



第4讲（A）： 多/空股权投资

股市中性投资与股权对冲投资概览



概览

- 股市中性投资与股权对冲投资概览
- 多-空投资的裨益
- 市场中性投资组合的回报结构
- 建立市场中性投资组合
- 多-空交易



股市中性投资：历史

- 最古老的对冲基金投资策略
 - 最早由阿尔弗雷德·琼斯（**Alfred Jones**）在1949年采用
- 多头、空头和杠杆交易并不是新的投资理念。然而，把它们综合起来，建立综合性的投资组合却是创新之举。
- 市场中性策略
 - 利用多头头寸、卖空和杠杆交易同时在行情上涨和下跌的市场中进行投资
 - 头寸在理论上不受市场风险影响。



股市中性：一般框架

- 基于优秀的选股能力构建投资组合
 - 多头头寸：
 - 行情上涨时涨幅大于市场
 - 行情下跌时跌幅小于市场
 - 空头头寸：
 - 行情上涨时涨幅大于市场
 - 行情下跌时跌幅小于市场
- 市场中性：“现金中性”
 - 多头头寸被相等金额的空头头寸抵消
- 目标：
 - 在行情上涨和下跌的市场都产生持续的回报



示例：配对交易

- 两家家电零售商
 - 百思买和电路城
- 百思买：
 - 即便公司收益出人意料地出现负值，股价下跌**30%**，市盈率仍高达**40**倍
- 电路城：
 - 即便报告收益为正，市盈率还是只有**20**倍
- 构建市场中性投资组合：
 - 做多电路城，做空百思买



股权对冲投资

- 由多头和空头头寸构成的股票投资组合。
 - 用空头头寸对冲股市的总体下挫；
 - 从空头头寸中获利
- 净市场风险敞口不同，取决于
 - 基金经理的偏好；
 - 基金经理对股市走向的看法。
 - 牛市增加多头敞口
 - 熊市减少多头敞口



股权对冲投资：风险/回报

- 选股风险
 - 行情上涨时，精心挑选的多头头寸涨幅大于市场
 - 行情下跌时，精心挑选的空头头寸跌幅大于市场
- 回报来源
 - 行情上涨时，多头头寸产生正回报---与传统选股者相似。
 - 行情下跌时，空头头寸产生正回报
 - 总体回报与只做多头的基金经理相近，但波动性更小。



多-空投资的裨益

- 只有多头头寸的投资组合：
 - 以标的指数为标杆
 - 选股范围：指数涵盖的股票
 - 绩效衡量指标：相对于指数
 - 如何胜过标杆？
 - 增持（相对于指数权重）回报率有望超过平均水平的股票。
 - 减持（相对于指数权重）回报率有可能低于平均水平的股票。
 - 跟踪误差：
 - 增持股票和减持股票带来剩余风险，或是相对于标杆指数的跟踪误差。



多-空投资的裨益（续）

- 只持有多头头寸的投资组合在选股上的限制：
 - 积极型选股将受限于
 - 配置要求；
 - 风险考量（跟踪误差）。
 - 非负性限制：
 - 减持上限：指数权重
 - 把股票从投资组合中剔除
 - 对指数权重低的小盘股限制尤其大。
 - 对减持的限制同时也限制了投资组合增持那些预期表现会好的股票。



多-空投资的裨益（续）

- 举例：
 - 指数权重为0.1%的小盘股
 - 对该股持强烈否定观点导致
 - 把该股从投资组合中剔除；
 - 减持该股——相对于指数权重降低0.1%。
 - 对增持能力的影响：
 - 投资组合可以增持任何一只预期表现会好的股票——权重上升0.1%。
 - 指数权重所带来的限制会在实质上限制积极型选股能力。



多-空投资的裨益（续）

- 多-空投资组合提升了积极型选股的灵活性。
 - 不受非负性限制的约束；
 - 不受指数权重的约束。
- 多-空投资组合应构建为一个包含多头头寸和空头头寸的单一的、综合性的投资组合。
 - 并非双投资组合策略



