

股票基金高仓位 5年内三度验证股指顶部

证券时报记者 朱景锋

2005年一季度末至2007年三季度末,股票基金仓位从67.82%一路上升至83.87%,随后股指连续下跌近一年,跌幅约七成。

2008年三季度末至2009年二季度末,股票基金仓位自71.03%升至86.01%,随后股指连续下跌近一年,跌幅近三成。

2010年二季度末至三季度末,股票基金仓位从77.14%升至86.74%,在11月初升至90%。股指在11月中旬连续暴跌,本轮下跌是否会持续?跌幅又会是多少?

5年内,股票基金高仓位第三次成为精准预示股市见顶的反向指标。

据天相投顾、浙商证券、国都证券和信达证券等多家专业研究机构测算,11月5日当周开放式股票型基金股票仓位达到90%,创出新高水平,但从11月9日开始,A股掉头向下,在短短几个交易日内深幅下挫,击破多个重要关口,下跌近300点,市场原本乐观的预期急剧扭转。

股市下跌前,股票型基金仓位多处于阶段性或历史高位,这或许并非巧合。从近5年来基金仓位变动和股市变化的经验来看,多次于市场走势契合:每当基金经理异常谨慎,仓位达到阶段新低,股市基本见底,随即展开反弹;每当基金经理做多情绪高涨,不断提高仓位,股市短期顶部甚至中长期顶部基本确立,市场开始下跌。

以专业投资者自居的公募基金失去对市场的判断力,从市场价值发现者蜕变成趋势追随者。基金研究人士指出,这其中包括基金经理考核短期化、基金投研过于依赖买方和基金投资被散户绑架等诸多原因。公募基金要想成为像社保基金和保险资金那样市场的风向标和价值投资榜样,必须逐步改变以上三大弊端,根据价值规律对市场做出独立判断和投资决策。

2007年高仓位首当反向指标

基金股票仓位是指基金持有的股票市值占基金净资产的比例,反映了基金经理在某一时期对未来股市趋势的大体判断,该比例越大,即基金股票仓位也越高,显示基金对后市越看好。当基金经理预期未来股市将上涨时,往往会积极买入股票,从而提高基金的股票仓位,相反,当基金经理对后市谨慎或看淡后市时,往往又会通过卖出股票降低股票仓位,降低未来股市下跌带来的净值损失风险。

公募基金曾经是股市的主导者。2005年至2006年,基金对市场的判断往往具有很好的前瞻性,多次在市场底部加仓,而后股市出现大幅上涨。如在2005年大盘跌进底部区域,当年股票型基金四个季度的仓位分别为67.82%、69.11%、

70.79%和73.65%,呈逐渐上升之势,显示当大盘跌到底部区域时,基金开始有步骤地加仓,以迎接随时可能出现的上涨。2006年一季度,上证指数上涨11.82%,股票型基金在2006年一季度大举加仓6.57个百分点,到一季度末时股票仓位一举突破80%,达到80.22%,创出历史新高。上证指数在2006年二季度暴涨28.8%,基金凭借高仓位坐享其成,2006年四季度的蓝筹攻势更是基金的杰作,该年也成为基金绩效表现最好的一年。

