

探秘“对冲时代”盈利模式

“长周期策略”试水本土化对冲

□星石投资总裁 杨玲

双边市场需要双向思维

□五矿证券研究所所长 王禹

类别投资者资信能力的保证金比率,完善保证金制度。还要建立针对内幕交易、市场操作行为的严格制度,通过法制建设,明确禁止内幕交易和信息操纵;以维护资本市场健康发展为方向,加强信息自律管理,严格规范信息发布流程,并进一步加强内幕交易及信息型操作违规的惩罚力度。

市场进入投资新阶段

从资本市场角色发展与转换看,在市场发展的不同阶段,投资思路要随着改变。

随着2010年做空业务的开启,以及2011年和2012年的快速发展,投资模式又将发生变化。首先,全球经济危机背景下,国内经济下滑,公司盈利下降。从我们上半年的几大行业的深入调研看,明年和后年可能才是我国经济最困难的两年,钢铁、化工、煤炭、有色(基本金属)、稀土、钨钼、钽铌等行业都存在产能严重过剩现象,存在普遍性的全行业业绩下滑甚至亏损。经济没有见底,股市仍在探底,现在谈反转或较大的反弹仍太早。

其次,虽然基金和券商自营投资股指期货以套期保值为目的,但必须要考虑市场内部投资机构实际遗留问题。在引入做空机制以前,基金公司、券商、保险,以及信托等机构在股票市场均有较高仓位,而且做多才能盈利,所以多年下来累计亏损普遍严重,如何利用新的市场工具消化这样的亏损是投资者必须面对的问题。同时,解禁压力也不能忽视,截至11月,沪深两市合计待解禁股本7392.42万股,待解禁市值为4.78万亿元。从2012年11月开始至2015年10月,基本完成全流通,解禁市值为4.175万亿元。产业资本如何面对经济下滑,也是需要深入研究跟踪的。

所以,根据现在的经济和国内市场内部状况等基本面,尽管目前股市已经出现较大跌幅,但在做空业务陆续开启形势下,投资思路仍要改变为双边买卖盈利模式,充分利用好做空工具,规避风险,保护资金安全。

转变投资思路迎接变局

股指期货的推出,为投资者提供了做空、套期保值等新的操作工具,改变了市场缺乏做空避险机制状况。在双边市场里,投资者始终要对市场进行双向思维,趋势放在第一位,价值放在其次,因为不同的投资者有不同的价值评判标准,而趋势一旦形成,就难以改变。即使方向做反,也要立即改向。

在双边市场,投资者始终要对两个市场以及多头和空头两方面深入分析,保持双向思考。对于期货行情,不仅要从事基本面入手分析供求关系等,还要从技术的角度综合分析各种理论,以达到发现价格拐点的目的。而对基本面,投资者不仅要深入了解分析基本面包含的各种要素,更要分析做市理由和做空理由,相互比较,以期有全面认识。特别是当投资者已经有了一定的持仓,如果还在想能有多少上涨幅度或下跌幅度,其实就已经注定成为输家了,因为这种思维本身仍未脱离单边模式,亏损就成为必然。所以,要始终对基本面、技术面做动态分析,始终有变化,才能保持对市场的双向思维。如此,反应迅速、操作果断也会成为必然。

引入股指期货和转融通业务,实际是引入做空机制,打破市场中价格虚高、过度投机等现象,健全市场的供求机制,促进股票市场向投资转变,使A股成为真正成熟的资本市场。股指期货、转融通等业务的引入,将市场由单边做多盈利模式向双边买卖盈利模式转变。在双边市场里,投资者始终要对市场进行双向思维。

中长期方向取决于基本面

股指期货的推出,短期对于股票市场肯定会带来一定影响,但从中长期看,股票市场方向取决于基本面。

同样,转融通制度的推出,将打通货币市场和证券市场,增加市场资金和券源供应量,特别是打破当前融券业务的瓶颈。它进一步完善股票市场的做空机制,有利于投资者进行股指期货的反向套利,进而提高股指期货定价效率。对市场投资而言,本质上仍是投资盈利模式的改变。对股票市场的中长期走向,转融通业务的推出,则在宏观经济、金融体系等多角度更加强化了宏观面的作用和影响。另一方面,转融券对个股的定价产生较大影响,但是由于种种规则限制和成本限制,对市场影响比较小。