多-空投资的裨益（续）

- 多头和空头头寸的确定是一个考虑了以下因素的最优化结果：
 - 预期股票回报率
 - 股票回报率的标准差
 - 回报率的相关性
 - 投资者的风险容忍度
- 多、空头寸的抵消可用于控制风险，不受标杆指数权重的制约。



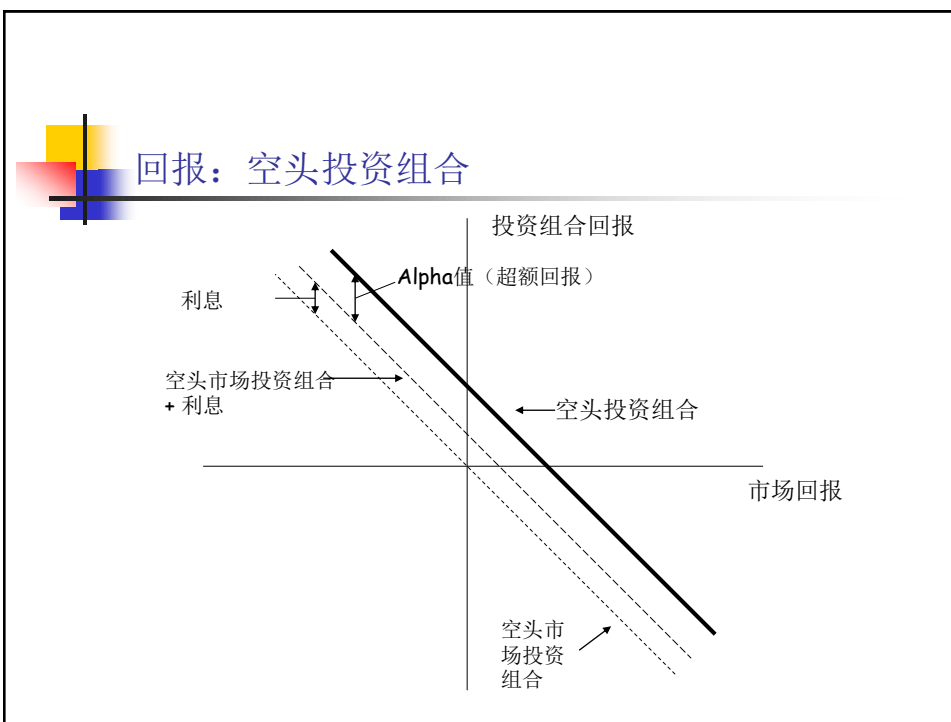
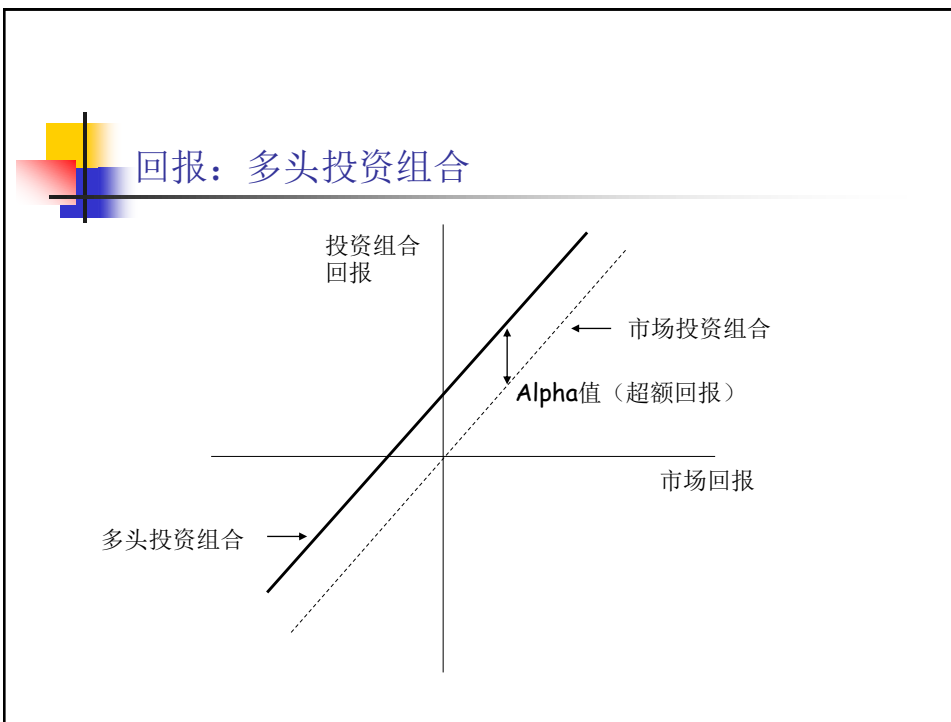
多-空投资的裨益（续）

