

两融与转融通推进A股进入对冲时代

2013年金融工程与衍生品投资策略

证券研究报告 2012年12月7日
蒋瑛琨 (分析师)
邮件: jiangyingkun@gtjas.com
电话: 021-38676710
证书编号: S0880511010023



 国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

投资要点

✓ 业务现状

- 融资融券市场平稳发展，转融通推进将促进两融进一步扩容。
- 借鉴海外市场看中国趋势，标的证券将扩容、市场规模增长（两融余额与成交、转融通规模）、机构参与度提升（出借证券、对冲策略）。

✓ 证券出借

- 机构通过证券出借可以增加1.5-2%的年化收益，尤其是指数型基金和长期资金。
- 海外市场证券出借人通常是拥有大量投资组合的机构如共同基金，养老金计划，保险公司，捐赠基金等，而对冲基金是海外融券的主要需求方，证券供给总体大于证券需求。

✓ 交易对冲

- 伴随量化投资和衍生品市场发展、及未来两融市场机构介入，融资融券策略更加丰富。在择时、配置（大类、行业、风格）、选股等传统量化策略基础上，市场中性与多空、统计套利、事件性套利、13030等方向交易与对冲策略将获得广泛发展。

目录

业务现状

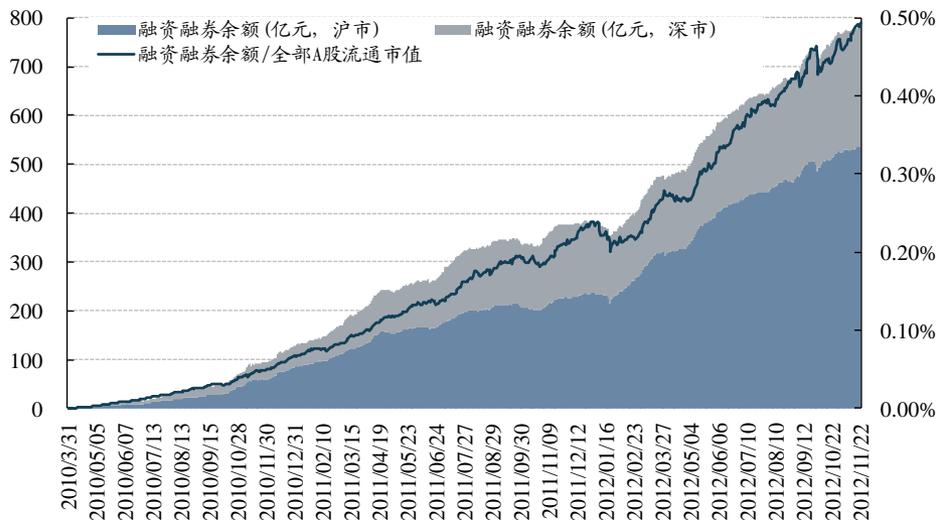
证券出借

交易对冲

两融规模稳步攀升

市场概况：截至2012年11月23日，融资融券余额约782亿元；融券余额占比2.67%；两融余额占A股流通市值比重0.49%。

融资融券余额及占A股流通市值比重



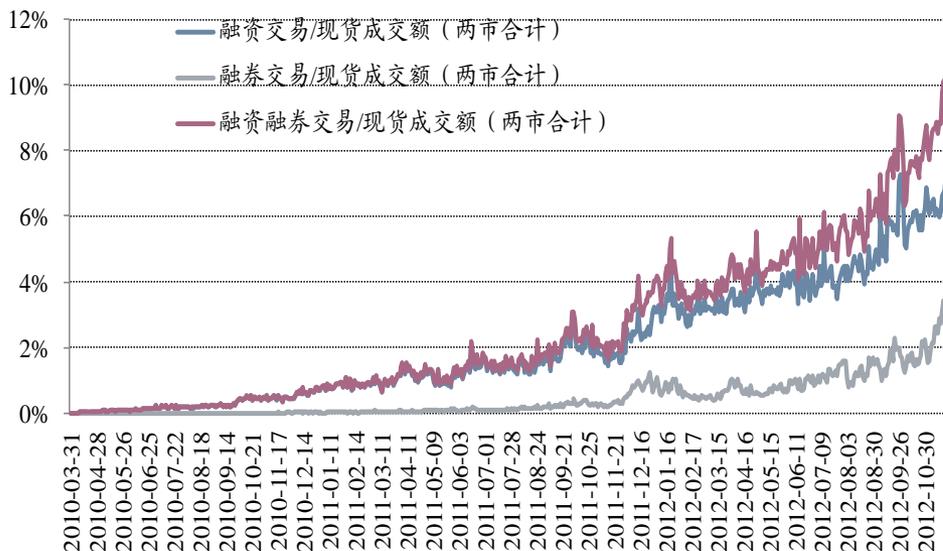
融资与融券余额占比



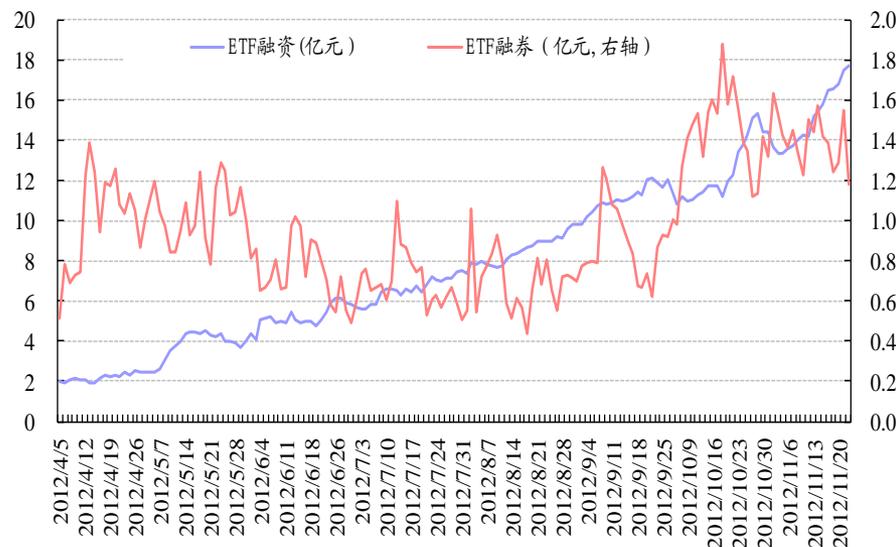
两融成交占股市比重逐步提升

- **融资融券成交**：占股市比重已达较高比例。两融交易额占A股比重为8.82%，其中融资交易占比6.00%，融券占比2.82%。
- **融资融券交易以股票为主**：ETF融资余额17.70亿元，占比2.33%，ETF融券余额1.18亿元，占比5.56%。