股指期货、转融通只是市场的工具,它完善了市场机制,改变了盈利模式,但市场中长期趋势由国内外宏观基本面决定的规律不会改变。目前市场的持续低迷,是由于宏观经济等基本因素不断恶化导致的。投资者更应分析基本面及上市公司的盈利状况,在新的盈利模式下充分利用好新的投资工具。

期指监管有待进一步完善

股指期货投资是投资者将其对整个股票市场价格指数的预期风险转移至期货市场的过程,其最重要的功能主要是分散、转移与对冲基础产品所带来的风险,即市场风险、信用风险、流动性风险、操作性风险、法律风险。所以,通过各种交易制度等方面的把控完善期货市场风险控制,以及进一步完善监管机制极为迫切。否则,将影响股指期货套期保值功能的充分实现,一方面,会产生非理性做空和违规交易,使股指期货市场投机行为严重,对股票现货市场形成重压;另一方面,因套期保值功能弱化影响市场各方参与,使价格不具有代表性,影响价格权威性。

完善监管机制,主要体现在促进市场功能充分发挥、保障市场平稳运行、保护投资者合法权益,以及坚持创新促进股指期货市场的发展符合实体经济发展需要等理念的健康发展。明确相关方面各自职责,强化功能监管和市场约束。同时,由于股指期货是跨越现货和期货、证券和期货市场的复合型产品,目前跨市场监管机制存在跨市场监管机构职责不明确、跨市场信息共享平台缺失、市场稳定机制不合理,以及难以监管跨市场操纵行为等不足,所以要完善跨两大市场的监管机制,加强跨部门监管协调和合作。

另外,建立以投资者分类为依据的投资者适当制度,实现不同市场风险认知、承受、管理能力与投资者与其交易和结算行为实时匹配,确定符合市场运行情况和不同

投资条件,严格控制股票资产的风险,同时将现金配置在低风险、无风险的套利机会上,提高资金使用效率;在判断股票市场处于向上周期时,放松投资条件,大部分资产配置于股票,提高组合收益率。

根据我们的研究,股票市场的中短期受到政策和偶发因素的扰动较大,很难准确判断。但股票市场的长周期却有着可循的基本规律,能够通过大量的研究和跟踪,剔除扰动因素,达到较为准确的判断。

2009年和2010年,尽管阶段性和结构性投资机会较多,但是我们对投资条件一直控制得很严格,从净值的表现看,显得太过保守,对风险控制的重视远远超过对收益的追求。不过,我们认为,私募产品最重要的还是为客户提供超额收益,即长期来看,能为客户提供远超过大盘的超额收益。从投资结果来看,在同期沪深300指数下跌50.91%的情况下,星石产品实现了54.43%的正回报。因此,在前五年多里长周期策略基本有效。

好消息是,我们认为从现在开始至未来的几年,长周期会发生反转,A股将迎来长牛、慢牛。我们的投资条件也会逐步放松,届时,对收益的追求将成为更重要的目标。

对冲策略需要本土化

星石投资成立五年多来,根据国内证券市场特点,摸索出了一套“长周期对冲策略”的投资体系,实现了在风险可控的前提下,提高收益水平的投资目标。这也符合对冲基金在国外的发展新趋势,即策略多样化。

在“长周期对冲策略”下,我们拉长了投资周期,在三到五年甚至更长期的视野下,判读股票市场的长周期,在不同的周期阶段,实现在股票和现金资产之间的切换。在判断股票市场处于向下的周期时,收紧

建立风险收益配模型

根据这个对比关系,再滚动回顾股票市场的长周期结论,从而调整股票与现金之间的对冲比例。

该模型从行业研究出发,因为研究员对单个行业研究的结论一般较为准确,并且不同行业构成了产业的上中下游链条,这样,产业链条的不同行业的景气度趋势能互相印证,如果发现相悖的,可以及时修正和调整,能大大提高研究的准确度。同时,该模型也集合了宏观经济和政策形势的评估结果,可以理解为从上至下和从下至上的互相印证,判断周期结果的准确度就能大幅度提高。

