



中性策略专场

融资融券引发投资新思维

中信证券研究部

金融工程及衍生品研究

胡浩

二零零八年七月 大连

目录

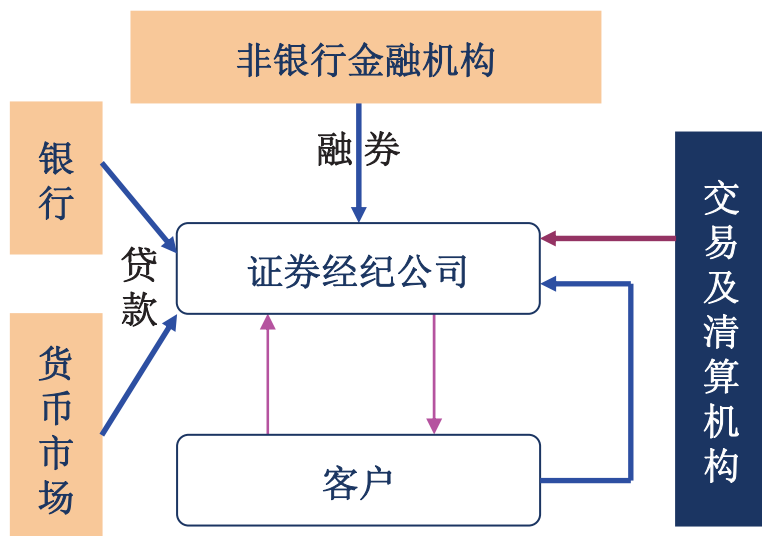
- 融资融券制度解读
- 卖空机制对证券市场的影响
- 多/空策略与市场中性策略
- 开拓思维，勇于创新

融资融券制度解读 (1/3)