融资融券成交占A股比重



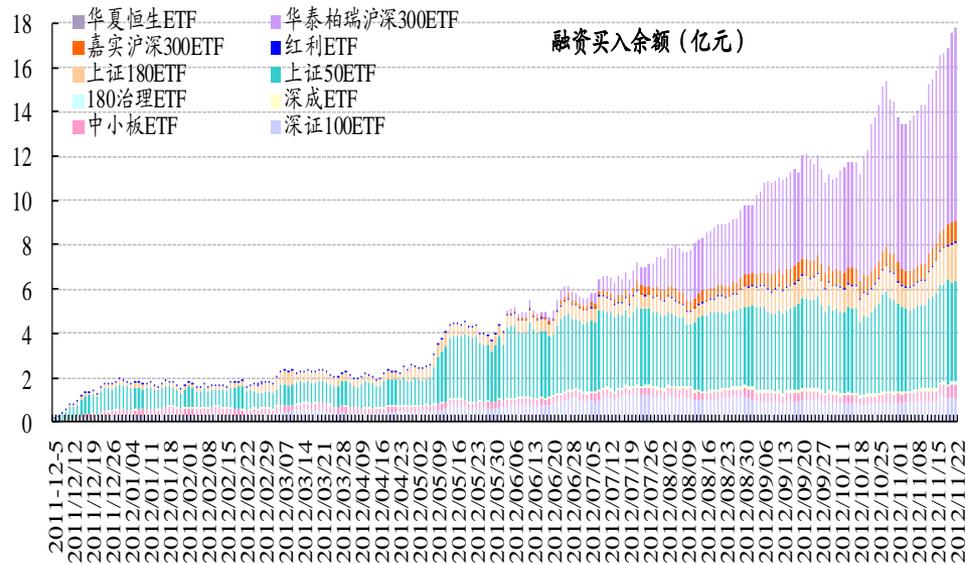
ETF融资与融券余额



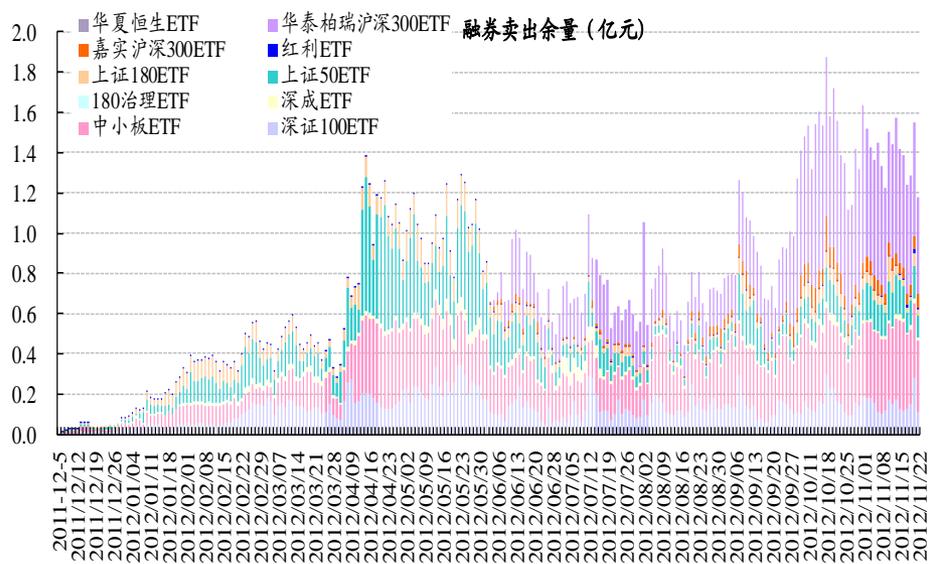
ETF格局

- ETF融资与融券交易阶段性变化。近阶段ETF融资，华泰柏瑞300ETF和50ETF较活跃；ETF融券，华泰柏瑞ETF和中小板ETF较活跃。

各ETF融资买入份额