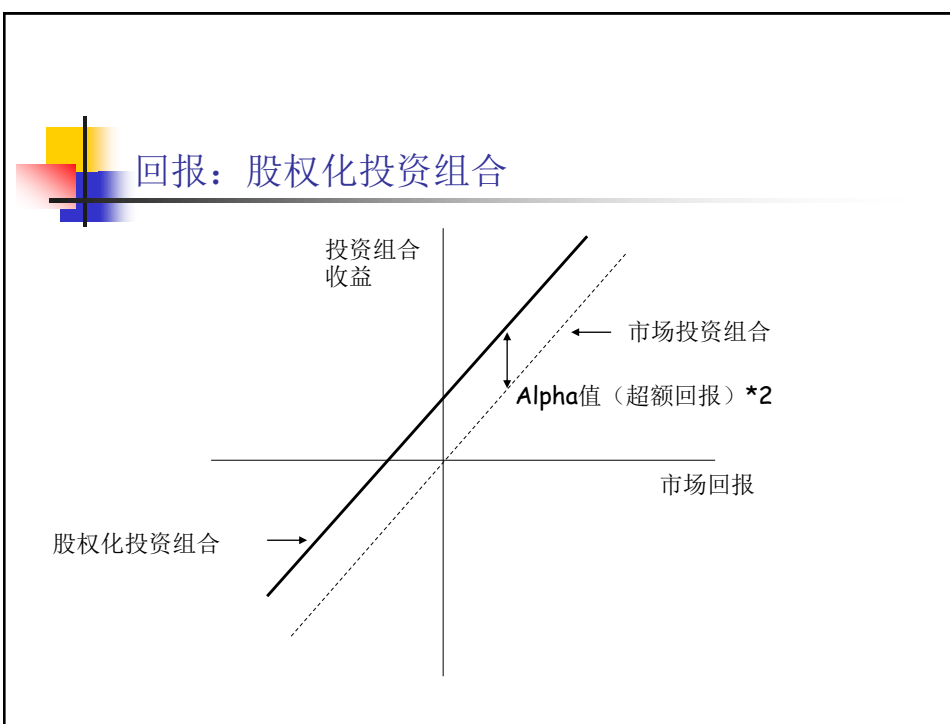
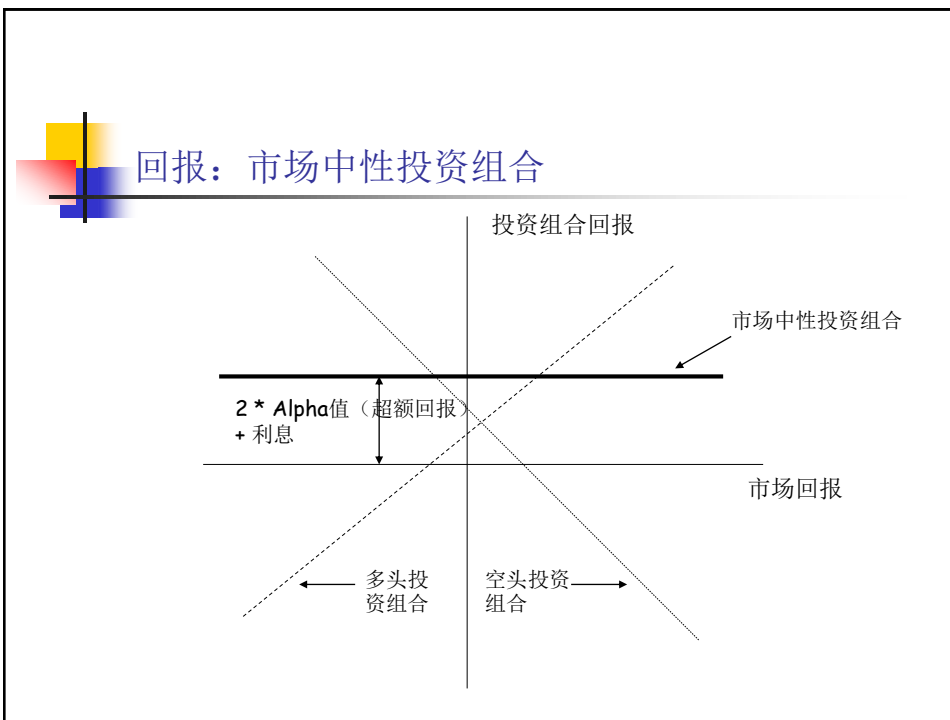
- 以石油股为例：
 - 情况一：对石油股持强烈观点
 - 依据预期回报率做多和做空石油股
 - 以抵消性的多、空头寸来控制投资组合对石油因子的风险敞口
 - 投资组合中石油股的权重不受任何指数权重的限制
 - 情况二：对石油股无观点
 - 从多-空投资组合中完全剔除石油股
 - 只持有多头头寸的投资组合会保留石油股的多头头寸，以减少由于偏离指数权重而产生的跟踪误差。