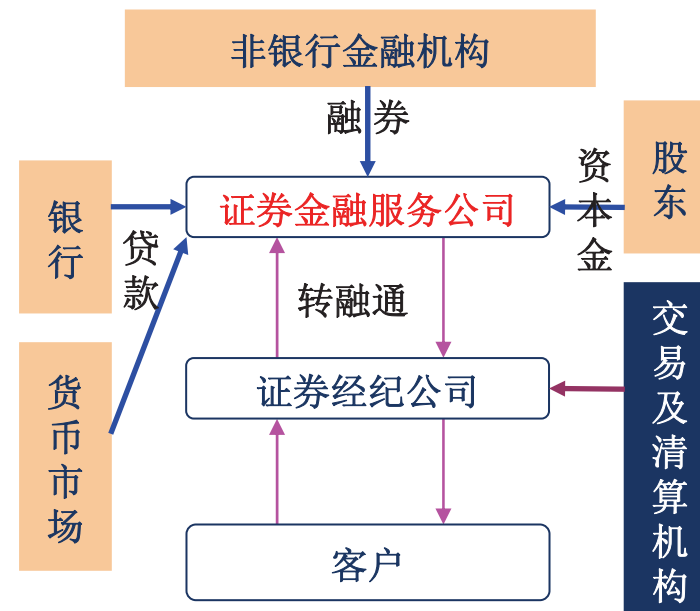
■ 融资融券交易可以划分为三种模式

- 分散授信
- 集中授信
- 双轨制

分散授信模式



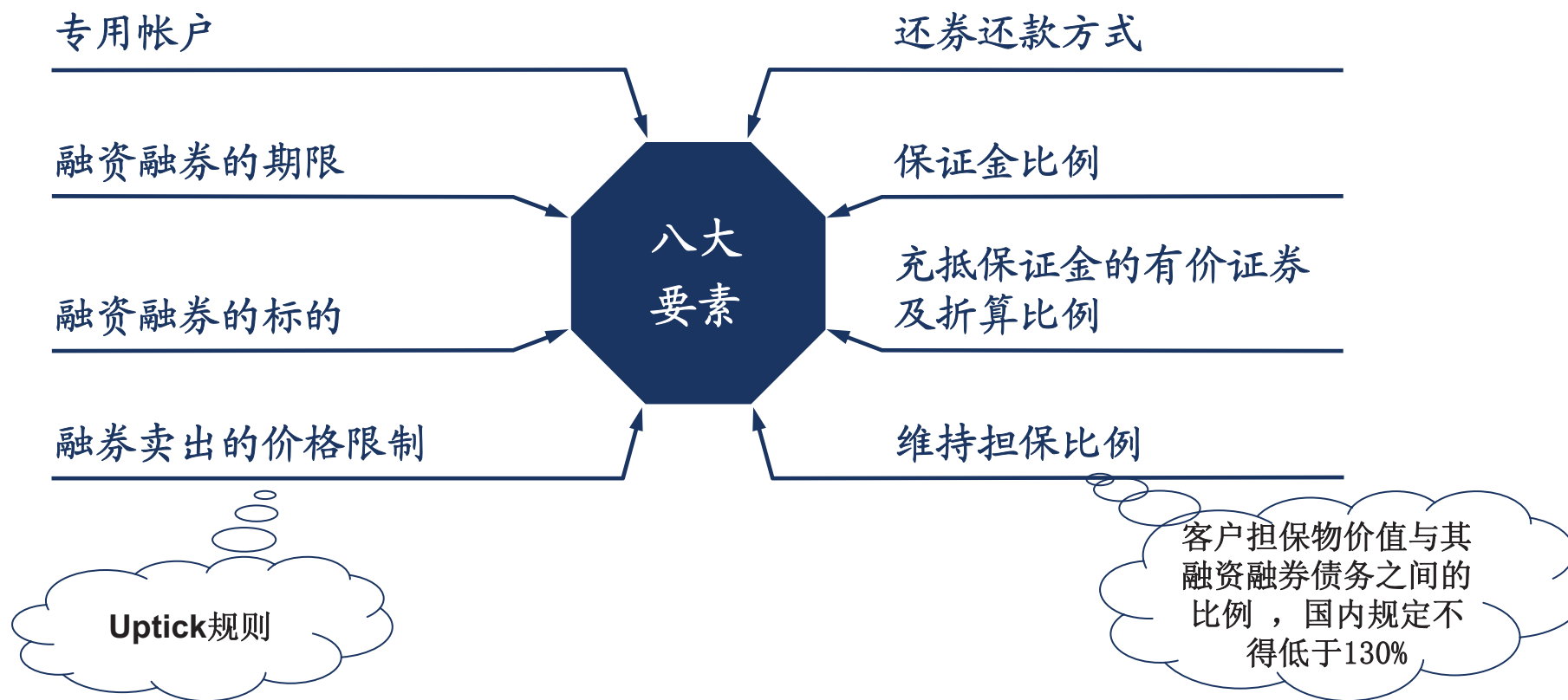
集中授信模式



融资融券制度解读 (2/3)

■ 融资融券八大要素

- 专户专用；限定股票，限定期限
- 保证金交易，限定抵押品的折算比例



融资融券制度解读 (3/3)

- 融资融券最重要的是带来了卖空机制，下面给出了卖空股票的收益结构

收益来源	收益	贡献	假设
空头头寸利润	500,000	25%	10元/股卖空20万股XYZ Co, 7.5元/股回购
卖空收益再投资	30000	1.5%	将卖空所得200万元以1.5%的收益率投资于央票
融券成本	(5000)	-0.25%	0.25%的融券成本
空头分红支付	(20,000)	-1%	假定分红率1%
保证金成本	(15000)	-0.75%	资金成本2.5%，保证金比率130% $(2000000 \times 130\%) + 2000000 = (600000)$ 净保证金成本 = $(600000) \times 2.5\%$
总收益	490,000		
总收益率	24.5%	24.5%	$490,000 / 2,000,000 \times 100\%$

