势性投资机会,同时系统性风险也较低判断,基金组合可更多从产品本身的投资管理能力、风格板块的搭配把握市场投资机会,而不必纠结于仓位的高低。

在当前周期蓝筹股难有趋势性行情、成长股整体估值已经不再便宜的背景下,投资组合搭配相对平衡且自下而上选股能力突出的基金,在震荡市场环境中有望获得较好的收益。结合基金二季报信息以及基金的历史风险收益情况,包括景顺核心竞争力、国联安精选、兴全绿色投资、易方达科汇、中银收益、嘉实领先成长、添富优势、中银主题、国泰金鹰等基金具备这样的特征。

从投资风格角度,在局部估值风险较高、中报检验的窗口期,建议从稳健的角度出发。

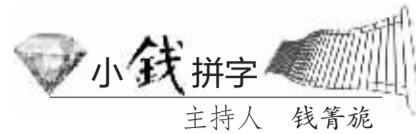
一方面,注重价值投资策略的基金仍具有较强的配置意义。以价值投资为主要策略的基金,一般投资于估值较低、精选基本面好的股票,并且寻找价格较低的时机介入,中长线持有,比如汇添富价值精选、中欧价值发现、华夏回报、富国天成、建信核心精选、易方达策略成长、景顺能源基建、中银主题等基金。

另一方面,随着中报的披露,投资更

关注那些盈利确定性高的品种,并避免踩中业绩地雷,尤其在当前经济增速下行并对企业盈利压制力压制的背景下,业绩增长更加决定了个股的最终表现。因此投资组合上对于稳定增长类品种关注较多的基金也具有相对稳健的优势,比如对于消费、医药等板块配置较多的基金。结合基金二季报信息,并按基金重仓股统计结果来看,可适当关注富国天合、嘉实新动力、方达策略、国泰金鼎、国富价值、嘉实精选、广发聚富、嘉实成长、汇丰龙腾、方达领先企业、长城中小盘等。

此外,今年以来成长股相对于周期、价值股的估值溢价不断推升,不过即便在前市场调整过程中,中小盘成长股仍表现出相对优势。尽管部分基金经理对于成长股估值已经有所担忧,但仍然看好消费、成长股的中长期投资机会。

对于成长风格基金的投资,我们认为,在经济增速下行的背景下,成长的稀缺性更具价值,尤其是那些具有核心竞争优势、受益于经济转型和政策扶持的企业,有望穿越市场周期且具备良好的中长期投资价值,因此,一些对于成长股有较好把握的产品,仍值得配置。结合基金规模和操作的灵活性,国泰事件驱动、国泰金牛、汇添富民营活力、广发核心、银河行业、上投内需、上投行业等基金可适当关注。



【游戏规则】

阿拉伯数字为横向填字;汉字为纵向填字;每格填一个字,灰色区域不用填字;格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

	-1			二	三	
2						
3	四			4		五
				六		七
	5	八				
				九		
		十		6		
					7	
		8				
9			10			

【横向】

- 指投资者(包括个人或单位)跟银行建立储蓄、信贷等业务关系,开设证券账户和资金账户的行为。
- 指市值总额达50亿元以上的大公司所发行的股票。
- 又称低价发行,指以低于面额的价格出售新股;即按面额打一定折扣后发行股票,折扣的大小主要取决于发行公司的业绩和承销商的能力。
- 金融衍生工具之一,是以其一定比例的资金在外汇市场以各种货币为买卖对象,对汇率波动的方向,进行扩大百倍以上至数百倍的增值交易的金融衍生品。
- 一种在黄金、外汇等保证金品种中建立仓位的方式,其特点是在同一价位开数量相等的多仓、空仓。
- 指将银行或企业已经形成的或即将形成的呆滞债权,通过与托管公司签订契约合同,将该债权交由托管公司去盘活变现或有偿经营的一种经营方式。
- 指在开放式基金的存续期间,已持有基金份额的投资者向基金管理人卖出基金单位时所支付的手续费。
- 指对外投资所取得的利润、股利和债券利息等收入减去投资损失后的净收益。
- 测量股价偏离均线大小程度的指标。
- 指由证券公司发行的、集合客户的资产,由专业的投资者(券商)进行管理的一种理财产品。