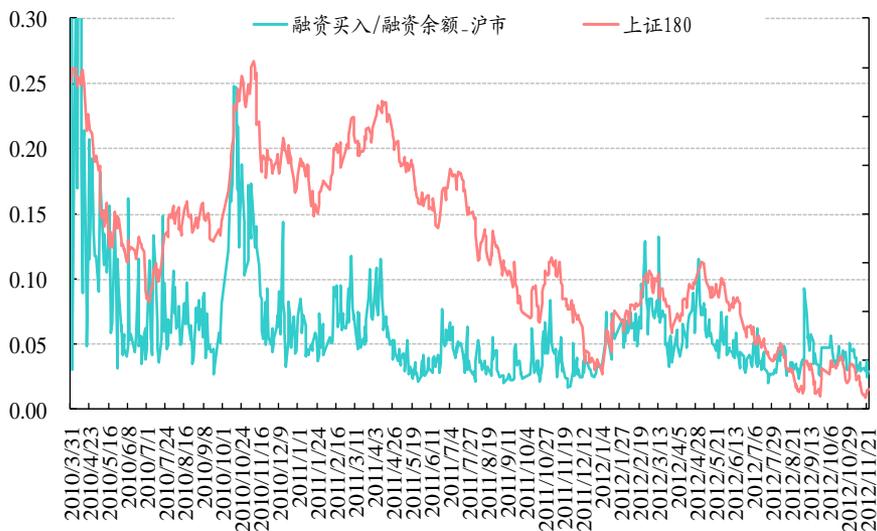
各ETF融券卖出份额



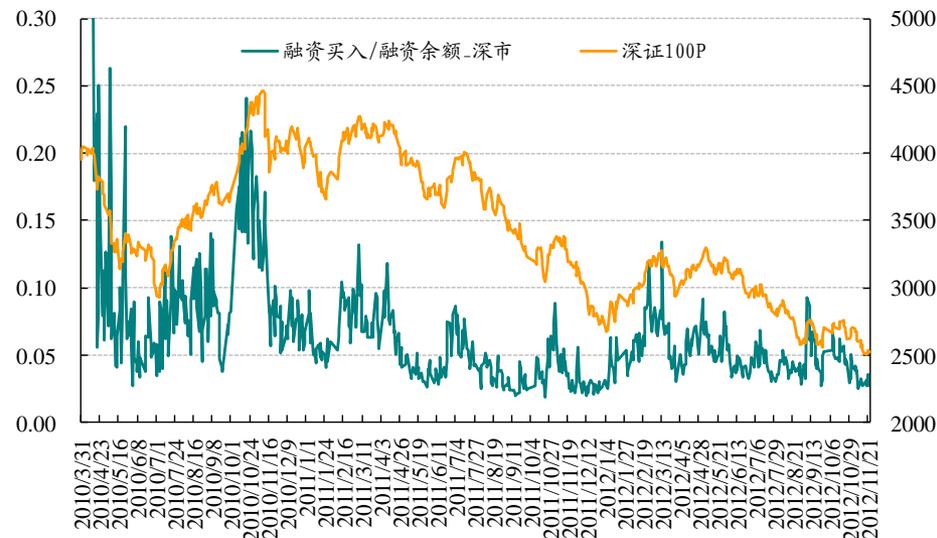
两融市场指标反映投资者情绪

- 两融市场情绪可作为择时指标的补充。融资买入金额与融资余额之比目前仍处于低位，情绪较弱。伴随市场扩容与机构进入，未来指标更具参考性。

沪市融资买入金额占融资余额比例



深市融资买入金额占融资余额比例



融资融券业务长期趋势

中国长期趋势