- 卖空机制同样蕴涵着风险
 - 无限损失
 - 逼空
 - 借券利息和保证金

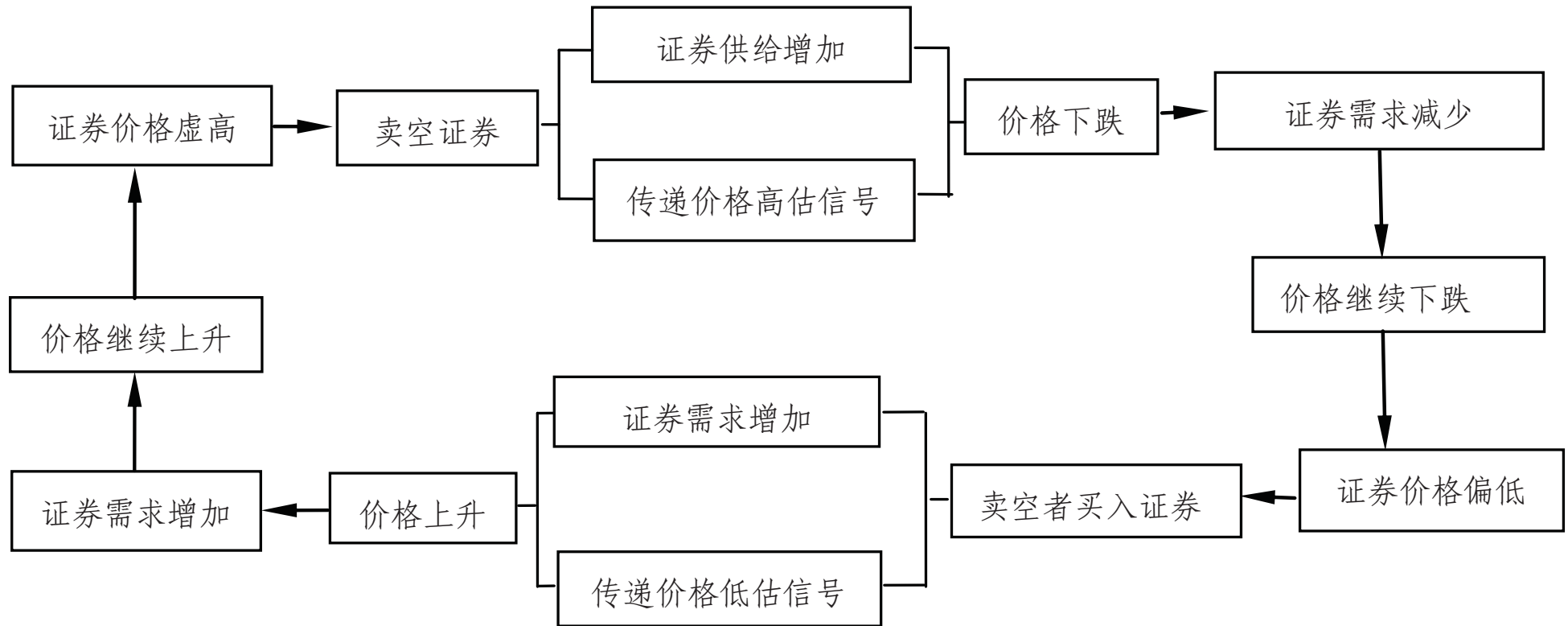
目录

- 融券融资制度解读
- 卖空机制对证券市场的影响
- 多/空策略与市场中性策略
- 开拓思维，勇于创新

卖空机制对于现货市场的影响

■ 卖空机制的引入可以一定程度上平抑现货市场的波动

- “示范效应”
- 增加供给



卖空机制对于期货市场的影响(1/2)