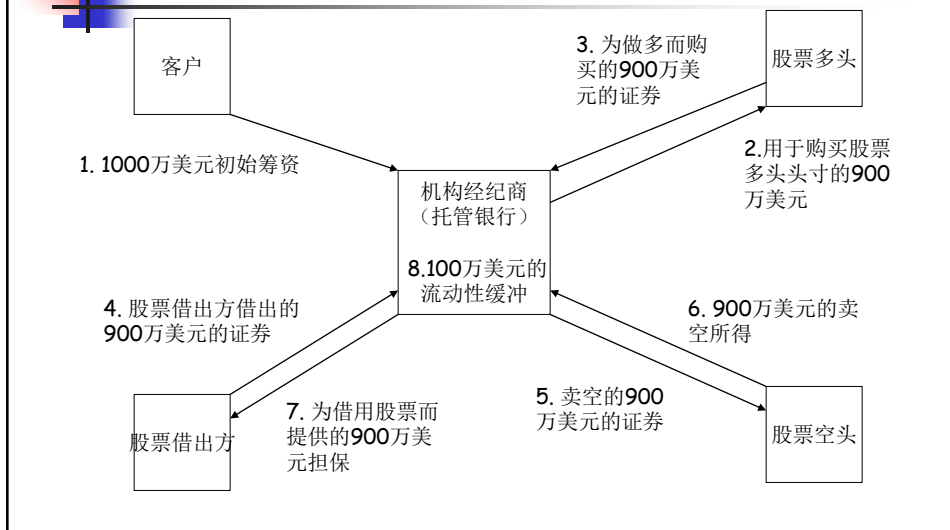
多-空股权投资策略

- 市场中性策略：
 - 始终持有相等金额的多头和空头头寸。
- 股权化策略
 - 持有相等金额的多头和空头头寸。
 - 增加一个永久性的股指期货“保护层”，金额等于投入资本。
- 股权对冲策略：
 - 持有金额不相等的多头和空头头寸





