

STOCK & FUTURES MARKET CO-MOVEMENT: A BALANCE GAME



股期联动： 平衡游戏下的投资利器

文_刘超 责任编辑_张丽

顺势而为，在投资市场多元化的发展趋势下，其言语上已经让投资者明晰，投资已不能仅关注单一市场，或许多方位的权衡才能在波澜不惊中找准机会，撒网收获。

股市、期市经济周期

宏观经济运行中最重要的两个指标：一是经济增长率，二是通货膨胀率。如果说股市是经济增长的“晴雨表”，那么以大宗商品价格为标的的商品期货市场就是通货膨胀的“晴雨表”。由于期货市场特殊的交易机制（保证金、多空双向等），并且参与者目标各异，不仅包括短线投资者，还包括套期保值者和套利者，因此期货市场具有“价格发现”功能。实际上，美联储在预测通胀时十分重视期货市场发出的信号。

在内生经济增长以及政策的作用下，经济增长和通胀以各自的规律上下波动，于是产生了经济周期，即衰退、复苏、过热和滞胀四个特征明显不同的阶段。根据美林证券的研究结果，不同类型的资产在不同经济周期阶段的收益差距非常显著。在经济复苏阶

段，股票资产的表现最为良好，此时经济处于转折向上的过程，而通胀水平并未出现上升，政府也不会采取紧缩性的政策来进行调控，2009年以来的中国股市即是如此。而在通胀上升、经济出现向下调整的滞胀阶段，股票收益表现最差，此时最优的选择是持有商品资产。在经济向下同时通胀向下的衰退时期，债券资产收益表现最好；而在通胀水平和经济同时上升的阶段，依然是商品表现最好。

虽然在各个不同的经济周期阶段，股票和商品的表现存在差异，但在某一阶段（比如复苏、过热阶段）或具体板块方面，股票和商品的联动却日益明显。两个市场之间的差异表现在：早在2007年10月，股市已经见顶，而国内期货市场继续高歌猛进，直到2008年6月才见顶，也就是说，在滞胀阶段两者的走势甚至是相反的。2008年下半年，股市继续下跌并率先触底，商品市场则出现崩溃式下跌，两者走势差异仍存。2009年前三季度，中国经济进入复苏阶段，此阶段沪深300指数上涨65.3%，文华商品指数上涨27.1%，仍然验证了复苏阶段股票表现最好的结论，期间有色金属、钢材、白糖等品种与股市相关板块之间保持了较强的联动性，这就是股市和期货市场关系中的“大异小同”。

因此，在实际投资过程中，一方面要在宏观上了解经济周期的规律，对当前所处的经济周期阶段、不同阶段股市和商品表现的差异有清醒认识；另一方面，又可以运用局部的股期联动来把握投资机会。

股期联动的机理与操作

股期联动主要是指与商品期货密切相关的上市公司股票与期货价格表现出的同涨同跌的特征。

目前,国内期货市场上的品种已达23个,而焦炭、生猪等也将陆续推出,这一方面为相关企业提供了套期保值、规避风险的工具,另一方面对我国建立大宗商品的国际定价权也有重要意义。由于期货市场具有“价格发现”功能,其在引导商品价格走势方面起着越来越重要的作用,而相关上市公司的主营业务与商品价格密切相关,尤其是在金属、能源化工领域,一旦商品价格走高,上游上市公司的收入必然增加;反之,当商品价格大幅下跌时,这类企业的利润也大幅缩水。另外,商品价格对下游消费类企业的成本构成一定影响。但是在农产品领域,股期联动程度却有差异,如果是因为自然灾害导致企业减产,那么商品价格将上涨,但这对上市公司的盈利影响将大打折扣,如果是其他不影响企业产量的原因导致商品价格上涨,则对公司股价构成利好。值得注意的是,商品类股票更多的仍然与大盘走势密切相关,共同受到各种宏观因素的影响,尤其是在系统性风险仍较高的国内市场。

实际操作中,需要注意股票和期货在交易机制上的区别,股期联动的分析与操作方式主要有:

1. 充分运用期货市场的价格信号。交易时间上,国内期货市场上午9时开盘,比股市早半小时,此时可根据期货市场的表现对股市相关板块的走势进行预判,包括有色金属、黄金、钢铁、能源化工等板块,甚至可以利用股指期货仿真交易的开盘情况对股市的开盘作出预判。

2. 运用期货市场的做空机制对股市相关板块进行“交叉套期保值”。比如2008年下半年,铜板块的跌幅达到60.4%,而期间铜价的跌幅达到62%,如果我们在持有铜相关股票时同时卖出铜期货,即使不运用期货的保证金杠杆,期货上的盈利也可以弥补股市上的亏损。这种情况对处于限售期的上市公司股东来说尤为重要,它可以使其持有的股份不随商品价格的下行而贬值。

3. 判断方向,两个市场同向操作,这是运用最广泛的操作方式。如果2008年中期我们坚决看空铜价,在卖出铜相关股票的同时做空铜期货,结果将获利巨大。同理,2009年上半年,股市和期货市场同时上涨的过程中,沪铜指数与铜行业指数的相关性达0.927,如同向操作,股票与期货则获利不菲。

4. 商品价格的的不同表现还可以为选股、盈利预测提供参考,比如2009年前三季度的铜、铝、锌价格的涨幅分别为101%、28%、52%,而根据申万三级行业指数,对应的行业板块表现为190%、114%、145%,孰强孰弱一目了然。在同一行业内,能够合理运用期货进行套期保值的上市公司(包括生产商、消费商、贸易商等)经营更为稳健,尤其是商品价格剧烈波动时表现更为明显。

5. 期货市场有时也要看股市“脸色”。由于股市走势反映了投资者对未来经济增长的预期,而这也将对商品需求产生影响,因而我们经常可以看到:当股市当天大涨或大跌时,期货也会走出一波行情。

锁定股期联动标的

总体来看,笔者对四季度的商品市场保持谨慎乐观,如果在更长期的视野(比如未来6个月)来看,四季度可能是一个很好的买入时机,理由如下:

1. 从经济增长的角度来看,近期无论是美国还是中国,各项指标尤其是经济先行指标均显示经济已经走出衰退的阴影,复苏进程超出预期,经济增长也将对大宗商品价格构成正面影响。

2. 从流动性的角度来看,随着经济复苏进程的加快,各国政府有逐步减少经济刺激力度,甚至通过加息回收流动性的冲动。笔者认为,前者或将在四季度成为现实,而后者则为时尚早。因此,较为充裕的流动性将为市场提供宽松的环境。

3. 从美元走势来分析,财政赤字、贸易赤字将使美联储有保持弱势美元的冲动。美国仍处在通缩的区间,低利率的状况将会维持,低利率导致美元成为息差套利交易的融资货币,对美元形成压制。从风险偏好来看,经济增长的超预期也降低了避险需求,只有市场预期美联储加息时,美元才会由弱转强,这很难在四季度出现。所以,四季度美元的弱势将对商品构成支撑。

4. 从经济周期的角度看,目前全球经济仍处于复苏阶段,复苏阶段之后是过热阶段。在过热阶段,企业生产能力增长将不如复苏阶段那么强劲,开始面临产能约束,通胀抬头。中央银行加息以求将经济拉回到可持续的增长路径上来,此时的GDP增长率仍坚定地处于潜能之上。虽然我们不能判断过热阶段来临的时间,但过热阶段终要到来,而在过热阶段,商品将有很好表现。以上判断的风险主要是经济增长再次陷入停滞,或者各国央行回收流动性过早,我们认为这样的概率微乎其微。目前,商品市场处于上下两难,主要原因是先前的上涨已经在一定程度上反映了经济增长的预期,并且一些产业还面临产能过剩的压力,四季度可能延续“以时间换空间”的走势。

笔者认为,2009年第四季度应该关注的投资机会有:

1. 金属板块方面,钢材期货价格启动于6月初,涨势一直延续到8月初,其后一路下跌,跌幅达25%,而股市中钢材板块的走势与期货价格走势如出一辙。随着房地产投资的进一步回升,钢材的供需态势将由产能过剩向供需平衡转变,并且铁矿石成本下降的空间不大,这将支撑钢价。因此,把握机会做多钢材期货和钢材板块可能会有不错的收益。相对来说,有色金属上有高库存的压力,下有成本支撑,四季度难有较佳表现,而有色金属股票高估值也限制了其上涨空间。

2. 能源化工板块方面,虽然原油价格近日创出新高,但更多的是受美元贬值的提振,需求并未明显好转,所以大涨可能仍需等待,况且石化板块与能源价格的相关性并不高。但是在一些细分板块,比如LLDPE、PVC等,在需求转暖、原油提振、成本支撑等因素的影响下,这两个板块或有较好表现。

3. 农产品板块方面,近期棉花价格一路上行,新农开发等股票也创出近期新高,短期仍可关注。8月上旬由节假日备货以及外盘暴涨引领了白糖价格的上涨,南宁糖业等股票也跟随上行,而四季度旺盛的消费可能使糖价保持相对强势。但整体来看,农产品期货价格与农业板块的联动程度有限。MCE

有一天,当一个德克萨斯的石油勘探者不远万里跑到上海来告诉你:他们在德克萨斯州发现了大油田,希望你加入其中,这将是一笔大买卖时,你会怎样抉择?相信大部分人都不会激动得恨不得马上从银行取出现金递给这个给自己带来“好运”的美国人,但精明的巴菲特却不会,他认为:德克萨斯州内到处都是石油投资人,为何他们不去找这些人呢?

巴菲特总是喜欢把这个故事告诉那些追涨杀跌,喜欢听信“内幕消息”的投资者,告诫那些企图一夜暴富的人们:要恪守常识。

“具备常识商数的投资者”——这是被誉为“债券之王”的比尔·格罗斯在华尔街经历金融危机后提出的新名词。根据多年经验,他总结出一个结论:成功不只是需要高智商,更需要有“常识商数”(Common Sense Quotient)。所谓的常识商数(CQ),指的不仅仅是吸收信息和按照需求利用信息的能力,还代表在面对独特的环境或背景时,所具备的分析和应变能力。这件事有道理吗?如果没有道理,便会进一步追问:那么有什么事件可能会改变它?它会发生在什么时候?

在投资的世界中,时间总是可以揭穿那些看似拥有高智商,但CQ经验值不高却又装作很有经验的投资者。日本房地产价格在1990年达到了耸人听闻的高位,当时日本皇官地块的价格相当于美国加利福尼亚所有房地产价格的总和,这显然不是常识所能够解释的。泡沫破灭后,日本整个国家的财富缩水了近50%。

70年代的能源危机、80年代的日本房地产泡沫、90年代的两伊战争和亚洲金融危机,有时候我们必须认识到危机是不可避免的,但历史形成的常识是美国的股市依然扶摇直上。华尔街传奇的投资者——谢尔比·戴维斯总结道:关于市场危机,历史为我们提供了一个至关重要的观点,“他们是不可避免的、痛苦的,但最终也是可以被市场克服的”。知道了危机不可避免,但股市从长期来看一直是向上发展的常识后,聪明的价值投资者还要以长远的眼光去战胜短期的业绩诱惑,因为认识到短期的表现不佳是不可避免的,同样是一种常识。

20世纪末,美国股市在网络股、科技股的推动下使牛市达到顶峰,但是巴菲特始终

没买一只这类股票,1999年成为巴菲特历史上投资业绩最差的一次,但是在网络股泡沫破灭后,股市连续三年的跌幅超过50%,而巴菲特这三年赚了10%,也就是说他60%的回报率远强于大盘。