■ 各地区推出卖空机制的时间具有较大差异性

各国卖空规定及股指期货推出的时间表

国家	卖空规定	相关股指期货	上市时间
美国	仅在前一成交价上涨时可以卖空。	SP500	1982.4
澳大利亚	上世纪 80 年代中期前禁止。	AOI	上世纪 80 年代
芬兰	1995 年 5 月前无卖空机制。	Finnish FOX	1988
德国	1994 年前，银行禁止借券给顾客用于卖空。	DAX	1990.12
英国	股票下跌后仍允许卖空；可以在 T+3 日交割或借券卖空。	FTSE100	1990.9
瑞典	1991 年 8 月前禁止。	-	-
日本	1954 年日本通过了《证券交易法》，在规范了之前的买空交易的同时，还引入了卖空机制。	NKY	1988.9
韩国	允许机构投资者通过 KSD 互相借券卖空的机制。	KOSPI200	1996 年 5 月
香港	1994 年前禁止；1994 年 1 月港交所会员可以对恒生指数 33 只成分股中 17 只卖空；1996 年 3 月，可以对所有挂牌股票卖空。	Hang Seng Index	1992.4
台湾	1962 年 2 月推出信用交易制度，允许投资者进行卖空交易	TWSE	1998.7
新加坡	1994 年前禁止。	Strait Time Index	2000.7

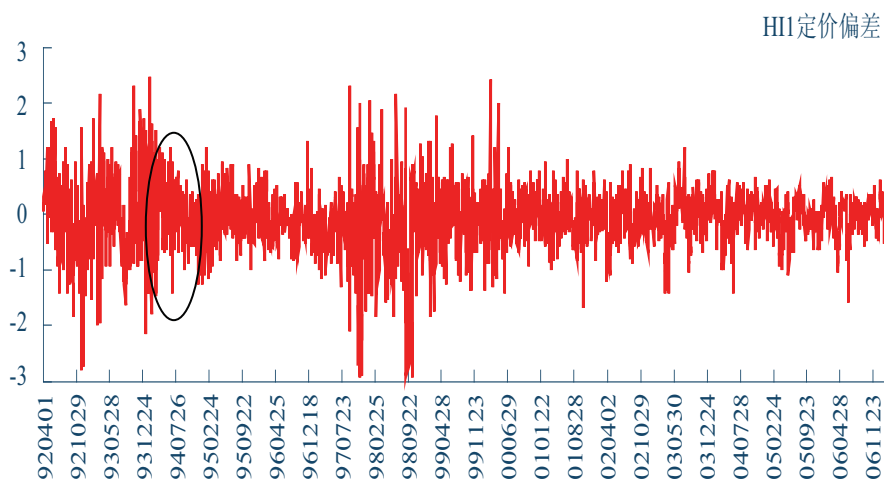
资料来源：中信证券研究部整理

卖空机制对于期货市场的影响 (2/2)

■ 卖空机制的存在可以提高股指期货的定价效率

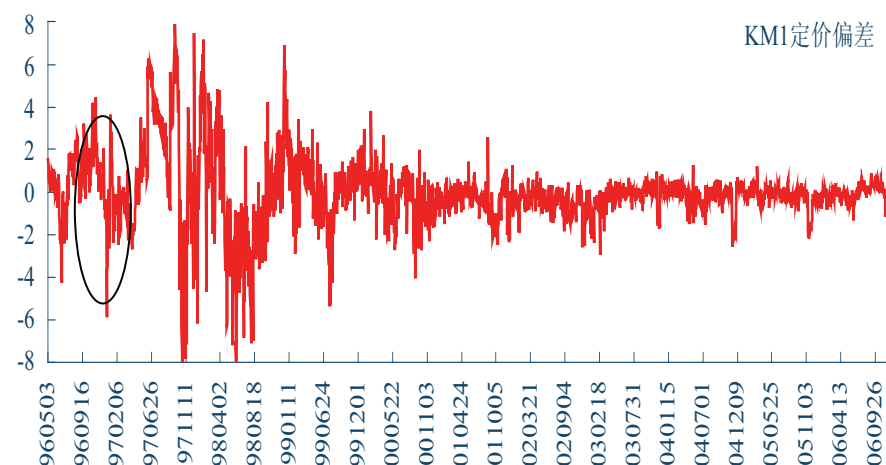
- 卖空机制的存在可降低股指期货的折价水平
- 卖空机制的不断完善可以降低错误定价的比例
- 卖空机制的存在可降低期货定价偏差，但幅度相对有限

