

融资客热捧 5 只 AH 股价倒挂股

农行、招行、鞍钢、平安和建行 A-H 股折价逾 20%，融资余额合计达 13.76 亿元

证券时报记者 李东亮

本报讯 周三，包括中国平安在内的 5 只蓝筹股 A 股股价较 H 股折价维持在 20% 以上。而截至周二，这 5 只股票的融资余额合计达到 13.76 亿元。业界认为，投资者融资 13.76 亿元买入中国平安等 5 只股票的原因虽然不尽相同，但 A 股和 H 股两个市场的比价效应是这些股票遭到热捧的主要原因。

截至昨日，62 只个股同时在 A 股和 H 股上市交易，按当日人民币对港币汇率为 85.6:100 计算，19 只个股存在 A 股较 H 股折价，43 只个股存在 A 股较 H 股溢价。其中，农业银行、招商银行、鞍钢股份、中国平安和建设银行等 5 只个股 A 股折价超过 20%，分别折价 24.05%、22.65%、22.02%、20.89% 和 20.54%。而南京熊猫等 16 只个股 A 股市场价格较 H 股价格高出 100% 以上。

与此相一致的是，农业银行、招商银行、鞍钢股份、中国平安和建设银行等 5 只个股两市融资余额分别达到 8264.79 万元、3.91 亿元、6811.95 万元、7.91 亿元和 4366.52 万元，合计融资余额达到 13.76 亿元。

深圳某券商融资融券业务负责人表示，受融资融券的投资者适当性管理制度制约，目前融资买入股票的投资者主要是资产在 500 万元以上的客户，有些客户的金融资产甚至在亿元以上。作为投资组合的一部分，对 H 股的配置不可或缺。所以，融资炒股的投资者对 H 股上市公司较为了解，中国平安、招商银行等 A 股较 H 股折价超过 20% 的上市公司股票自然受到两融市场的关照。

上述说法也得到上海某券商融资融券



业务负责人的认同。该负责人指出，融资融券市场目前仍是资产大户的市场，此类投资者不仅投资经验丰富，而且投资视野开阔，对香港及欧美市场上上市公司的表现都非常熟悉，并且常常配置海外资产。而中国平安、招商银行等 A 股较 H 股折价超过两成的蓝筹股自然成为这些资产大户配置 H 股的替代品。

不过，也有市场人士表示，跨市场套利的前提是两个市场股价的逐渐收敛，如果 A 股较 H 股折价长期存在，则套利收益未必能实现。但同一家上市公司在两个市场股价存在显著差异，尤其是流动性相对充裕的 A 股较流动性相对不足的 H 股折价超过两成，这种局面确实值得投资者关注。

期指套利应留意成分股异动

浙商期货 潘一诚

沪深 300 股指期货由于其对应指数的特殊地位(基本上涵盖了沪深两市大部分权重股)，以及股指盘中波动大、现金交割等特点，从一上市就成为理想的期现套利工具。从当前主流操作手法来看，期现套利可以分为 ETF 基金套利、基金+股票套利和股票全复制套利。在套利实务中需要注意的一个问题是沪深 300 指数成分股的异动，即停牌、复牌对指数的影响。

从历史经验来看，个股停牌后出现极端行情(涨、跌停板)的情况较为常见。由于股指期货合约价格对于沪深 300 指数具有很高的相关性，两者之间的基差是对指数整体反映的反映。大权重个股的停牌、复牌对指数的拉动往往会达到几个点至十几个点，如中国平安从今年 6 月 28 日开始停牌，至 9 月 2 日复牌，在此期间投资者无法对中国平安股票进行买卖，套利的现货端就不会包含中国平安股票。根据最新的权重数据，中国平安在 300 指数中的权重为 3.75，则意味着如果出现极端行情

情，如涨、跌停板，那么其对 300 指数的影响(以 9 月 2 日 2900 点计算)将达到 10.8 个点，这部分价格异动是无法从现货组合中得到对冲的，体现在期现两部分的价格上就是期货涨幅大于现货组合，两者基差扩大，由于当前的期现套利组合多为买入现货卖出期货，基差的扩大将给套利带来损失。