- 标的证券扩大
- 市场规模扩大
 - 融资融券余额
 - 融资融券成交
 - 转融通规模
- 机构参与
 - 出借证券
 - 对冲策略

日本(与中国制度相似):

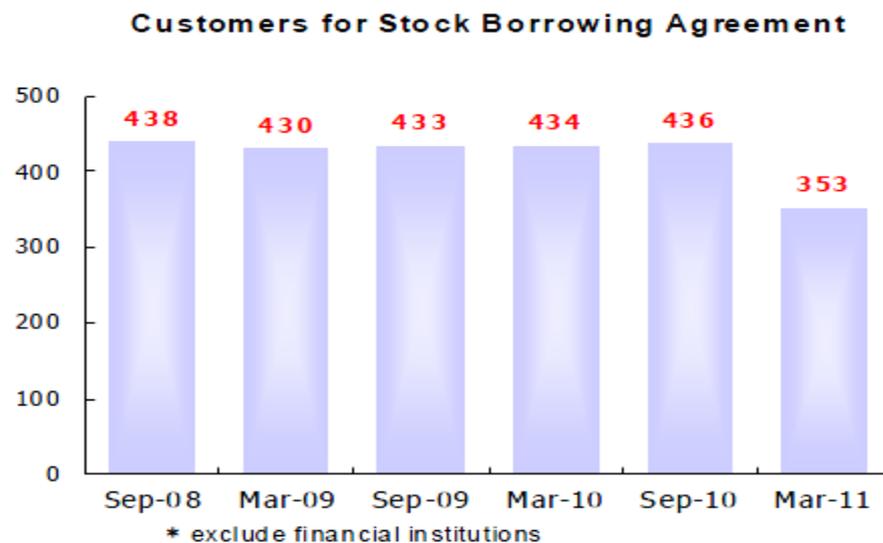
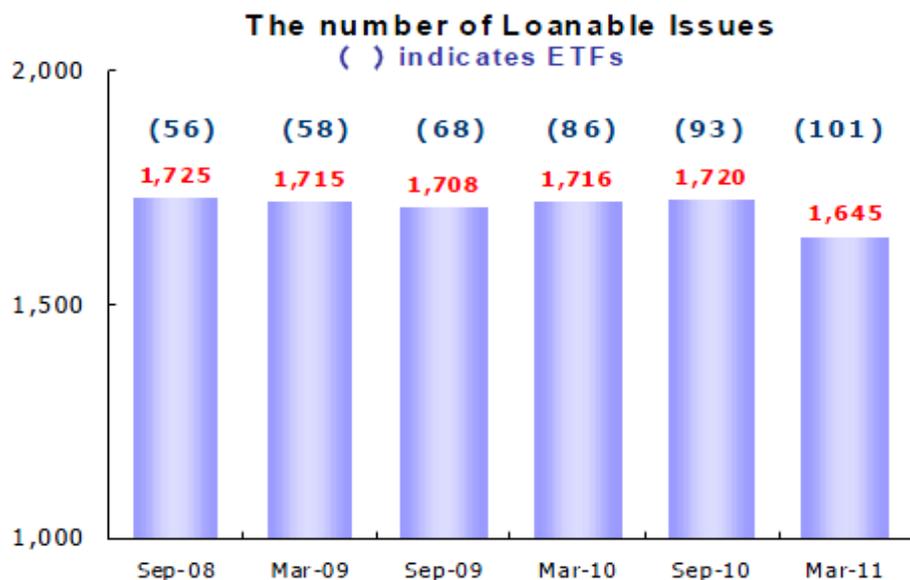
- 标的证券有1600多只
- 融券余额约占融资融券余额的33%
- 融资融券成交额占股市比例约15%