香港HSI指数期货近月合约定价偏差走势



数据来源: Bloomberg

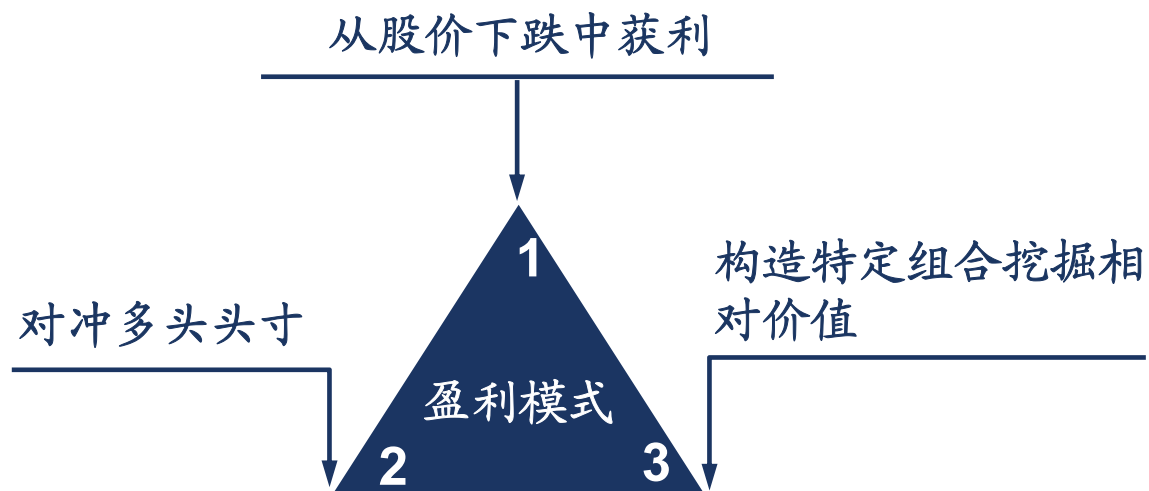
韩国KOSPI2指数期货近月合约定价偏差走势



数据来源: Bloomberg

卖空机制对于交易策略的影响(1/2)

- 卖空机制改变了证券市场的盈利模式



卖空机制对于交易策略的影响（2/2）

- 卖空机制催生新的交易策略，广泛应用于对冲基金、专户等

策略	如何做空
	相对价值策略
转债套利	买入转债（内含购权被低估的）卖空正股
市场中性	构造成对/组交易，获取两个/组股票或行业之间的相对价值
资产结构套利	买入卖出同一标的股票的不同证券，挖掘公司股权和债券之间的不正常定价
	事件驱动策略
并购套利	以一定折扣买入被收购公司，按市价卖出收购公司，到并购交易结束平仓
	方向性策略
多/空策略	卖出股票或指数对冲方向性市场风险，管理组合风险暴露净头寸
空头基金	单边卖出某些特定股票，亟待股价下跌获利

回到国内，更应该关注融资融券引发的投资新思维

- 判断国内融资融券制度的影响，除了关注以下四个方面外
 - 将改变目前证券市场的“单边市”现状，提供流动性
 - 有利于完善股指期货市场的定价机制
 - 将拓宽证券公司的业务范围，增加经纪业务
 - 可能提高部分蓝筹股的估值水平
- 更应该关注融资融券引发的投资新思维
 - 多空策略
 - 市场中性策略
 -

目录

- 融券融资制度解读
- 卖空机制对证券市场的影响
- 多/空策略与市场中性策略
- 开拓思维，勇于创新

多/空策略介绍

- 起源于Jones模型，05年HFRI统计1万亿对冲基金中30%运用该策略（130/30基金）

- 通过做多、做空和适当的杠杆相结合来追求最优的风险调整后收益
- 关键因素：选股能力
- 将市场风险转化为管理风险来获取收益

- Fama（1993）三因子模型对于做空在组合收益中的贡献作出解释

- SMB（规模）、HML（成长/价值）就是多/空策略的贡献

$$R_{jt} - R_{ft} = \alpha_j + \beta_j(R_{Mt} - R_{ft}) + s_jSMB_t + h_jHML_t + e_{jt}$$