聪明的巴菲特没有搅网络股的浑水,作为价值投资者他更愿意明明白白地赚钱,坚守自己的常识领域。换言之,就是只在自己能够理解的行业里投资,因为在里面我们能够读懂更多的常识。投资客罗杰斯坚信人们应该投资自己熟悉的行业,“关键是要做熟,不要去看股评,也不要相信你的股票经纪人的话,他们不一定懂得更多的常识。”罗杰斯说,“态度非常重要,坚持自己的信念,一旦决定就高举买进。”他认为这样的投资理念才能够获得成功。因此,他奉劝中国投资者不要去盲目地凭借所谓的内幕信息去炒ST股票。知名地产商冯仑曾号召大家要“听奶奶的话”,“奶奶的话”是什么?没错,就是常识。无论市场大悲或者大喜,我们都应从常识的角度去独立思考,都应该恪守基本常识,坚持长期价值投资理念。·本文由国泰基金管理有限公司提供 **MCE**

投资也需要“常识商”

文_范恩洁 责任编辑_张丽

“COMMON SENSE” IN INVESTMENT

金融海啸一周年过去了，S&P500指数在2009年第一季度触底后，至今已反弹走升将近60%，且景气持续向好正是美股上涨的最大支撑动力。连美国都已经在恢复元气当中，更不用说本来就最为蓬勃发展的新兴市场了。

既然谈到了本次的金融海啸，笔者想利用一点篇幅和大家分析最近几年来影响全球金融市场，乃至中国股市涨跌的背后因素。总体来说，从2003年到2009年的第三季度，全球股市走势基本上分为两个阶段：第一阶段是从2003年到2007年，当时全球市场的涨跌和一个名词最为相关——金砖四国（指的是巴西、俄罗斯、印度和中国），这四个国家经济起飞、股市大涨的原因各有不同，巴西和俄罗斯的天然资源丰富，当时原料价格疯狂上涨对于这两个国家的股市与社会结构转型产生了很大幅度的正面影响；中国和印度则受惠于制造业的崛起。说起

印度，很多人都知道2009年奥斯卡最佳影片《贫民窟的百万富翁》，片中令笔者印象深刻的场景是在一个黑漆漆的大房间里摆了一二百台计算机，每台计算机前面的工作人员都非常认真地在用耳机说话。事实上，这正是外资企业在印度设立的客服中心之一，几乎所有全球重要的IT企业都在印度设有工厂以及分支机构。在外资的推波助澜下，加上内需的大力推动，印度的房地产与股票市场一飞冲天。新兴市场蓬勃发展的同时，成熟市场企业更是最大的直接受害者，从2003年到2007年，几乎所有的新兴市场与成熟市场的股市都呈现轮番大涨的局势。到了2008年，由次贷所引发的金融海啸导致了全球股市的急挫。2009年的今天，虽说次贷阴霾仍未完全散去，但套用电影《肖申克的救赎》当中的一句经典台词：“希望是美好的，也许是世间最美的，而美好的事物永不消逝。”我们不要因为一时的外在冲击而丧失了内心对长

期投资的坚持渴望，2009年以来，中国股市的大幅反弹更加印证了这一点。

也就是在中国大陆股市已经反弹了40%、60%，甚至80%的时候，有投资者疑问：为什么大盘指数反弹了这么多，个股却上涨力度不大呢？殊不知大盘指数和个股的涨跌事实上是两回事。如果你不知道要怎样选择股票，或是你想一次投资所有优质的上市公司，那你就干脆投资指数基金以及ETF并且长期持有，把这项投资当做你的核心资产配置。身为新兴市场的一员，中国股市指数长期向上的发展趋势不会改变，只要耐心持有指数基金以及ETF，自然就可以分享中国经济长期繁荣发展的果实，同时降低了选择个股上的较高风险。理财其实可以很简单，笔者一直认为，唯有把自己体验过的经验与教训拿来和大家分享，才会具有说服力，也才能够真正打动人心。· 本文由友邦华泰基金管理有限公司提供 MCE