构建一个市场中性投资组合



市场中性投资组合：基本构建步骤

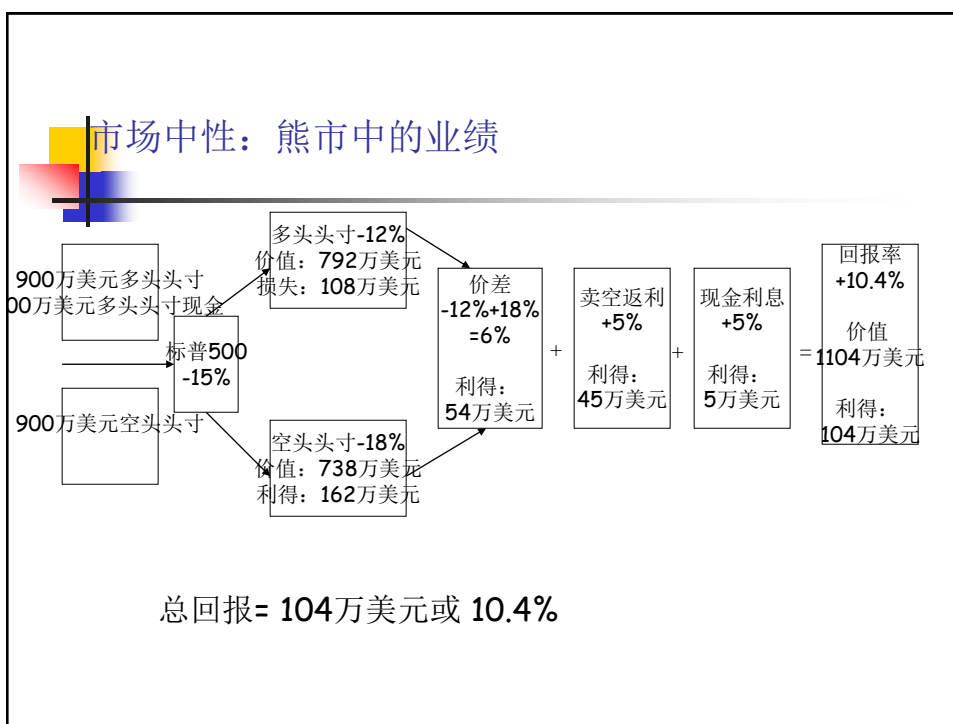
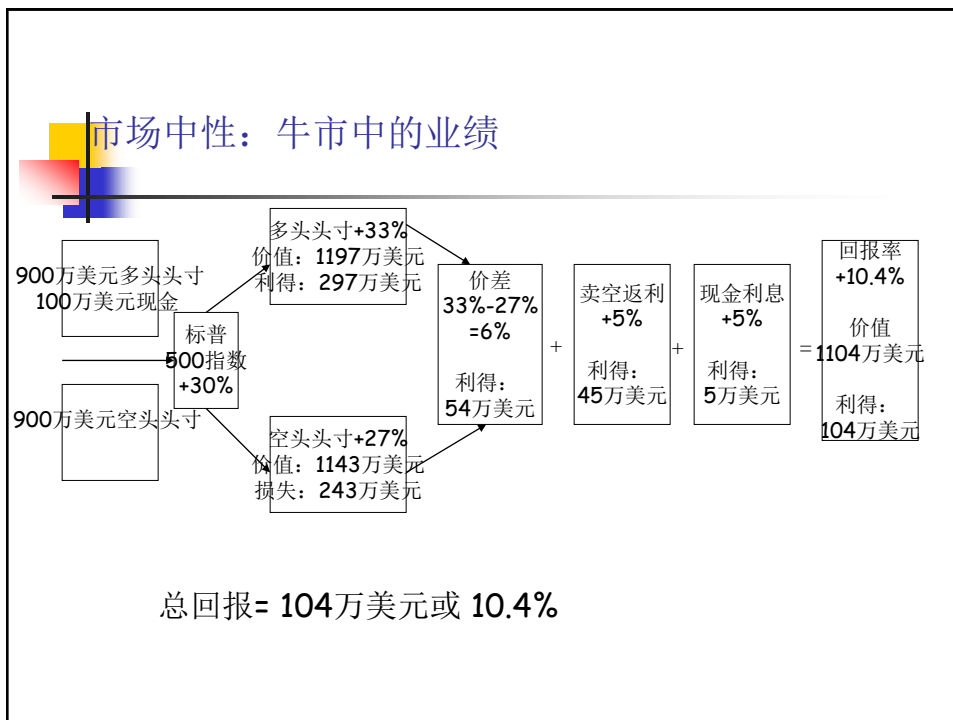
- 向合格的投资者筹资**1000**万美元。
- 找到一家信得过的“机构经纪商”管理账户。
 - 美联储要求，空头头寸应放在经纪公司的保证金账户中。
 - 由这家机构经纪商负责清算所有交易，安排借用卖空所需的股票。
- 投资**900**万美元用以购买所需的多头头寸。
 - 放在机构经纪商处；
 - 按照美联储的保证金要求，充当建立空头头寸所需的必要担保。