遗憾的是,星石投资成立五年来,一直判断A股处于长周期向下的阶段。因此,在

首先碰到的问题就是做空的限制比较多,券种的选择和数量也有限。如果管理人在买入一只股票后,希望卖出该股票的看跌期权时,可能遇到的问题就是,很多股票并不能做融券业务,大大限制了对冲的品种。其次是融资融券成本很高,目前市场上通行的融资融券成本在8%-9%左右,即使管理人发现套利机会,面对这么高的成本,加杠杆操作也可能会把套利机会的收益全部抹平。

当然,这里的关键问题就在于如何有效跟踪股票市场的长周期,从而做出准确的判断。我们在具体投资实践中,逐步摸索出一个长周期判断工具——“风险收益配模型”。

该模型并不同于一般意义上的数学模型,准确理解应该是投资体系和方法。

具体做法是,行业研究员从行业研究入手,对30多个大类行业及其子行业的景气度趋势进行评估,再根据宏观经济与政策形势的评估结果导入模型纠偏,从而得出证券市场未来六个月的潜在收益与潜在风险的对比关系,



本报资料图片 合成/王力

利用债券正回购套利管理央企市值

□招商证券 翟春利

伴随证券公司“创新十一条”的落实,券商之间的竞争更加激烈,证券公司持续盈利能力只能以创新为保证。近期国资委再次明确中央企业要做市值管理,重点保值增值。目前券商和公募基金公司、信托公司都想在央企市值管理中分一杯羹,但苦于拿不出具体方案,我们尝试运用债券正回购套利进行央企市值管理。

债券正回购套作四优势

流动性。债券正回购套作业务具有目前市场上其他理财产品无可比拟的优势——进出时间由自己决定,可以随时进出,且不会影响预期收益率。因为现在债券采取净价交易,全价结算,按照持有债券日期来结算利息。换言之,持有债券一个月就会有一个月的债券利息,持有半年就会有半年的债券利息。

安全性。债券正回购套作业务的盈利是建立在债券收益率和回购资金成本利率的价差基础上的,本质上属于套利业务,风险相对低。

杠杆性。债券正回购套作业务因为持有的都是可质押债券,可以利用债券质押入库后再融资,进行循环套作,所以具有杠杆性,在套利基础上套作,保证了该产品会有稳定放大收益。

高收益性。债券质押回购业务是通过债券收益(率)和回购资金成本(利率)差价,来获得盈利,净资金回报率公式如下:净资金回报率=债券收益率+ (债券收益率-回购资金成本利率)×套作倍数-1)。债券收益率即

为持有的债券到期收益率,回购资金成本利率即为正回购204001的融资利率成本,这里按照2.5%计算,套作倍数即为持有的债券总价值跟投入本金的比值,假如投入100万元资金,买入500万元债券,即为套作5倍。

三大操作方案

A方案核心内容。投入资金:1亿元即2亿元股票市值融资1亿元;正回购交易品种:上交所一天回购,代码204001;融资成本(即指正回购成交均价):年化2.5%;融资成本即通过融资融券融资:年化9%;持有债券期限:半年;持有债券平均年化收益率:7%;套作倍数:4倍;标准券折算率:90%。

1、当持有债券期间,债券买入卖出价格未发生变化,此时客户的半年收益为债券收益减去回购成本, 债券收益=40950*0.07/2=1433.25万元, 回购成本=(40950-10000)*0.025/2=386.875万元, 融资成本为10000*0.09/2=450万元,故客户半年投资收益=1046.375-450=496万元,持有半年的年化收益率就是496/10000*2=9.8%。

2、当持有债券期间,城投债价格上涨,假设现在买入的11抚州债105元,半年后卖出价格上涨为111元,涨幅为5%左右,放大4倍的情况下,在债券价格本身方面的收益率为5%*4*70%=14%左右, 那么该客户的年化收益率为14%+20.9%-4.5%=30.9%,对应该客户的半年收益为1亿*14%+1046.375-450万=1996.375万元。

3、当持有债券期间价格下跌,假设现在买入的11抚州债105元,半年后卖出价格下跌为100元 这将是低概率事件),跌幅为5%左右,放大4倍的情况下,在债券价格本身方

