

探秘“对冲时代”盈利模式

美的电器、中信证券、苏宁电器、酒鬼酒皆遭空头狙击

巧用杠杆放大融资融券收益

□海通证券研究所 朱剑涛 吴兴兴

融资融券实战六模式

□东方证券经纪业务总部 魏颖捷

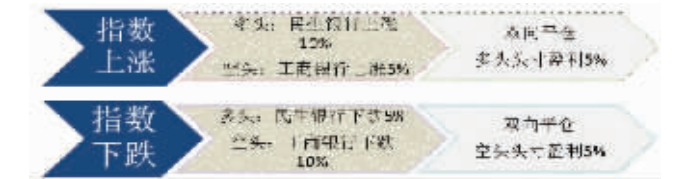
巧用信用账户 实现收益最大化

实战中我们往往会遇到市场盘整,整体机会有限,但个股结构性机会层出不穷,对于资金量较大的客户而言,在震荡市中,往往会以国债等固定收益类产品为主要配置,但又鉴于固定收益率产品的流动性等因素, 卖出原有配置买入个股并不现实。此时,可以结合融资融券来实现:投资者将资金账户中的国债等固定收益产品转入信用账户(免费),然后以信用账户中的国债为担保品融资买入股票。这样既可以享受原有固定收益产品的稳定现金流,又

可以兼顾个股行情。

目前,一些资金量的客户往往会遇到以下问题,其大量持有一小盘股,但突然有一更好的投资机会出现,若在短时间内强行调仓换股,由于小盘股流通性较差,较高的冲击成本会冲击股价。此时,投资者可以将小盘股转入信用账户,以信用账户中的小盘股为担保品融资买入目标股票,逐步在信用账户中减持小盘股,如此既可以把握更好的机会,又可以规避短时内快速减持小盘股对于股价的冲击。

个股(组合)对冲交易



对冲在成熟市场是个司空见惯的名词,随着融资融券余额不断上升,A股理论上也已具备了组合对冲的可能。理论上很简单,即做多相对市场具备超额收益高的股票,做空相对市场具备超额收益低的股票,从而令多头股票和空头股票的市值等比例配比。利用不同股票之间的相对的超额收益,来获取与市场风险无关的绝对收益。

典型的案例是,某投资者看好民生银行后期走势强于其

它大盘银行股,该客户认为民生银行无论涨跌,都能跑赢工商银行5%,但为了控制市场整体下跌,导致可能出现的亏损风险,可以采用“对冲市场风险的组合策略”。主要操作方法为:投入50万资金买入民生银行600016),同时融券卖出沪深300指数权重股工商银行601398/50万市值。最后无论指数上涨或下跌,客户获得的盈利就是“民生银行”相对于“工商银行”5%的涨幅。

个股(组合)套利交易

与对冲交易类似,套利策略是融券卖出相对高涨的股票,融资买入相对滞涨或下跌的股票,在价格回归后,分别了结债务。具体案例为:以2011年的高铁事故为例,作为动车的制造厂商,中国南车601766)自然难逃质疑。某投资者认为此次突发事件必然会引起中国南车的恐慌性下跌,同时对航空类个股而

言,是短暂的利好刺激。于是,他在7月25日以9.70元融资买入中国国航10万股,并以6.20元融券卖出中国南车15万股。该事件属于突发事件套利,故该投资者获利后迅速了结,于7月26日以10.50元卖出中国国航,即卖券还款,以5.70元买入中国南车买券还券,了结了两笔债务。总共盈利15.5万元(不考虑交易成本)。

ETF多空配对交易

自从ETF作为融资融券的标的之后,利用不同ETF跟踪品种的不同,也可以实现绝对收益,主要策略是买入(卖出)一个ETF品种的同时卖出(买入)另一个ETF品种,获取近似绝对收益。以去年下半年为例,某投资

者认为去年下半年大盘整体趋势下行,因中小板指数远远高于深圳100指数涨幅,并且年底开始,大盘股超跌反弹开始拉动指数上行,故该投资者选择ETF指数工具多空配对交易策略进行投资,即买入深圳100ETF,融券卖出中小板ETF。