对于沪深 300 的 300 只成分股来说，每天出现股票停牌、复牌的可能性相当大，因此，投资者在进行套利实务操作时，除了在理论上对两者基差走势要有深入了解外，还要对每日市场上可能出现的异常情况有所准备，上面提到的情况就是在套利中会影响基差走势的一个重要因素。在了解到当天有大权重股票停牌、复牌后，在建仓时对于预期点位需要有一个修正，如预期权重股复牌后出现涨停行情，那么在建仓时要相应的在更高的基差点位进场，这样才能避免在个股价格出现异动时影响套利效果。

期指波动率回落 僵局有望打破

长江期货 王旺

股指期货收益率的波动率是具有投资指导意义的左侧风险指标，投资者不妨加以关注与运用。而从目前市场来看，一个多月的震荡行情使得多空双方较为胶着，期指波动率已大幅回落，市场僵局有望在近期打破。

经典的马科维茨投资组合理论用均值与方差来刻画投资中的收益与风险。其中，方差是指投资组合的收益率的方差，把收益率的标准差称为波动率，反映了收益的不确定性，刻画了投资组合的风险。实际上，期指波动率这一简单的风险量化指标对股指期货的投资有较大的指导意义。

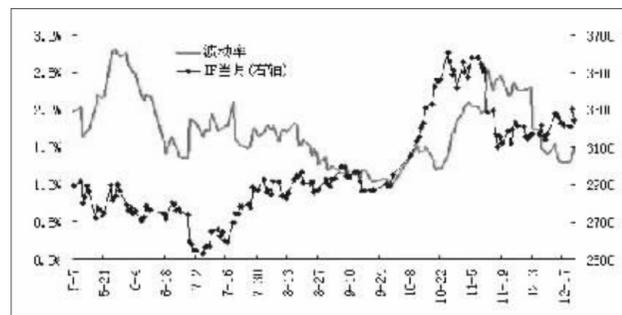
原理上，期指的日收益率波动较小，表明当前市场走势稳定，每天的涨跌幅度变化不大，说明投资者对于当前的走势意见较为一致，多空双方较为稳定。而当分歧达到波谷时，又表明市场走势过于稳定，投资者意见过于一致(乐观或悲观)，这也是一种危险的状态，极为稳定的多空格局一旦被打破，或预示一轮单边行情的出现；相反地，当这一波动较大时，即每天涨跌非常不一致，表明市场震荡，多空双方意见极为分歧，双方展开激烈拉锯，显现出市场风险较大。而当波动率率达到波峰时，说明市场处于一种不稳定的状态，多为市场的拐点处。一般而言，由

于下跌时的波动率较大，所以波动率变大是一个风险的信号。

通过统计发现股指期货当月合约过去 15 日的日收益率(以收盘价计算)的波动率，对后期走势存在较好的预示性与投资指导意义。5 月初开始期指波动率急速上升，是市场风险的一个提示信号，波动率于 5 月 26 日达到阶段顶峰，5 月下旬开始的短暂反弹行情也随之戛然而止，并踏上新一轮新的探底之路。此后期指波动率快速回落并于 6 月 28 日形成阶段性的波谷，投资者情绪也随着数月的下跌一致地显现出过度的悲观，但市场却在随后数日的急速下挫后迅速反弹回升，涨势开始。期指波动率在 9 月 20 日至 9 月 30 日期间构筑了一段时间较长的谷底，不料股指期货随即迎来了单边上扬的“红十月”。11 月 12 日波动率指标再次超过 2.5%，反映出市场风险急剧加大，股指期货几日内大幅回吐至前月过半涨幅的位置。

全国统一客服热线 95579

长江期货成功增资扩股至 2 亿元



套利监测

IF1102 再夺单日期现套利收益峰值

海通期货研究所 姚欣昊

昨日股市和股指期货市场走势仍然偏弱，期指各合约在下午的行情中跌幅大于沪深 300 指数，早盘出现的期现套利空间迅速收窄，但仍存在理论上的收益可能。

具体来看，股市开盘时主力合约 IF1101 基差超过 40 点，然而各合约的基差短暂冲高后便随着大盘的走低而趋弱。其中，次月合约 IF1102 于 9 点 33 分夺得单日期现套利年化收益率峰值 8.78%，至此，期现套利年化收益率峰值已连续第二日由次月合约夺得，且 IF1102 的套利收益曲线连续第二日对于主力合约 IF1101 形成压制，显示当前期指市场对于指数短期的上行空间信心不足。