台湾：融资融券成交占股市比重约30%

香港：融券成交金额占股市比重近8%

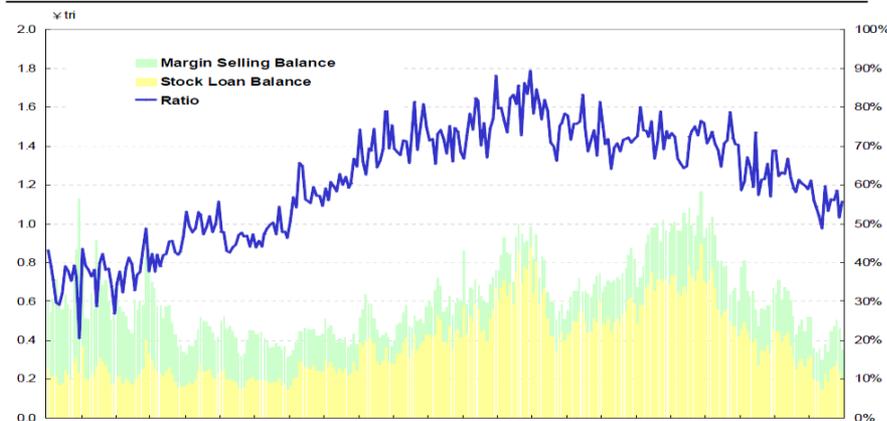
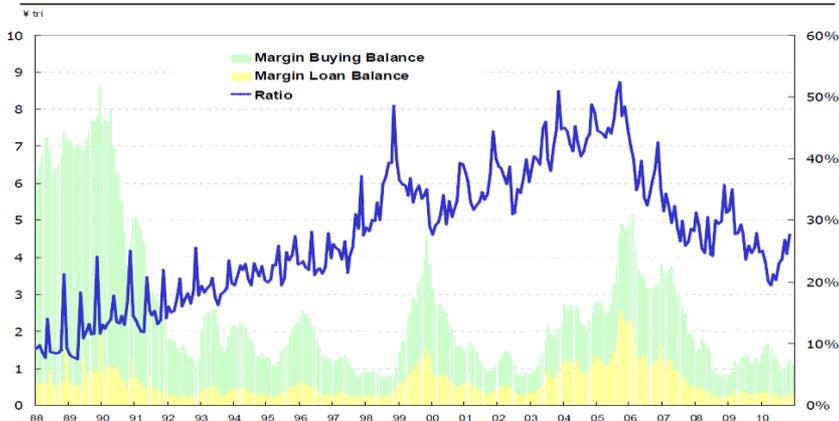
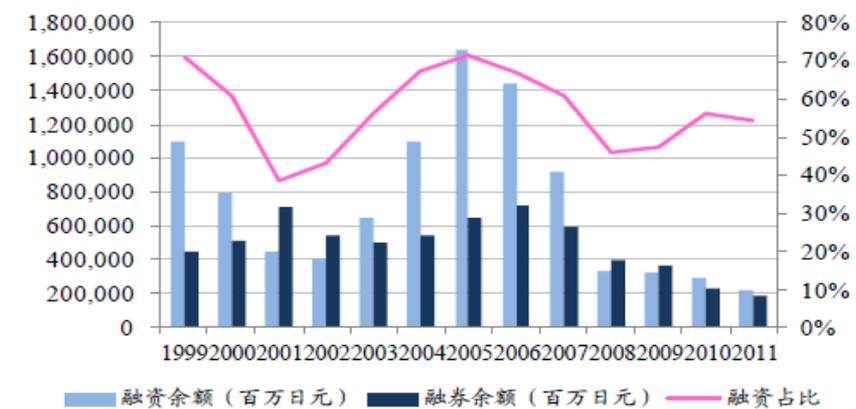
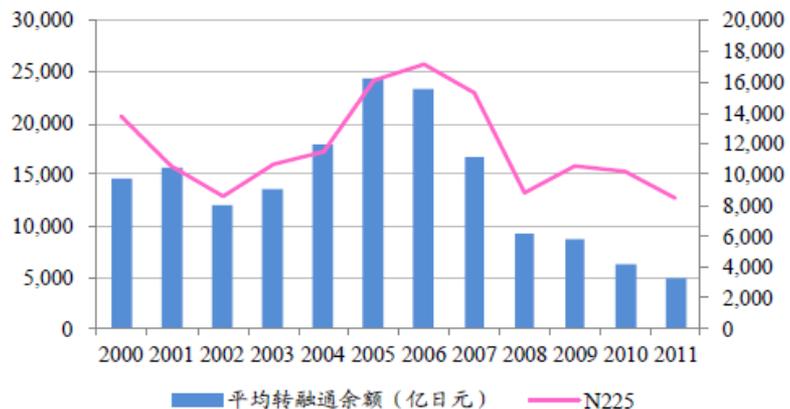
日证金：大多数证券能进行融资融券交易