找寻自己的财富方程式

文_范嘉楠 责任编辑_张丽

FINDING FORTUNE'S
FORMULA OF YOURSELF

她是近期国务院第二批“千人计划”的一员，是目前国内公募基金领域唯一一位获此殊荣的投资经理人；她丰富的海外量化投资实战经验在加盟富国基金后，将对富国量化投资起到“四两拨千斤”的功效；她是亚洲地区市场定量研究的先行者，她就是富国基金另类投资部总经理李笑薇。

量化投资的核心仍是“人脑”

尽管量化投资在海外发展已有30余年，由于种种原因，目前这一投资方式在中国尚处起步阶段，对于量化投资也存在诸如“量化就是模型决定一切”、“量化是完全由计算机选股”被动投资等较片面的认识。

李笑薇表示，量化投资的核心是模型设计，“模型决定一切”的说法只能说是部分正确。当一个模型已经设计好之后，模型所产生的交易单的确需要严格执行，只有在特殊情况下才能对其进行修改。但是量化投资的核心是模型的设计和建设，而人脑无疑是这一过程中的关键。人对市场的理解、对模型构建的了解、对模型在市场中应用的经验是搭建一个完美“黑匣子”的最关键。此外，不同的市场以及同一个市场的不同阶段对应的投资模型是不一样的，所以模型从开始设计到最后应用要经过不断修改，这是最难的问题，这需要对市场以及模型有足够的理解。定性投资人和定量投资人看待市场的角度不同，比如一个定量投资人可能会先对市场投资人的总体结构感兴趣，当他知道在中国香港地区80%以上的投资者是机构投资者人，而在中国内陆80%—90%是散户投资人时，他会感觉得到了一个非常有用的信息，他可以

据此对哪些因素可能分别在两个市场中所起的作用做个推测。

与定性投资不同，模型设计不能光凭经验和直觉，它必须要有一个科学求证的过程，这是个严谨、耗时的过程，需要使用大量历史数据。在美国通常会回头看30年，在A股市场上我们看3年、5年或者10年，我们会区分牛市、熊市以及波动市的情况。如果一个信号在各种市场情况下都表现良好，它就是个很有效的信号。

量化投资在中国发展广阔

从1971年巴克莱投资管理公司发行世界上第一只指数基金至今，定量投资在海外的的发展已有30多年，1970年定量投资在海外全部投资中占比为零，到2009年，定量投资在全部投资中占30%以上，其中指数类投资几乎全部使用定量技术，主动投资中大约有20%—30%使用定量技术。从2000年到2007年，美国定量投资总规模翻了4倍多，与此相比，美国共同基金总规模只翻了1.5倍。

量化投资领域的传奇人物为詹姆斯·西蒙斯，据统计，詹姆斯·西蒙斯管理的大奖章基金在1989年到2006年的17年间，其平均年收益率高达38.5%；而“股神”巴菲特过去20年的平均年回报率为20%。从1988年成立到1999年12月，大奖章基金共获得2478.6%的净回报率，超过第二名索罗斯的量子基金1倍多。

截至2009年6月30日，中国定量投资规模总量大约187亿元，在全部基金管理规模中占比仅0.6%。可以说量化投资在中国目前还是一块需要开垦的新领域，未来发展空间非常大。那么这一投资方式是否会因为中国市场的种种特性而水土不服呢？李笑薇认为，投资方式本身没有问题，问题在于是否能将这种方式用得好。比如针对“政策市”，定量投资中可以通过主题均衡减少政策风险。另外，如果一个定量投资人对某个政策方向有很大把握，他也可以通过形成一个针对该政策的因子来获取超额收益。针对中国市场以散户为主的现象，在国外有用的因子在中国未必有用，但在国外没用的因子却可以在中国发挥很大作用，尤其是那些针对散户投资的心理因子。·本文由富国基金管理有限公司提供 [MCE](#)

量化投资试行者

文_张哲 责任编辑_张丽

QUANTITATIVE INVESTMENT TRIAL

对于嘉实主题精选基金经理邹唯来说，提前减仓带来的压力伴随了他近两个月时间，排名一度下滑了100多位。尽管最终市场的调整证明了他的前瞻性判断，使他以10.47%的正收益夺得第三季度业绩冠军，但回头来看，他仍然心有余悸地感叹：“踏空远比套牢所承受的压力还要大。”