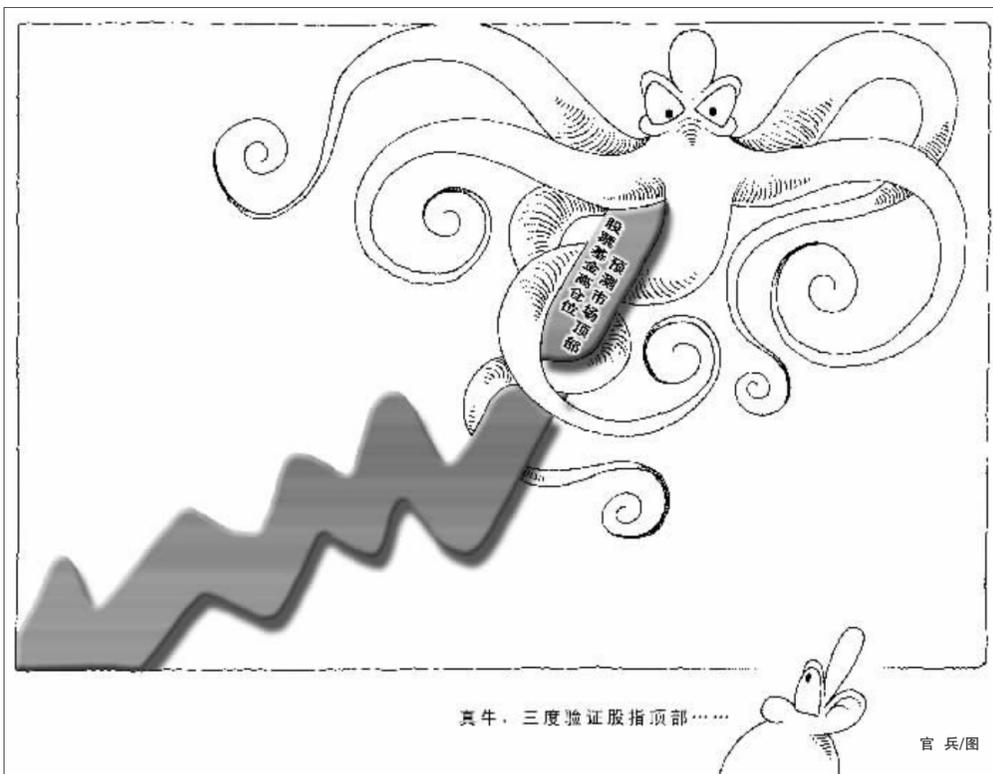
但自2007年以来,基金投资前瞻性逐步消失,取而代之的是追随市场,亦步亦趋。2007年三季度末,股指高处不胜寒,股票基金仓位仍高达83.87%,多数基金看空而不做空,在市盈率率高企和美国次贷危机爆发的10月,更有不少基金仍做着黄金十年的美梦。11月股市暴跌并未让基金觉醒,2007年底股票基金仓位仍高达81.77%。

2008年股市大幅跳水,基金如梦初醒,纷纷顺势大幅减仓,不少大公司在2008年上半年将股票仓位降至接近契约规定的下限。二季度末,股票基金仓位降至72.92%,基金集体减仓加剧指数的下跌。2008年四季度末,大盘跌破2000点,基金仍处于熊市的恐慌之中,股票基金仓位降至70.32%的历史低位。

2009年高仓位再成顶部指标

2009年,基金再次误判市场,年初仓位极低,股市却出现凶猛反弹,排名压力使踏空基金顺势大举加仓,到去年中中期股票基金仓位达到86.01%的阶段新高,7月底仓位更是接近九成,但随后便遭遇黑色8月,股指狂泻两成。但随后股市反弹数月,基金做多热情不减,去年底基金经理对今年股市行情十分乐观,当时股票型基金仓位高达89.68%。

但市场再次与基金经理预期背道而驰。今年上半年股市不涨反跌,大幅跳水,成全球表现最差市场之一。股票型基金仓位大幅下降,到今年中期时,股票基金仓位降到77.14%,比年初下降12.54个百分点,但当基金经理们的仓位降低到阶段性低位之后,股市却展开猛烈反弹。此后,基金大幅加仓,三季度末股票基金仓位升



真牛,三度验证股指顶部……

官兵/图

至86.74%的较高水平,11月初则进一步升至90%的历史新高。

在基金经理“追涨杀跌”的过程中,他们集体重仓的板块往往会有大幅上涨或大幅下跌,波动剧烈。今年前三季度,基金集体抛弃周期板块,金融地产板块大幅下挫;同时青睐大消费和新兴行业,医药、消费品、零售等板块大幅跑赢市场。

