

第四讲 (F) 130/30基金和低波动率投资策略

HBSCase#9-209-047

概览

- 130/30基金结构
- 低波动率投资策略与资本资产定价模型的有效性
- 如何实施低波动率投资策略
 - 只做长仓
 - 长短仓组合
 - 130/30组合
- 如何解释股市风险异象

空头扩展型股票基金

- 空头扩展型股票基金于2003年问世，此后发展迅速。
- 运作方式：
 - 投资\$100一篮子股票
 - 卖空\$30定价过高的股票
 - 用卖空所得买入\$30定价过低的股票
 - 长仓\$130, 空仓\$30, 净敞口仍为\$100
- 长短仓比例范围：120/20 – 150/50
 - 130/30最为流行
 - 卖空50%是美联储T条例规定的上限

130/30基金是一般共同基金的延伸

- 一般的共同基金只做长仓
- 130/30基金作为共同基金的特类，允许基金经理在规定的长短比例范围内做多空组合。
- 投资策略与做多空组合的对冲基金相似，但灵活性上受到限制。
- 此类基金的目的是为零售投资者提供一个投资对冲交易策略的平台。

130/30基金结构之利弊

利（1）：有效利用负面信息选股

- 只做多头的基金受所跟踪的基准指数权重的限制，无法在选股时充分利用负面信息，尤其是那些在股指中权重比例很低的股票。
- 绝大部分股票在基准指数中权重很低：
 - 罗素1000：90%以上权重< 50基点
 - 标普500：95%以上权重< 100基点
- 示例：标普500中位权重= 9基点
 - 假设基金经理认为此股会下滑10%
 - 只做多头基金：不持有此股→业绩提高0.9个基点
 - 多空组合基金：建立-1%空仓→业绩提高10个基点

利（2）：更有效地建立长仓

- 空头扩展还可以帮助基金经理放松基准指数权重对多头头寸的限制。
- 只做多头的基金经理对看涨股的增持能力受到看跌股在基准指数中权重的限制。
- 130/30结构可以让基金经理把做空所得的30%全部用于增持看涨股。
 - 传统的100/0外加一个多空组合30/30
 - 只要多空组合风险对冲，130/30结构对基准指数的风险敞口将保持不变（贝塔=1）。但业绩（假设经理有选股能力）会优于基准指数。

利（3）：低廉费用

- 与一般的对冲基金收费（2/20）相比，空头扩展基金费用只有60-100个基点。
- 从而为零售投资者提供了一个对冲交易策略的廉价平台。

弊（1）：跟踪误差

- 130/30结构可能赋予基金经理过多的自由度。
 - 极端示例：投资100在基准指数，而另外的30/30完全投资于与指数不相关的资产中。
 - 这可能背离投资者的投资目的。
 - 多空组合的回报取决于选股能力：选股风险。
- 其他条件不变的情况下，130/30基金结构的跟踪误差是只做多头基金的160%。

弊（2）：空头的风险与成本

- 空头投资与多头投资有本质性的区别：
 - 无限的下行风险：风险控制很重要；
 - 可能会遭遇“空头轧平”；
 - 保持空头头寸会产生额外的周期成本：每年 0.5%
 - 受交易流动性和借贷成本的影响，做空仓的容量受到更多的限制。
- 做空对基金经理能力的要求与做多头很不一样。
 - 多头做得出色的经理并不一定会自动成为出色的做空者。
 - 这可能是绝大部分基金经理不做空的原因之一。

弊（3）：资产组合再平衡

- 为保持130/30的长短比率，基金经理必须随回报率变化进行交易，做资产组合再平衡。
- 如果多空头同时受损，基金经理必须清算额外的多头投资以填平部分空仓，这样才能使长短比率回复到130/30。
 - 相当于在定价错误更严重时被强行平仓。
- 资产组合再平衡会增加周转率，从而增加交易成本。

弊（3）：示例

弊（4）：杠杆效应

- 由于杠杆效应，如果多空头回报背行，损失将会被放大。
 - $R_{\text{组合}} = 1.3 \times R_{\text{多头}} - 0.3 \times R_{\text{空头}}$
- 只要长短仓保持相同的市场风险敞口，杠杆效应就不会影响到组合的市场风险敞口。但是长短仓的非系统业绩仍会受到杠杆效应的影响。

弊（5）：操作复杂性

- 经营130/30基金要比经营只做多头的基金更复杂：
 - 需要找一个券商（而不仅是监管银行）；
 - 需要和券商协商，用多头头寸做空头头寸的担保品，以便避免用过多现金做担保。
 - 需要建立保持一个先进的交易操作系统，以在每天或每月的基础上达到130/30长短比率要求。