【纵向】

- 指某种证券在证券交易所每个交易日开市后的第一笔买卖成交价格。
- 指在基础汇率的基础上套算出来的本币与非关键货币之间的汇率。
- 指权利人向保险人投保债务人的信用风险的一种保险,是一项企业用于风险管理的保险产品。
- 基金交易的交易价格和基金净值的价差。
- 指以黄金为本位币的货币制度。
- 指把账户里所有的资金全部拿来建仓,不留一分回旋余地。
- 指基金托管人为保管和处置基金资产而向基金收取的费用。
- 指投资者持有的期权部位由其交易方向相反、交易数量相等的相同期权对冲的期权合约了结方式。
- 指企业在银行间债券市场发行和交易并约定在一年期限内还本付息的有价证券。
- 指客户按照约定条件存入银行账户的货币,一定时间内利息额同贷出金额即本金的利率。

答案

	-1	开户			二	套	三	信
2	大	盘	股			算	用	
3	四	折	价	发	行	4	外	汇
						六	满	率
	5	对	称	组	合			金
								位
					九	短		托
	平	十	存	期	6	债	权	托
						7	赎	回
								费
					8	投	资	收
9	乖	离	率		10	券	商	集
								理
								财

横向:1.开户 2.大盘股 3.折价发行 4.外汇保证金 5.对称组合仓 6.债权托管 7.赎回费 8.投资收益 9.乖离率 10.券商集合理财

纵向:一、开盘价 二、套算汇率 三、信用保险 四、折溢价 五、金本位 六、满仓 七、基金托管费 八、对冲平仓 九、短期融资券 十、存款利率

寿险谋变

中债资信 张子春 张平

保监会7月22日透露,寿险费率市场化改革方案已获国务院同意,其核心是人身险产品的预定利率不得超过年复利2.5%的上限放开,保监会将通过调整准备金评估利率,并有效调控前后端合理定价。上限放开后,预定利率上升的可能性很大,这将拉低保单价格和保单利润率。较低的价格会提升保险产品的吸引力,有助于销售;但短期内保单利润率降低的影响更大,因此新业务价值下降概率较大。但准备金评估利率仍然没有放开,将从偿付能力角度限制保险公司恶性价格竞争。此外,大幅提升新保单的预定利率会使得保险公司面临已有保单的退保压力。

秉承稳步审慎推进原则,此次保险产品费率形成机制改革限定在普通型人身保险产品领域,对保险公司整体业务价值水平影响有限。普通型人身保险即传统险,目前传统险产品呈萎缩趋势,在总体保费收入中占比较低,已成为非主流险种。近年来,大部分保险公司传统险在总保费中的占比逐步走低,平均占比只有10%左右,价值影响力越来越小。从上市的四家寿险公司保费收入看,2012年太保、平安、新华三家传统险在总保费中的占比分别为17.61%、4.10%、和0.87%。中国人寿虽未公布相关数据,但由于其产品仍集中在传统险和分红险上,因此我们预计此次放开预定利率对中国人寿的影响最大。

在传统险市场上,1999年以前是保险

公司自由定价阶段,到1999年6月保监会下发《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》,规定了寿险保单的预定利率不得超过年复利2.5%的上限,形成了持续多年的预定利率管制。预定利率上限管制在低利率时期可以减少利差损,起到引导保险公司正常发展的作用。

但是自2006年8月份以来,除了2009年、2010年有将近2年的时间一年期存款利率低于2.5%以外,其他时间存款利率都高于2.5%。预定利率上限低于存款利率的状况对传统险的发展构成了较大的障碍,此次预定利率放开,从长期来看,会促使保险公司改变经营模式,有利于其推进产品创新,提高风险管理能力,并引导保险业逐步回归传统保障功能,提升行业整体价值。

在产品创新方面,预定利率放开有利于保险公司设计出更多低价、符合实际需求的保障型产品,促使保险产品回归保障性功能,增强产品的吸引力,从而加快传统型业务的发展,推进保险公司优化寿险产品结构。在风险管理方面,一方面,预定利率上限放开,意味着保险公司在产品设计中有更大的调整空间,其他条件不变的情况下相同规模的保费将覆盖更多的风险保障,这无疑对保险公司的风险控制能力提出了更高的要求;另一方面,预定利率市场化能够推进保险公司提高风险定价能力。