三大因素导致基金沦为羊群

分析人士认为,从基金仓位和股市走向的反向关系可以看出,基金经理并不擅长预测市场走向,而且,由于排名和考核的压力,基金经理在投资上出现集体非理性行为,基金经理并没有按照价值投资的原则低吸高抛,而是和大多数个人投资者一样追涨杀跌。推出公募基金的本意是要改变我国股票市场中散户长期占据主导地位的局面,推动股市成熟和发展。研究人士指出,造成公募基金功能缺失的原因包括对基金经理考核和排名的短期化、对买方研究报告的过度依赖和基金持有人不成熟带来的赎回压力等诸多方面。

首先,基金业内对基金经理的考核偏重短期业绩,主要依据当年业绩表现确定奖金和是否续聘,这给基金经理的

投资行为造成极大的影响,多数基金经理非常关注排名变动。在考核短期化的驱使下,基金经理的投资策略也受到短期收益和排名影响,结果出现“基金博弈”和“羊群行为”。当股市开始上涨和有基金开始大幅加仓时,不论是否看好后市,其他轻仓基金迫于短期排名下降的压力纷纷加仓,这种加仓多被视为博弈的结果,而非出于对价值的真实判断。股市反弹越快,基金加仓越激进,谁都不愿在仓位上落后。反之,股市一旦有风吹草动大幅下跌,轻仓者抗跌,重仓者净值损失大,随之纷纷减仓,追涨杀跌就这样开始了。

其次,由于基金行业存在两极分化,前十大公司管理规模约占行业一半,多数基金公司投研人员流动率较高,在投资决策上对卖方机构的研究报告存在较强的依赖性,当卖方中有市场影响力的机构开始唱多或唱空时,便有基金公司闻风而动,集体做多或做空。

第三,基金经理在投资决策上被散户持有人“绑架”。由于我国基金历史较短,基金持有人以小额投资者为主,且投资者对基金的认识远不成熟,往往出现追涨杀跌的冲动,散户频繁申购和赎回不可避免对基金经理的投资产生影响。

开放式股票型基金各季度股票仓位与股市涨跌情况

时点	股票型基金仓位 (%)	上证指数收盘点位	股票基金仓位变动(百分点)	上证指数当季涨幅(%)	上证指数下季涨幅(%)
2005年一季度末	67.82	1181	0.7	-6.73	-8.49
2005年二季度末	69.11	1081	1.29	-8.49	6.91
2005年三季度末	70.79	1156	1.68	6.91	0.47
2005年四季度末	73.65	1161	2.86	0.47	11.82
2006年一季度末	80.22	1298	6.57	11.82	28.8
2006年二季度末	83.11	1672	2.89	28.8	4.8
2006年三季度末	83.42	1752	0.31	4.8	52.67
2006年四季度末	85.16	2675	1.74	52.67	19.01
2007年一季度末	83.32	3184	-1.84	19.01	20
2007年二季度末	81.81	3821	-1.51	20	45.32
2007年三季度末	83.87	5552	2.06	45.32	-5.24
2007年四季度末	81.77	5262	-2.1	-5.24	-34
2008年一季度末	77.45	3473	-4.32	-34	-21.21
2008年二季度末	72.92	2736	-4.53	-21.21	-16.17
2008年三季度末	71.03	2294	-1.89	-16.17	-20.62
2008年四季度末	70.32	1821	-0.71	-20.62	30.34
2009年一季度末	78.51	2373	8.19	30.34	24.7
2009年二季度末	86.01	2959	7.5	24.7	-6.06
2009年三季度末	82.72	2779	-3.29	-6.06	17.91
2009年四季度末	89.68	3277	6.96	17.91	-5.13
2010年一季度末	86.37	3109	-3.31	-5.13	-22.86
2010年二季度末	77.14	2398	-9.23	-22.86	10.73
2010年三季度末	86.74	2656	9.6	10.73	—

数据来源:天相投资 制表:朱景锋

理性与冲动的博弈

——对于近期股指期货基差波动的观察与思考

长盛基金金融工程与量化投资部总监 白仲光

回顾过去一个多月的市场变化,在不到30个交易日的时间内,中国A股市场可谓波澜再起。与以往历次市场上涨相同,市场的上涨总是那么令人激动,但不同之处,这次市场波动却多了一个新的观点,那就是股指期货行情的变化演绎。