大宗交易对冲风险

套保方式	普通账户持有股票	信用账户融券对冲	融券费用	损益
浦发银行	亏损	盈利	10.2*100*11.1% /360	盈利
	10万元	30万元	=0.3145万元	19.6855万元

近两年大宗交易交易量不断上升,但市场低迷也会增加大宗交易接盘方的风险。由于大宗交易是在每日收盘后交易,买入的股份只能在第二天卖出,第二天股票走势会有一定的不确定性。而融资融券提供了一定的解决方案:其一,投资者可以在交易当天股价上升到心理价位时,在信用账户中通过融券抛出等量的该股,提前锁定盈利,对冲股价下跌风险;其二,股票为融券标的,直接卖出该股票;若为非融券标的,可以选择与其相关性高的可卖空股票

进行融券卖出;其三,该方法目前比较适用于大宗交易的投资者。以浦发银行为例,2011年6月27日,某投资者准备收盘后大宗交易以10元每股价格买入100万股的浦发银行,但他看跌指数。6月27日,浦发银行盘中冲高至10.21元,投资者在信用账户内以10.2元价格融券卖出100万股的浦发银行。6月28日,浦发银行盘中最低至9.86,该投资者在信用账户以9.9元买入浦发银行100万股归还债务。同时,在普通账户以9.9元卖出100股万浦发银行。

利用日内T+0交易控制风险

由于A股市场单一账户无法实现T+0交易,但随着融资融券的出现,投资者可以通过信用账户和资金账户,两个不同账户间的运作,间接实现T+0。主要为融券卖出一只股票,当日可通过买券还券或直接还券的方式偿还借入的证券,实现当日回转交易。

以中国远洋为例,某客户认为当天该股仍要下跌,于是开盘进行融券卖出 6.39元*10000=63900元),盘中最低下跌至6.1元,某客户通过买入中国远洋10000股进行还券平仓 6.1元*10000股=61000元),不但实现当日交易,且T+0操作不收取利息,赚取纯利润2900元。

今年以来,通过融资融券做空个股的案例不断涌现,诸如美的电器、中信证券、苏宁电器以及最近的酒鬼酒都曾遭遇正面的空头狙击战。而深谙做空之道的恐怕要数对冲基金了。对冲基金普遍的做法是建立部分多头资产,同时再构建一部分空头资产,通过多空资产的组合来对冲希望回避的风险,从而获取多头资产相对空头资产的超额收益;不过,鉴于这种超额收益往往呈现的特征是低波动中收益,很难有特别大的吸引力,需要借助“融资”来放大杠杆,因而只要这种超额收益超过“融资成本”,通过杠杆的放大对冲基金就能获取较高的收益。具体来看,融券这种在空头市场能获取绝对收益的投资模式,具体交易操作一般有单边做空和多空组合两种方式。

“酒中闹鬼”提供单边做空机会

模式一:在空头市场通过单边做空来获取收益。目前能够进行融资融券交易的股票有278只,以流动性好的大盘股股票为主,标的股范围未来有可能进一步扩大,把代表中小盘的中证500指数成分股囊括在内。通过股价高位时向券商借券卖出,低位时买入还券的方式,投资者可以赚取股票价格下跌的收益,抓住一些特殊的市场事件性机会。

以最近受酒鬼酒塑化剂牵连的五粮液为例,如果在11月19日消息爆出当天向券商借入该券并以开盘价30.84元卖出,截至11月

28日,五粮液收盘价为27.17元,那么在不考虑融券交易杠杆的情况下,该笔交易的账面收益为11.9%。券商融券业务采用的是和期货类似的保证金交易方式,各家券商对质押品折算率和保证金比率设置不同,按海通的设置,投资者融券交易最高可获得2.33倍杠杆,杠杆的使用可以进一步放大投资者的收益,但也要注意随之放大的风险。