午后沪深大盘横盘半个小时后出现两波放量杀跌，上证综指低点曾一度探至 2870 点以下，期指各合约早于指数杀跌，且幅度明显大于指数，主力合约 IF1101 基差下跌至 30 点水平，

再度触碰无套利区间边缘，其余各合约的套利年化收益亦明显回落。昨日 IF1102 和 IF1103 的套利收益曲线走势较为接近，分别由上午的 8% 回落至下午 5% 附近，IF1103 的曲线对于 IF1102 形成压制，表明期指市场对于明年第一季度的走势相对更乐观，最远月合约 IF1106 的套利年化收益日内变化不大，在 5% 附近盘整，显示期指远月合约投资者目前仍看多大盘的长期趋势。

昨日各期指合约大致呈现近弱远强的格局，远近月合约之间存在一些跨期套利机会。IF1102 与 IF1101 的价差在 30 到 40 点之间震荡，没有出现开仓信号，最远月合约 IF1106 与主力合约 IF1101 的价差回升至 150 点以上，建议激进的跨期套利者可选择继续持有 IF1101 及买 IF1106 的跨期套利仓位，目标上望 180 点，但不建议持币者在目前的点位入场追涨。

合约	价格	基差	到期天数	无套利区间		套利收益率			
				下界价格	上界价格	下界对应基差	上界对应基差		
IF1101	3236.8	-21.35	30	3174.01	3239.55	41.44	-24.1	无	无
IF1102	3270	-54.55	58	3148.05	3249.72	67.4	-34.27	0.53%	3.35%
IF1103	3305	-89.55	86	3121.62	3261.06	93.83	-45.61	1.13%	4.83%
IF1106	3389.8	-174.35	177	3036.81	3303.89	178.64	-88.44	2.21%	4.54%

合约:IF1101		交易日期:20101222	
持买单量排名		持卖单量排名	
名次	会员简称 持买单量 环比增减	名次	会员简称 持卖单量 环比增减
1	华泰长城 1649 295	1	中信期货 4512 -142
2	国泰君安 1434 -306	2	国泰君安 3412 -573
3	浙江永安 1289 -103	3	广发期货 1749 362
4	鲁证期货 1238 -86	4	华泰长城 1606 -219
5	广发期货 1145 -107	5	中粮期货 1022 -47
6	江苏弘业 1069 795	6	海通期货 798 107
7	中证期货 1018 377	7	南华期货 729 8
8	光大期货 755 56	8	招商期货 663 -183
9	海通期货 735 -272	9	大华期货 656 514
10	南华期货 713 -83	10	中信建投 533 -250
合计	11045 566	合计	15680 -423

机构视点

关注逢低介入交易机会

华泰长城期货研究所 尹波

期指各合约周三冲高受阻而出现回落走势，主力合约 IF1101 成交量较周二出现萎缩，持仓量减少 2055 手至 2.27 万手。根据测算，股指期货四个合约持仓保证金为 103 亿元，较周二减少 9.2 亿元。中金所盘后公布的数据显示，IF1101 前 10 名和 20 名绝对净持仓分别为 4635 手和 3395 手空手，净持仓占比分别为 0.20 和 0.15，绝对净空持仓和净空持仓占比变化不大。

笔者依然建议投资者采取短线交易策略，逢低介入、冲高了结，在周三高位回落，投资者可于后市进一步调整时择机买入。同时，IF1102 具有明显的套利机会，其价差位于 60 点之上时投资者均可择机进场建仓，静待价差收敛。