- Fama/French测算表明多/空策略有效

- 1927-2005，79年间美国市场平均每年SMB3.72%，HML5.01%

- ~~SMB和HML收益和市场相关性很低~~

多/空策略评价

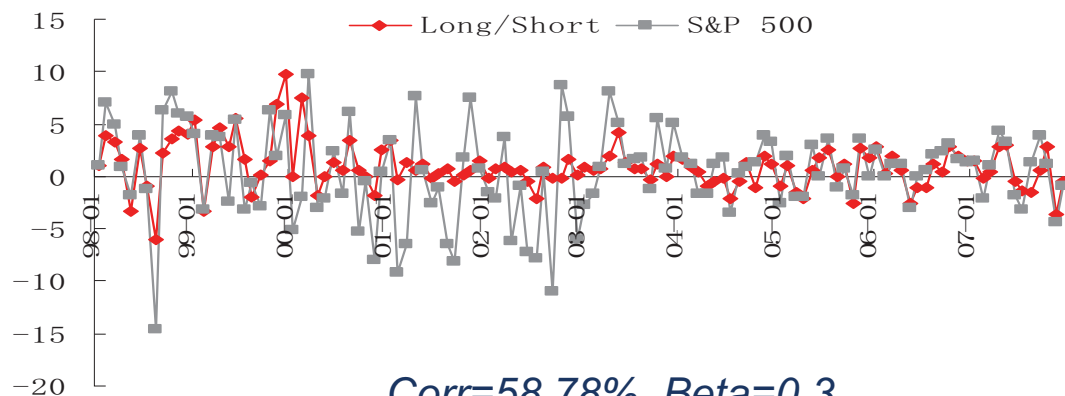
■ 优点

- 策略更加灵活
- 信息利用效率更高
- 收益更高/波动更小
- 与股票市场相关性低

■ 缺点

- 交易费用更高
- 空头头寸风险更高
- 风控要求更高
- 择时选股能力要求更高

HFR多/空策略指数与S&P500指数月度收益对比



数据来源: HFR 2008.1

HFR多/空策略指数与S&P500等指数历史表现比较

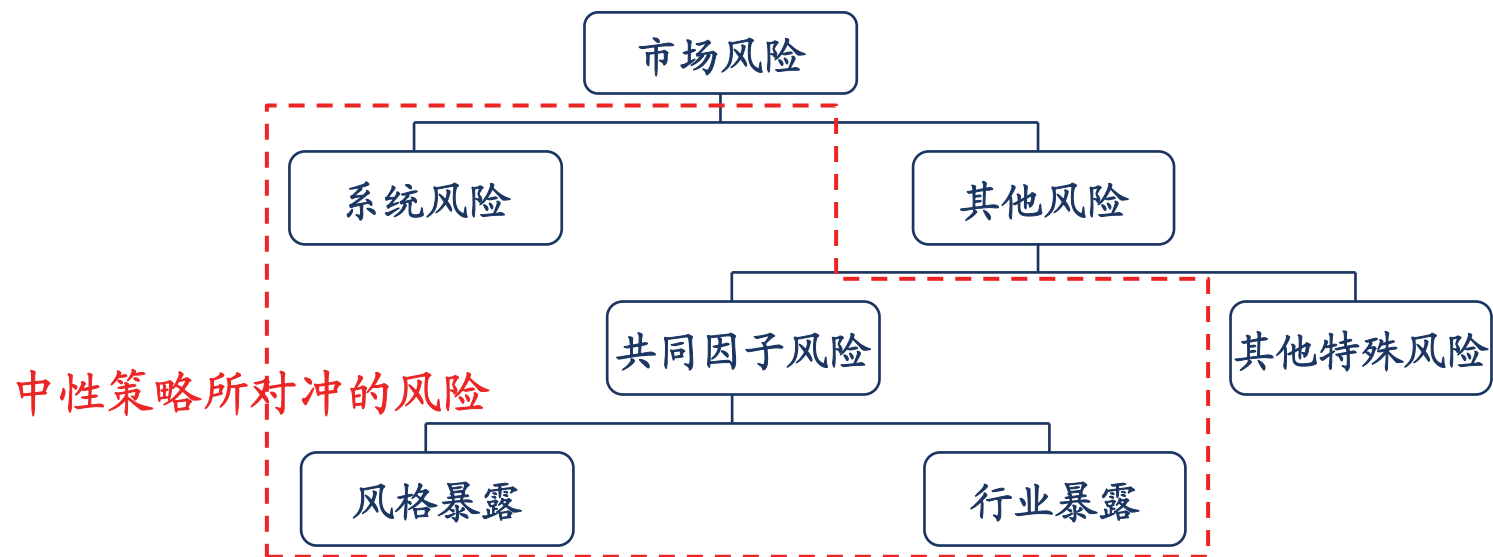
	年化复合收益	年化标准差	单月最大下跌	最大下跌
多/空策略	17.3%	8.8%	-7.7%	-10.3%
S&P500指数	11.5%	14.0%	-14.5%	-44.7%
MSCI 全球指数	8.6%	13.6%	-13.4%	-46.8%