当然,除了在中空市场中融券卖空资产来获取收益外,遇到确定性较大的上涨品种,我们可以通过融资业务来放大杠杆获取

更高的收益。

而除去278只股票,市场还有10只ETF融资融券标的,它们分别是华夏上证50ETF、华安上证180ETF、易方达深证100ETF、华夏中小板ETF、华泰柏瑞红利ETF、交易上证治理ETF、南方深成ETF、华泰柏瑞沪深300ETF和嘉实沪深300ETF、华夏恒生ETF。此外,融券做空交易可以在日内T+0完成,也就是说当天融券卖出某只证券后,盘中就可买入还券,了结交易,策略能在三周左右时间内获得1.2%的收益。

其二,多空策略,该策略首先通过历史数据的相关性分析找到哪些因素对股价有显著影响,这些影响因素可以分为三类:财务类、技术类和分析师预期类。确定影响因子后,我们会根据各个因子的数值大小对股票进行打分,继而得到每个股票的综合得分。从历史回溯测试来看,综合得分高的股票平均表现要好于得分低的股票。我们买入得分最高的30个股票同时融券卖出得分最低的30个股票来构建多空组合,每月调整一次,在扣除交易费用、融券利息后,该策略历史回溯测试和样本外跟踪都表现出色(图4),选股原理见海通证券专题报告《沪深300ALPHA策略》

上的均衡关系在未来不一定能维持,价差有可能单边的走强或走弱,而不是像上图所示那样上下波动,从而造成交易亏损。根据我们海通金工开发的股票对量化筛选模型,配合一定的止损措施,配对价格除以青岛海尔价格,可以看到相对强弱曲线一致在均值附近上下波动,也就是说两只股票在交替走强,但总体上偏离不大。为方便展示交易信号点,我们在两张图中对相对强弱曲线做了一定数学处理并放大得到价差曲线,结果显示两只股票间的交替走强之势更加明显。截至2010年3月18日,美的电器在过去半个月里股价走势明显强于青岛海尔,图形上的表现是价差持续走强,已与均值发生较大偏离。这时我们可以融券卖出前期强势股美的电器,同时买入弱势股青岛海尔,待到2010年5月11日两者价差收窄到均值附近时平仓,可以获取7.2%的收益。价差向下大幅偏离时,情况类似。配对交易成功实施的前提是两只股票价格间的“长期均衡”关系,但这种历史

融资融券四大瓶颈尚待突破

□国泰君安证券金融工程 蒋琰琨 何苗

经过两年多的实践,国内融资融券业务取得了长足发展。2011年12月从业务试点转成证券公司常规业务,目前参与券商已增至70多家,标的证券数量扩容后已达288只,融资融券余额稳步攀升,转融业务试点业已启动,转融券业务也有望逐步开展,融资融券市场发展总体保持了平稳快速的良好势头。但也存在美中不足,市场规模沪多深少,融券业务占比较小,交易杠杆偏低,融资融券成本偏高,融资融券余额相对于A股市场规模占比较小。此外,外基金券商保险信托等机构投资者尚未真正参与证券出借和融资融券交易,融资融券对冲交易策略尚未广泛应用。截至2012年11月22日,沪深两市融资融券余额为782.2亿元,相对

于业务试点首日的0.07亿元,业务规模增长突飞猛进,其中沪市为536.3亿元,占比为68.6%,深市为245.9亿元,占比为31.4%。两融业务格局中,融资余额占比达97.3%,融券余额占比仅为2.7%。相比全部A股高达15.3万亿美元的流通市值,融资融券余额占比约为千分之一。相比海外成熟市场,国内融资融券余额占A股市场证券市值比重较小,融资融券交易额占A股市场比重也存在提升空间,融券和融资业务结构占比明显失衡。就融资融券业务规模占该市场证券总市值比值而言,美国约为1.5%,日本约为0.9%。就融资融券交易额相对于股市占比而言,日本约为15%,中国台湾约为30%,中国大陆约为0%。尽管海外市场融资业务总体规模高于融券业务,如日本融券余额与融资余额比值为1:2,但国内融券余额仅为融资余额的1:36。虽然海外成熟市场的发展历经了几十