犹豫

与任何一段行情的波动一样,在行情启动的初期,市场总是显得犹豫与迟疑,人们总会提出很多理由怀疑市场的上涨。附图是从10月8日本轮行情启动以来股指期货价格与持仓量的变化情况,在本轮行情启动的初期几个交易日中,股指期货和现货之间的基差基本维持在30点左右的水平,这个基差水平基本上是正常状态的基差水平,因为正如大家知道的那样,如果基差超过30点基本上就有期现无风险套利的机会了。套利者的存在会将期货的价格水平拉回现货的价格。但在随后期货市场的价格表现却大大

超出了套利者的预期。

高潮

在行情演义到10月15日以后,也就是上证指数突破2900以后,形势似乎发生了微妙的变化,市场到处蔓延着乐观的情绪,不断传来物价上涨的消息刺激着人们的神经,流动性过剩的论调似乎又像以往一样成为支持市场上涨的令人难以质疑的理由。在此,不想探讨人们乐观的理由是否有足够的支撑,只是禁不住要问,通货膨胀真能造就牛市吗?人们在货币恐慌的时候,就一定会冲进市场买股票吗?乐观的人们很快意识到股指期货的杠杆特性,是更容易快速赚钱的工具,越来越多的人冲入期货市场,买入多头寸。

期货价格也开始走出相对独立的行情,近月合约的期现基差由30点起初迅速扩大到80点左右,随后极端情况近月合约的基差甚至扩大到接近150点的水平,长期合约的基差也已经

扩大到了接近400点。

基差扩大意味着什么呢?通过ETF买入多头现货,卖出空头期货,在基差120点时候就可能获得3%的收益,在基差为50点-120点之间利用基差波动滚动操作的套利交易者将获利颇丰,而且重要的是这是无风险的收益,也就是无论大盘向那个方向发展,都能赚钱,套利技术的优劣只决定了赚多赚少的问题。乐观的多头和套利者的博弈反映到市场上就是持仓量的快速上升,特别是隔夜持仓量的上升,由正常的28000手上升到超过40000手。持仓量的上升说明有越来越多的套利资金加入期货空头的行列,当然套利者在建立期货空头的同时也在买入现货,反映到期货市场就是持仓量的持续上升。以11月5日期货的持仓量简单估算,这时候套利者持有的股票的市值应该有50-100亿的规模。这时候通俗点讲,多头们乐观的冲动,恰恰是套利者收益的来源。

结尾

我们再看看故事的结尾,当市场掉头的时候,忽然之间似乎多头们乐观的理由在一夜之间都无影无踪了,基差在两三个交易日内迅速回落,最低时候甚至出现过负的基差,更富有戏剧性的是,压垮多头市场乐观情绪的却是中石油的快速上涨,11月11日盘中伴随着中石油近似疯狂的上涨,现货指数开始回落,在接下来的4个交易日中股指期货主力合约暴跌400点。在这个过程中套利者开始收兵撤退,反映到期货市场上就是持仓量快速回落,当然套利者退出时候毫不犹豫出掉手中的现货,这无疑对本已虚弱的现货市场雪上加霜,之后市场将重归平静。

启示

这轮行情的演义在证券市场上算不上极端,也算不上典型,类似的故事几乎年年都能上演,从权证的疯狂,到

互联网泡沫,尽管故事不同,演绎的时间过程不同,但似乎剧情和结局却惊人雷同。也许原因在于市场是由人构成的,人是有固有的缺点的,做一个理性的人不容易。

再有,记得在推出股指期货之前,

人们曾有过这样那样的担心,现在看来市场金融产品的不断丰富,确实有利于提高市场运行的效率。市场上理性投机力量的壮大与均衡,将更加有利于更好驯服冲动这一魔鬼,减少对市场的破坏。

在过去一个多月间股指期货价格和持仓量变化