数据来源: HFR 2008.1 (1990.1-2005.1)

市场中性策略介绍

■ 构造多/空头寸使得针对某些市场风险的净头寸暴露为零

- 起源于无风险套利
- 基于某种交易策略
- 可以根据风险暴露进行分类



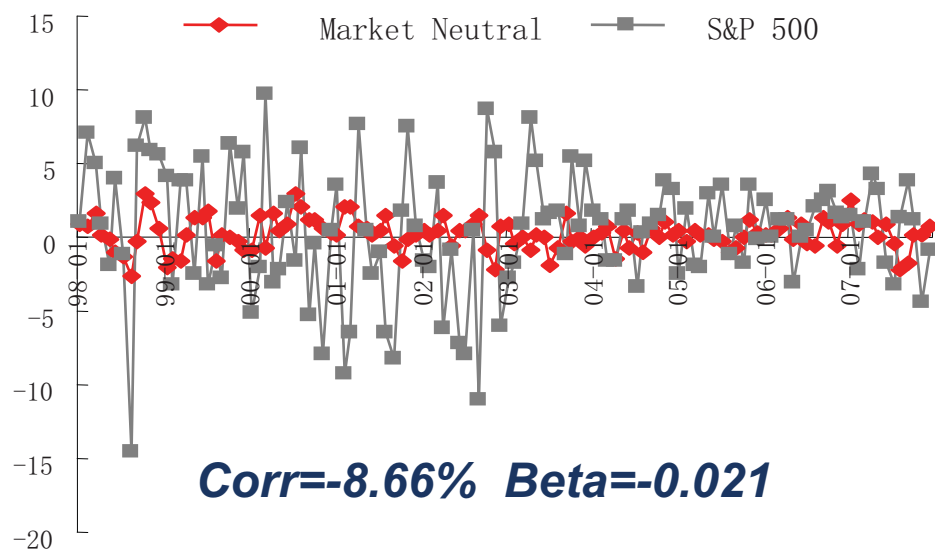
■ 按照选股原则，可以划分为：基于统计套利与基于基本面选股

市场中性策略评价

■ 市场中性策略是多空策略的进一步演化，收益更稳定、波动更小

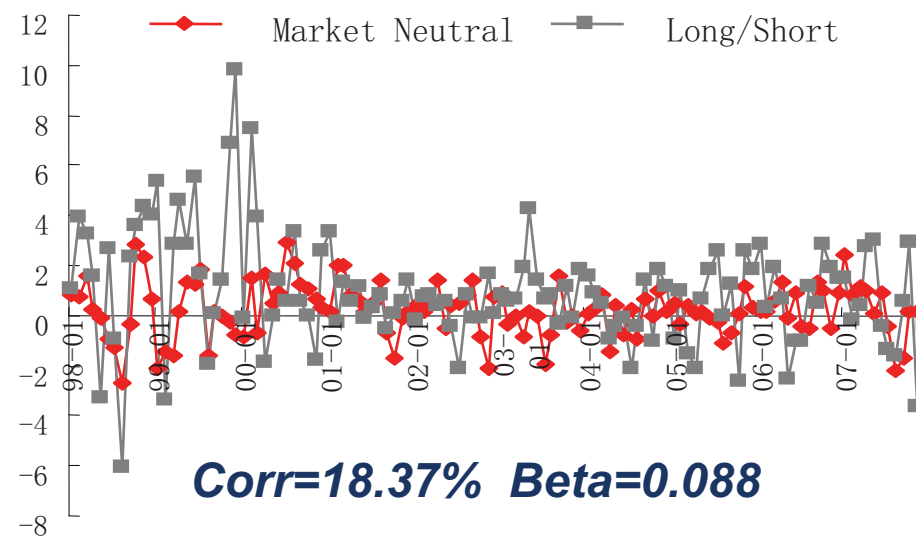
- 程序化交易的发展
- 杠杆的使用

HFR中性策略指数与S&P500指数月收益



数据来源: HFR 2008.1

HFR中性策略与多/空策略指数月收益



数据来源: HFR 2008.1

市场中性策略评价

HFR市场中性策略指数与S&P500等指数历史表现比较

	年化复合收益	年化标准差	最大下跌	单月最大收益	单月最大亏损	夏普比率
市场中性策略 (基于基本面)	9.10%	3.10%	-2.70%	3.60%	-1.70%	1.5