年的时间,国内时间尚短,但我们仍有必要解决制约融资融券业务快速发展的四大问题。

其一,融资融券标的证券种类及数量较少。目前A股市场上交易的品种包括股票、ETF、LOF、封闭式基金、债券等,其中仅上市交易的股票近2500只。虽然经过数次扩容,目前融资融券标的证券共288只,其中包括沪市上证180指数成分股和5只ETF、深市深100指数中的98只成分股和5只ETF,但与与海外市场相比,标的证券数量偏少,例如日本和香港市场融资融券标的证券均超过千只。

其二,融资融券交易的资金和证券来源受限。目前转融资试点业务已开展,部分券商可以参与证券金融公司转融资业务获得一定资金,但多数券商仅能以自有资金作为客户融资来源。而转融券业务尚未推出,券商证券来源受到制约。

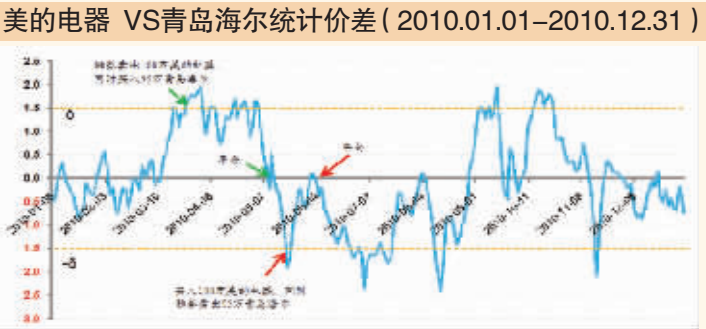
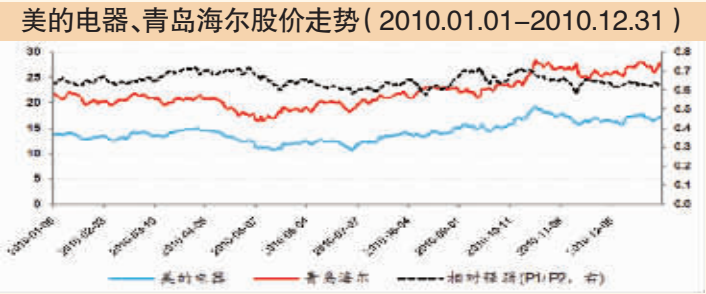
融券交易四个注意点

□海通证券研究所 朱剑涛 吴兴兴

融券交易及股指期货作为两种创新类投资工具,各有各的优缺点:股指期货成交活跃,费用低廉,杠杆倍率高,但品种单一,风险相对较大;融券交易券种丰富,配套投资交易策略多样,但目前整个市场的融券券库存有限,且融券利息较高(超过8%)。投资者应根据自己的资产配置情况、风险偏好来选择合适的工具,加之灵活的投资策略,才能在熊

市也获得稳定的绝对收益。具体来看,融券交易有四大注意点。其一,证金公司的转融券业务尚未正式开展,投资者从券商手中借到的券大多是券商以自有资金购买的,数量和品种都有限。因而在实际交易中可能出现无券可借的情况,投资者必须根据券商手头的融券库存余额动态调整自己的交易策略。其二,融券卖出交易只能采用限价指令,而且挂单价格不得低于

该股票最新的市场成交价,因而投资者的融券卖出指令不一定能够成交。其三,融资融券采用保证金交易方式,保证金可以是现金,也可以是冲抵保证金的证券,冲抵时需按证券的市值或净值进行一定的折算。上证和深证的融资融券业务细则规定:上证180和深证100的指数成分股折算率最高不超过70%,其它A股股票折算率不超过65%,ST股票折算率为0;国债折算



中现货组合的构建过程。

从本质上讲,配对交易是寻找两只基本面相似、股价走势较为同步的股票,当短期价格走势发生偏离时,构建组合,获取两者

价格回到均衡状态的收益。而多空策略,是寻找一部分看涨股票,同时在相似风格下再寻找一部分看跌的股票,构建组合,对冲系统性风险,获取两者的收益差。