结构性理财成新宠

陈 晨

股市的疯狂掀起了一波挂钩股市结构性理财产品的发行潮，普益财富监测数据显示，今年一季度，全国各大商业银行共发行结构性理财产品605款，其中挂钩股票类的产品53款，挂钩交易所股票指数类产品196款，总计发行占比41.16%。从发行机构类型看，股份制商业银行发行占比近60%，其次是外资银行、国有控股银行。

今年以来，连番的降息降准让传统固定收益类理财产品收益持续走低，大部分一年左右投资期的固定收益类非保本理财产品处于5.5%左右的水平。相较而言，结构性理财产品无论从发行量还是预期收益率都表现抢眼，随着金融市场化的深入，结构性理财产品也将在个人投资者资产组合中扮演越来越重要的角色。

由于结构性理财产品的收益结构和固定收益类理财产品有较大差异，普通投资者在购买该类产品时，首先应充分理解产品的收益结构。

以近来发行较多的挂钩标的为交易所股票指数的结构性理财产品为例，其收益结构可以大致分为区间型和非区间型两类。其中非区间型收益结构相对简单，通常只设置单一障碍价格，到期收益率取决于期末价格是否高于障碍价格。购买此类理财产品的投资者如果能对挂钩标的在产品运行期间的价格涨跌有一个相对明确的判断，通常能获得最高预期收益率。当前股市行情走好，建议投资者关注挂钩股票价格、股价指数等看涨型结构性理财产品。

区间型收益结构则涉及两个及以上障碍价格，虽然同样是对挂钩标的在产品运行期间价格涨跌的判断，但由于多个障碍价格的存在以及各价格区间不同的收益率计算公式，使得到期收益率可能等于预期收益率区间中的任何值。

以广发银行2015年1月发行，4月到期的“‘广银创富’A款2015年第2期人民币理财计划”为例。该产品挂钩标的为沪深300指数，预期收益率3.0%到9.0%。根据产品说明书，定义期初价格为理财启动日当天的沪深300收盘价格，期末价格为理财结算日当天的沪深300收盘价格，障碍价格1和障碍价格2分别为期初价格的118%和82%。在产品观察期内，若股票指数价格曾经超过障碍价格1或低于障碍价格2，则到期年化收益率为4.0%；若期末价格从未高于障碍价格1且低于障碍价格2，则到期收益率为保底收益率3.0%加上期末涨跌幅超过3.0%部分的40%。该产品在最差情况下，保证本金安全以及最低收益3%，最终到期收益为8.34%。

需要指出的是，无论是区间型还是非区间型收益结构，其到期收益率将取决于挂钩标的价格走势。因此，投资者在选择产品时应当对挂钩投资标的未来走势进行判断。

随着股市持续升温，直接投资股市的风险随之增加。无论在任何的投资周期，投资者都应该坚持资产配置策略。对于普通投资者而言，直接进行股票买卖的风险相对较高，而传统的固定收益类理财产品又面临收益率普遍不高的窘境，不妨将这部分资产配置于结构性理财产品，既有可能获得高于一般预期收益型产品的收益，又能将风险控制在一定的区间范围内。

数据显示，2015年一季度，披露了到期收益率的247款结构性理财产品中，62.75%的产品实现过半收益，实际收益率水平明显高于同期固定收益率理财产品。而在A股走强的大背景下，一些早早布局股票挂钩结构性理财产品的银行成绩也更为亮丽。

不过，与2005至2007年的牛市不同，本轮牛市启动的同时也伴随着银行理财等财富管理市场的充分培育。对于大部分普通个人投资者而言，并不适合直接参与股市，或需要严格控制直接投资股市的资产比例，经过风险和收益平滑的银行结构性理财产品更为适合。

量化对冲基金有点寂寞

本报记者 曹力水

凭借收益稳定、风险较低的特点，以绝对收益为目标的量化对冲策略一度被投资者奉为经典。然而，去年下半年以来的牛市行情，让大量投资者收益丰厚，昔日“风光无限”的量化对冲基金却有些“黯然失色”。

量化对冲“急刹车”