期指巨幅震荡 方向不明朗

中证期货 刘宾

周三期指市场没能承接周二的强势格局，相反却在周二升水偏大的情况下走势明显弱于现货市场，而且还对现指形成较大拖累。期指午后跳水时最低一度接近 3200 点，虽然之后出现一定反弹，但收盘仍下跌 48 点至 3243.6 点，升水也收敛到 28 点，成交量和持仓量均出现萎缩。技术上，连续三天的大阴大阳的巨幅波动，彰显期指市场分歧较大，而 3300 点上方也显示了较大的压力，下方 3200 点有一定支撑，但强度有待观察，尤其连续的大幅波动导致方向较为不明朗，操作难度也较大，可能导致投资者观望情绪继续增长，因此预计短期震荡的格局可能继续延续。操作上，周三期指未能守住 3250 点，因此多单没有很好的进场机会，建议暂时观望，等待走势明朗后再介入。

期指上市 8 月，套利机会频繁出现

期现套利最高年化收益达 60%

中证期货 谭清 周晋

股指期货上市已经有 8 个月左右的时间了，随着期现套利机会的频繁出现以及投资者对套利模式的熟知程度增加，期现套利已逐渐成为市场认可并成为许多投资者关注的焦点。预计期现套利在未来一年内的机会还将频繁出现，套利投资者只有做好期现套利的风险控制，才能实现丰厚收益。

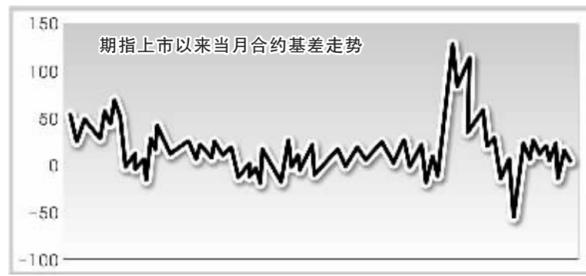
套利机会频现

就 2010 年的期现价差走势而言，总体是处于相对平稳的震荡态势中。期现价差(当月合约-现货价格)在期指刚上市时的半月内一直在 50 点左右位置高位震荡，随后在首次进行主力合约换月后，价差开始探低，呈现相对平稳的震荡走势。在 10 月初至 11 月中旬之间，在股市向好的情况下，期现价差突破前期高点，套利机会也猛增，此期间单次套利年化收益率可达 60%。之后伴随股

市回调，期现基差下落到 10 月中旬前的水平并窄幅震荡。

截至目前，随着股指期货平稳运行以及逐步成熟，其与沪深 300 指数的同步性以及相关性逐步增强。归根到底，当月股指期货合约价格是基于一现货价格加上期现价差，与市场中的看涨与看跌期望有关。在沪深 300 处于上涨通道时，人们期望后市继续上涨，故期现价差也自然上涨，反之亦然。就 2010 年的走势来看，在单边市中，套利机会较多；而在震荡市中，套利机会则相对平稳。

对最近一季度以来的当月合约期现套利收益率进行总结发现，8 月份、9 月份以及 10 月份的期现套利理论年化收益率分别达到 36.96%、31.32% 以及 60.46%；尤其是 10 月份，套利收益率高，套利空间大，参与人数众多，可以说是股指期货上市以来的套利黄金月。根据中证期货研究部长期跟踪期现套利的模拟



套利产品收益，截至 12 月 13 日，收益率达到 7.18%，年化收益率达到 23.92%。

莫忘风险控制

可以说，经过了半年套利战场的战火洗礼后，套利投资者得到了一定的锻炼，其中 10 月份的行情让所有套利投资者印象深刻，而该段行情更是凸显了套利所需注意的风险控制问题。10 月中旬以来期现价差一路走高，由于期现价差套利并不是完全的无风险套利，投资者必须要做好资金管理。通常这种逆向波动一般来说有两种应对方法，一是止损，二是预留足够的保证金。而事实上，市场上很多套利者并没有设置一定的止损点位，在此情况下做好资金配置就显得尤为重要。具体而言，套利者可以根据股指期货当月合约最近一周或者最近两周的最大涨幅为依据来进行资金配置。

另一方面随着当月合约的价格走高，期现价差套利的持仓成本也会随之增加，并且持仓期现价差也必须进行一定的调高以保证套利的安全性以及盈利稳定性。

总体来说，期现套利在未来一年内的机会还将频繁出现，套利投资者只有对今年期现套利过程中出现的问题进行总结，吸取经验教训，做好期现套利的风险控制，才能在下一年的期现套利中实现丰厚收益。