为什么减仓

6月中旬，仅用了较短的时间，邹唯就把嘉实主题的仓位从九成砍到了五成左右，是什么原因让2008年底就一路做多的邹唯心生警惕，在别人都加仓的时候断然转向防御？“其实，在2008年年底刚开始做多的时候，我就已经酝酿着要转向防御。”当时的邹唯很模糊地感觉到，包括中国在内的全球经济体，不约而同地采取了凯恩斯主义的宏观政策，但仅靠政策的解围并不代表真实的社会总需求将要复苏。基于这些事实，邹唯预计信贷超常规投放状况将在2009年下半年受到控制，市场流动性要弱于上半年。

靠什么坚持

人都有先入为主的习惯，总会过滤掉与自己判断不相符的信息，在投资中导致一条路走到黑。而通过证伪的方法，不断寻找外界的信息来证明自己是错误的，就可以避免走错路，而如果找不到用来证伪的事实，就应该坚持自己的假设。而后的事实证明，房地产交易量的确一路下滑，信贷增速也在2009年6月份见顶，市场调整最终在7月底如期而至，由于提前减仓，并将持仓结构完全转向防御，嘉实主题在第三季度取得了相对

大盘16%的超额收益。

投资就是这样，要么永远比大部分人更悲观，要么永远比大部分人更乐观。在邹唯看来，投资最忌讳的是线性思维，什么叫线性思维？邹唯拿笔在纸上画了一条斜线代表指数，指着2000点说：“市场涨到2000点，你根据众人的情绪和经济数据，像调盈利预测一样慢慢往上调预期，这样永远没有超额收益，因为你的看法和别人是一样的。”他用笔从2000点画了一条箭头直指2500点，邹唯表示，“要想有超额收益，一定要有跳跃式思维，当别人认为会涨到2300点的时候，我通过自己的判断认为会涨到2500点。但当大盘涨到3000点，别人认为会涨到3400点，我就比别人悲观了。”永远比别人先行一步，这才是邹唯眼里超额收益的来源。

用什么“下棋”

主题投资实际是一个由繁到简、由简再到繁的过程，是比行业配置更高级的方法论。主题投资就是从经济趋势甚至社会趋势中提炼出高度概括性的主题，然后将其延伸到相关的行业进行投资。一个好的主题就像一根具有决定因素的主动脉，让你在纷繁复杂的经脉中可以纲举目张，找到许多由它

供血的小经脉。所以主题越高度抽象化、涵盖面越广，它的生命力就越强，因为它涵盖了代表社会上众多现象的趋势。说回到投资上，主题投资就是提炼那些影响经济发展和企业盈利的关键性因素，将它与经济和市场趋势融合，然后再按照主题的脉络延伸到与它相关的行业中，这样可以减少投资上的盲点，看得更深、更广，投资起来也会拿得更久、更坚定。以新能源主题为例，邹唯不局限于将它看作政策驱动的结果。“为什么搞新能源，它的背后是能源价格高，能源价格高的背后又是以中国为代表的制造业需求。新能源代表的趋势就是看好中国和新兴市场国家的工业化发展前景。对美国来说，则是要找到新的经济增长点。”因此，从新能源主题中，邹唯看到了中国经济的发展趋势仍然向好，就这个主题本身，他认为将会长期存在，未来几年都会盯住不放。而对于三季度以来邹唯坚持的避险主题，他坦言四季度还会坚持。“支持避险主题的房地产交易量低迷、信贷收缩等四季度还将延续，而美国经济复苏和中国微观企业盈利状况仍不明朗，M1、M2的掉头随时可能发生，除非这些假设中的某一个被证伪，否则我会继续坚持避险主题。”·本文由嘉实基金管理有限公司提供 MCE

敢于踏空的投资标杆

文_余喆 责任编辑_张丽

INVESTMENT BENCHMARK
OF MISSING ONE STEP