去年下半年以来，股票型基金因赶上大盘单边上扬、个股普涨的行情，收获颇丰，同花顺数据统计显示，目前股票型基金收益基本都在20%以上，表现最好的已取得175%的收益。相较而言，不少采用阿尔法策略的量化对冲基金却出现回撤，普遍亏损在10%左右，个别盘中亏损12%以上，之前积累的可观收益多被“腰斩”。

所谓量化对冲，其实是“量化”和“对冲”两个概念。“量化”即通过数学、统计学等原理，在海量数据中找到能够获取超额收益的投资策略，以严格的既定买卖标准来投资，获取持续稳定的超额回报。“对冲”则通过降低组合风险来应对金融市场的变化。

据华安基金分析师张智介绍，量化对冲基金一般利用期货、期权等金融衍生产品以及相关联的股票进行多空操作，比如按照比例买入“沪深300”中的样本股，卖空“沪深300”股指期货来取得其间的溢价，由于交易频率较高，积累的收益也比较可观。

一般来说，量化对冲基金以股票市场的中性策略为主，辅之以股指期货套利和事件驱动套利等策略，与股票市场相关性较低，因此不论牛市还是熊市，都能获得稳定收益。“目前国内市场来看，风险较低的量化对冲基金收益在5%至10%之间，如果想获得更多收益，就要进行激进操作，比如增加杠杆，或者加大某些板块或股票的仓位，不过高收益通常伴随着高风险。”张智说。

只是牛市思维中，风险已不再是首要考虑因素，相较而言，收益率是否够高、流动性是否充足等因素被纳入考虑范围。显然，抓住一只牛股的收益，远远高于相对稳定的量化对冲基金。“市场中性策略，其目的是为了防控风险，在牛市单边上升的行情中，量化对冲基金中做空资金被占用，只有一部分投入股票的资金可能产生收益。牛市中股指期货常常动辄几十上百点的涨幅，还要不断补充做空的保证金，涨幅肯定不够快。”在济安金信的高级基金研究员田熠看来，牛市普涨格局中，量化对冲基金的收益显得太普通。

更重要的是，增加仓位、布局板块，却赶上了“两头赔钱”。“阿尔法策略是利用投资组合战胜市场，在去年7月份牛市到来之前，市场的风格是成长股，随着市场风格的切换，就意味着满仓踏空，而且还要损失掉保证金。市场风格频繁切换，对于量化对冲基金可谓一次又一次的考验。”田熠说。

慢牛行情巧布局

4月下旬开始，大盘有了调整迹象，市场人士认为快牛正在向慢牛转变，这样的背景下，量化对冲基金的春天似乎要来了。

与此同时，上证50和中证500股指期货的上市，也让对冲工具匮乏的窘境得以改善，对于在牛市中“受尽委屈”的量化对冲基金来说，无疑是个好消息。业内人士认为，中证500构成的行业分布比较均匀，比较好地反映A股整体状况，能够减少利用沪深300对冲中小盘股产生的错配，有利于消除市场中性中存在的系统性风险，“黑天鹅”事件发生的概率将大大降低。

“量化对冲基金的战绩在震荡市中比较突出，尤其对于市场中性策略来说，能够对冲市场的系统性风险，获得的是投资组合超越市场的收益。”田熠认为，震荡格局对量化对冲基金来说是更多的获利机会，不论上升还是下跌，都有盈利空间。而随着部分信托、债券等产品违约风险隐现，刚性兑付逐渐被打破，一些追求稳健投资的客户正逐渐把眼光投向量化对冲基金。

张智提醒投资者，鉴于风险和收益成正比，对于普通投资者而言，布局前要充分了解自己的风险承受能力。如果风险承受能力较弱，那么购买量化对冲基金是较好选择，收益大于“宝宝类”产品、安全性高于“P2P”理财，而且不容易像股票型基金一样，收益易受大盘波动的影响。“在大盘持续上涨的情况下，指数型基金也是不错的选择。如果能够承受较大风险，且能够及时关注大盘风格的切换，那么选几只股票型基金，或许能让手中的资金获取更大收益。”张智说。

PTA妖娆行情何时休

南华期货 吴明星

4月的PTA走出了一波妖娆行情。截至4月16日PTA有效报单达17.4万手，换算成双边持仓为34.8万多，甚至超过PTA1505合约持仓总和34.3万。可就在仓单不断增加的同时，PTA1505合约价格却屡创新高。