市场中性策略 (统计套利)	8.60%	3.90%	-5.40%	4.50%	-2.70%	1.1
S&P 500指数	10.50%	14.40%	-44.70%	11.40%	-14.50%	0.5
雷曼债券指数	7.40%	3.90%	-5.10%	3.90%	-3.40%	0.8

数据来源: HFR 2008.1 夏普比率计算使用91天国库券利率作无风险利率 (1990.1-2005.1)

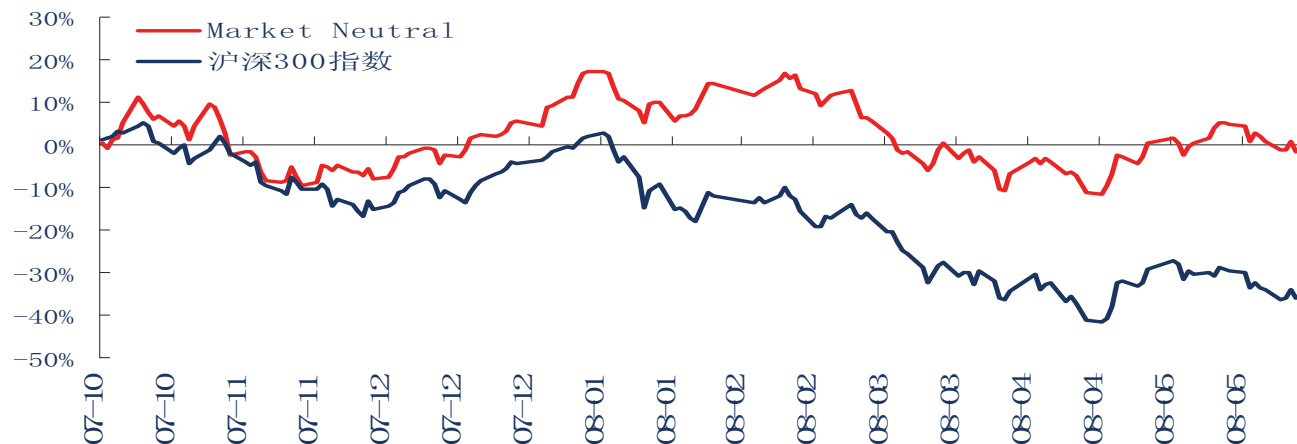
目录

- 融券融资制度解读
- 卖空机制对证券市场的影响
- 多/空策略与市场中性策略
- 开拓思维，勇于创新

开拓思维，勇于创新

- 在低利率、高波动性与低证券收益的情况下，需要寻找另类的投资
 - 市场中性基金是一个比较好的选择
- 开拓思维，勇于创新
 - 建议积极开发市场中性基金

案例：GARP策略最优/最次构成的Market Neutral基金



数据来源：中信证券数量化分析系统

致谢！

