

## 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 吴先兴

## 融资融券小帖士

简单来说，融资是指投资者向券商缴纳一定的保证金，能够获取超过保证金一定比例的资金，放大投资者持有的证券资产金额，到期后缴纳一定的融资成本。

融券交易是指投资者交纳一定的保证金，向证券公司借入一定数量的证券卖出，并在规定期限内买入证券归还同时付息的交易行为。融券业务为投资者提供了一种在空头市场获取绝对收益的投资渠道，具体交易操作上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，以流动性好的大中盘股票为主，标的股范围未来有可能进一步扩大，将代表中小盘的中证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日消息爆出来当天向券商借入该券并以开盘价30.84元卖出，截至11月

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，赚取日内短线的空头收益，而且不用缴纳融券利息费用。



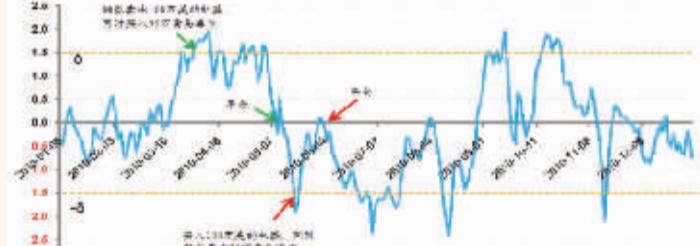
## 巧用多空组合赚取超额收益

**模式二：**投资者还可通过同时建立多头寸和融券卖空部分资产，获取多头相对空头的超额收益。当我们不清楚两个股票或两个股票组合未来是涨还是跌，但有较大把握确定其中一个会相对另一个表现更好（涨的多或跌的少）时，我们可以买入相对好的股票或组合同时融券做空相对差的股票或组合，赚取两者间的价格差异。赚钱的关键是如何确定一只股票在未来表现会相对另一只要好。具体的方法有很多，这里简单介绍一下我们海通金融工程部开发的两种量化策略：

其一，配对交易（pairs trading），该策略的基本原理是认为同行业主营业务相近的两只股票，在无重大事件发生前提下，它们受到的宏观、行业等基本面因素影响类似，股价应该不会出现太大偏离。当两者价格由于市场因素影响出现短期偏离时，前期涨得慢的股票补涨、跌得慢的股票补跌的可能性较大，这时可以买入前期的相对弱势股同时卖出

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。根据我们海通金融工程部开发的股票对量化筛选模型，配合一定的止损措施，配对交易的成功率能达到66%左右，从中位数看，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》。



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。

## 融资融券四大瓶颈尚待突破

□国泰君安证券金融工程  
蒋瑛琨 吴苗

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9%。尽管海外市场融资融券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偏少。目前A股市场上证券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。