原因很简单，只有现货价格加上制作仓单的成本低于期货价格，很多现货商认为有套利机会，才会把现货注册成仓单，拿到期货市场交割（俗称期现套利），导致期货、现货价格回归。而现货市场的贸易量相对较大，所以在期现价格回归的过程，现货价格就像万有引力的大球一样吸引期货价格这个小球向其靠近，导致期货价格的下跌，如果这里还含有大量的投机客户，甚至会导致争先恐后的平仓而暴跌。而这波行情却在仓单增加的情况下，价格反而随之上升，也就颠覆了这一朴实的逻辑。

其实，真相已经隐藏在交易所公布的数字和新闻事件里，即“买东卖西”。

4月初古雷发生爆炸事件之后，福建地区的PTA市场短期内出现供不应求的状态，导致该地区PTA价格上升。而其他地区的PTA市场还是短期供过于求的状态，所以期价对福建地区的厂商而言相对便宜，造成大量的期货买盘。而期货价格相对于其他供过于求的地方却相对贵，这些地区出现了大量的卖盘，他们不停地注册仓单，向期货市场抛现货，这就导致了交割仓库和交割厂库的仓单增加的同时价格暴涨。

如果上述逻辑正确，那么市场价格涨跌就和仓单总量没有关系。而古雷的翔鹭厂库仓单数量，才是关系市场涨跌的主要矛盾。4月3日翔鹭仓单为零，有效预报仓单为12980，暴涨发生在4月6日，4月7号开盘随即涨停，而翔鹭仓单持续为零。随后福建地区出现贸易商收货的传言，交易所4月9日公布的仓单日报显示翔鹭仓库当日仓单增加了3080手，有效报单为9900手，总和仍然是12980手。由于4月9日翔鹭仓单增加，当天夜盘以及4月10日的日盘PTA出现了大幅回调。

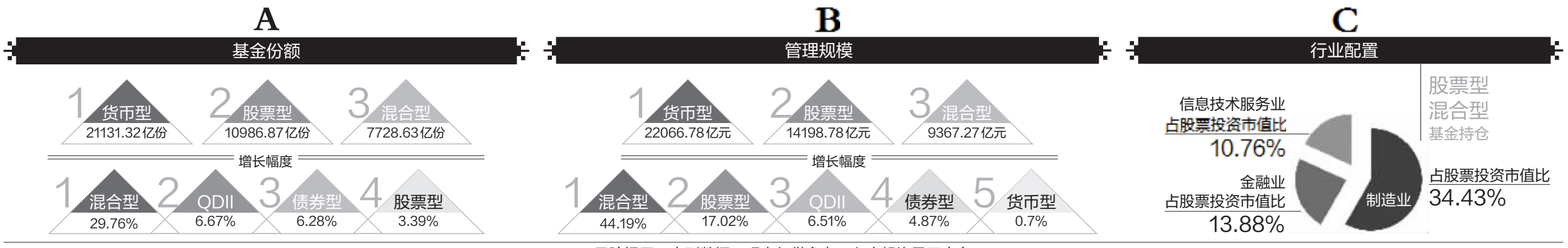
PTA交割库分布在江苏、浙江和福建，在这个过程之中与福建交割库最接近的浙江恒盛厂库，仓单一直为零，只是在4月9日预报了4000手的仓单，而江苏地区的仓库和厂库仓单数据却一直在增加。

如果按照这个逻辑，这波妖娆的PTA行情何时结束？基本影响因素有三个：一是交易所改变交割地区的升贴水结构，让福建地区的交割库相对升水；二是翔鹭恢复生产；三是套利行为地区性供需不平衡。

由于客观地评估地区基准价格较为困难，所以短期内改变升跌水结构几乎不可能。翔鹭两次爆炸，此次恢复生产需非常谨慎，所以短期内恢复生产几乎也不可能。因此，只能靠地区性的套利来终结此次趋势行情，现在仓单数据加有效报单已超过了PTA1505合约持仓，那么翔鹭地区有效仓单的实现还将成为市场的核心逻辑。

公募基金大赢家

数据来源：好买基金



风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负