面的损失为5%*4*70%=14%,半年的收益为1046.375万-1亿*14%-450=-803.625万。国债期货出台后可解决这个问题。

B方案核心内容。为减少融资成本,T日最后一次正回购套出的资金用于归还T日跟证券公司的融资融券,T+1日先卖券还库。再用股票融资借钱买券, 债券正回购套作,开始新一轮操作。B方案相当于把A方案的半年缩短为1天,每周1、2、3、5日重复操作4次。

C方案:融资融券+逆回购。2012年有6次204001的利息达到年化17%以上, 分别为2012年1月19日最高达34%, 成交额645亿元;2012年3月29日最高达20%, 成交额922亿元;2012年6月1日最高达18%, 成交额1137亿元;2012年6月28日最高达19.5%, 成交额1285亿元;2012年8月23日最高达19%, 成交额1199亿元;2012年9月27日最高达27%, 成交额1021亿元。 投入资金:10亿元, 即20亿元股票市值融资10亿元; 收益=100000*(17%-9%)*6/365=131万元)

逆回购交易一般没有风险,因为逆回购方直接针对的是结算公司这样的第三方。如果债券质押方到期不能按时还款,结算公司会先垫付资金,然后通过罚款和处置质押券等方式向融资方追讨。逆回购的风险就是机会成本,也就是失去了逆回购期间选择其他更高收益品种的机会,只有当逆回购利息明显超过融资融券融资利息时才进场套利。

充分重视风险因素

在持有债券时,要考虑债券的流动性和分散性,充分降低风险。

在定价时需要予以考虑。

其四,期限利差交易以及信用利差交易,分别是对国债期限利差和信用品相对国债的信用利差进行投机交易。例如,预期国债收益率曲线即将陡峭化,可以买入3年期国债,同时卖出国债期货(久期目前接近7年);预期企业债与国债信用利差即将收窄,可以买入企业债,同时卖出国债期货。

其五,跨品种统计套利,目前可行的策略为国债期货与利率互换进行统计套利交易,例如当互换价格相对偏低时,可以通过买入互换(付固收浮)的同时做多

国债期货来锁定品种利差。但需要注意的是,和前面的期限利差、信用利差交易类似,由于不存在制度上保证的收敛机制,因而可能期货到期时,投资组合仍然浮亏,面临被迫展期或者止损。

其六,跨期统计套利,即进行不同期限国债期货合约之间的跨期交易,可采用程序化交易完成,此种模式在股指期货交易市场已经被广泛采用,而且竞争非常激烈。跨期套利也会面临近期货约到期不收敛问题,届时可以考虑展期或者期转现。

其七,做市交易,国债期货推出为

做市商对冲存货风险提供了非常方便的对冲工具,有利于提高做市商做市报价的积极性,增加其承接能力,缩小双边报价点差,这也意味着届时市场(特别是利率品)流动性将更好,价格透明度也将更高,预计固定收益相关的做市业务将随着国债期货推出而蓬勃发展。

为了顺利开展上述投资业务,特别是套利、做市这种对技术要求比较高的投资业务,机构投资者需要抓紧筹备,特别是重点解决以下关键问题:

首先,如何将场内场外交易进行整合,提升交易机会的发掘以及捕获效率,

需要制定配套的业务制度来保证。其次,如何对投资组合精细化管理,例如,套利以及相关策略交易需要对持仓组合进行精细划分,需要在交易时就进行逻辑标识,必须得有专业系统进行管理。

第三,如何加强专业投资人员的培养,衍生品投资不同于传统投资,需要投资人员对衍生品的风险收益特征具有充分认知,对交易机会具有独特的敏感性。

最后,如何进行风险控制,包括对复杂投资组合(包含期货、互换等衍生品)的风险量化分析;对交易员授权安排,太紧影响业务开展,太松则增加风险。

□东海证券固定收益部 谌世光

市场近期对于国债期货的关注再度升温。作为利率市场化进程中的里程碑式品种,国债期货推出将提高债券市场(特别是利率品)定价效率,增强市场流动性,促进银行间和交易所市场的互联互通,推动利率市场化进程以及金融创新发展,对于机构投资者固定收益投资以及理财业务开展具有重大意义。

具体到投资业务,国债期货相关的主要投资模式包括:其一,方向性交易,可以作为现券投资的替代,具有可以方