市场中性投资组合：基本构建步骤（续）

- 借得**900**万美元的证券来卖空。
 - 由机构经纪商安排。
 - 把卖空的现金所得抵押给股票借出方作担保。
- 在机构经纪商那里保留**100**万美元的“流动性缓冲”
 - 满足账户的现金需求。
 - 空头头寸的追加保证金
 - 基于卖空的股票向股票借出方偿还其应得的股利
 - 流动性缓冲通常占初始投资额的**10%**。

市场中性投资组合：回报来源

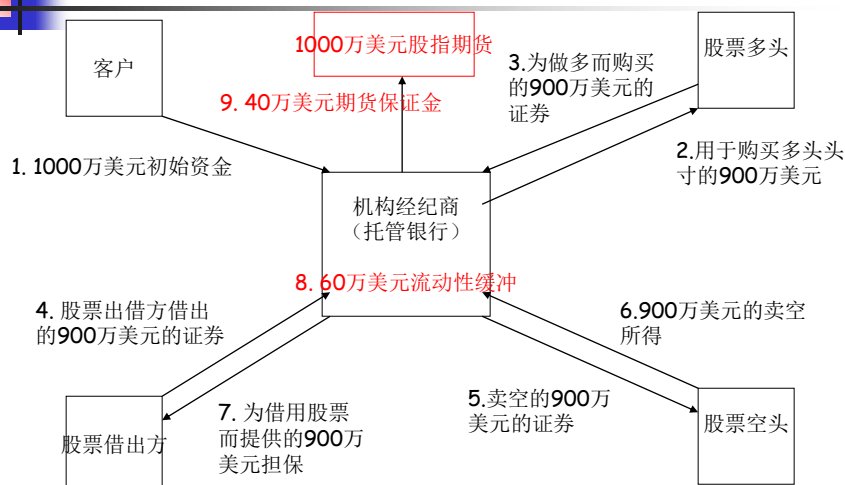
- 利息部分：
 - 流动性缓冲：~ 短期国债利率
 - 卖空的现金所得
 - 证券借出方
 - 机构经纪商
 - 多-空账户：~短期国债利率
 - “卖空返利”
 - 确切的分配方案通过协商决定。
- 股权部分
 - 多-空价差
 - 与股市总体走向无关



市场中性：业绩综述

- 构建得当的市场中性投资组合：
 - 不会发生系统性风险或市场风险；
 - 回报= 利息收益+ 多空价差
- 多空价差是纯积极型的。
 - 体现了基金经理的选股技能
 - 不会因标的市场的回报情况而稀释或提升

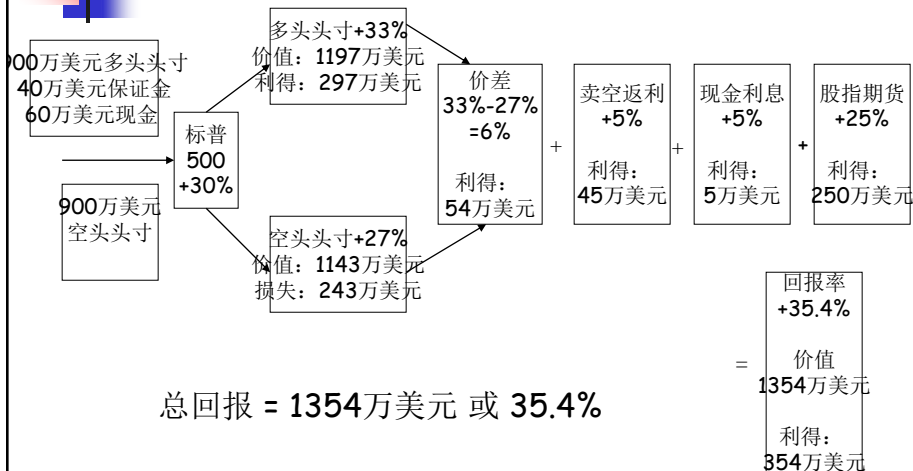
建立一个股权化多-空投资组合



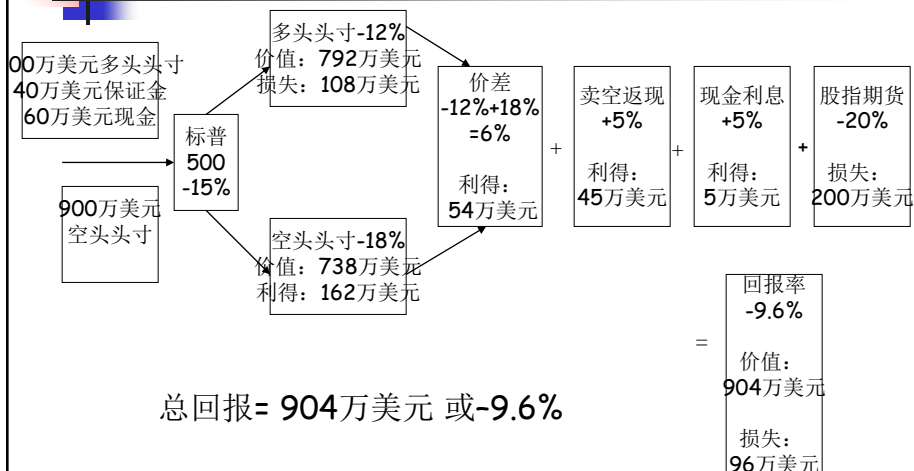
股权化投资组合：基本构建步骤

- 与市场中性投资组合的主要差异：
 - 增加1000万美元的股指期货
 - 保证金：40万美元
 - 流动性缓冲：60万美元
 - 用以满足空头头寸盯市机制的要求。
 - 较少的缓冲就够了，因为股指期货的盯市机制能抵消空头头寸的盯市机制。
 - 总体市场上涨导致：
 - 空头头寸的担保要求提高；
 - 持有的期货多头头寸价格上涨。

股权化投资组合：在牛市中的业绩



股权化投资组合：在熊市中的业绩



股权化投资组合：业绩综述

- 与市场中性投资组合迥然不同：
 - 受总体市场表现影响。
- 股权化投资组合并非市场中性。
 - 因为存在指数期货合约的市场风险敞口
- 股权化投资组合的回报体现了：
 - 总体市场走向
 - 多空头寸的回报差



Alpha值（超额回报）的“可转移性”

- 市场中性投资组合的回报纯粹只反映选股技能---与股市总体走向无关。
- 这种回报，或**Alpha**值，可以利用衍生品或互换转移给其他资产类别。
- 股权化市场中性投资组合将超额回报转移到股权类资产，在股票市场回报（及市场风险）上增加了**Alpha**超额回报（及**Alpha**风险）。



多-空投资组合的交易

- 多、空头寸的价值和市场敏感度必须实时保持均衡，以确保市场中性。
- 账户必须满足美联储、证交所以及经纪商各自的初始保证金和维持保证金要求。
- 必须满足空头头寸和期货头寸盯市机制的要求。