- 可冲抵保证金证券约3000只，融资融券标的证券数量约1600多只。



日证金：转融通规模与股市相关度高

- 日本转融通规模与市场行情相关性明显：日证金的平均转融通余额规模从2006年的23,376亿日元下降至2011年的4859亿日元。1999-2011年，日证金的融资余额平均占比约57%，2011年融资占比约为54%，即融资、融券平分秋色。
- 日证金转融资与转融券比例：转融资占融资交易比例目前约30%，转融券占融券交易比例近60%。

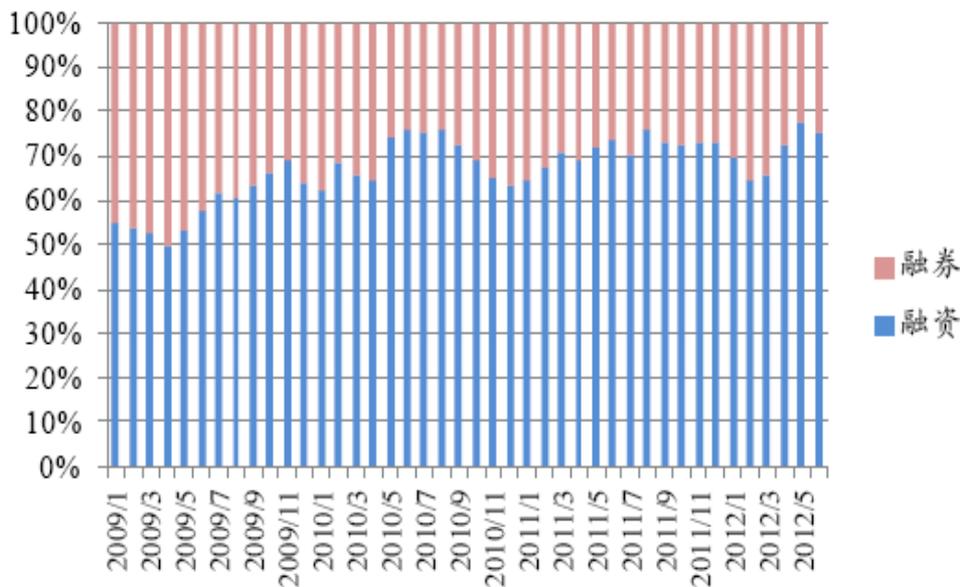


数据来源：国泰君安证券研究，JSF

日本：两融交易活跃，融券余额占1/3

- 融券余额约占融资融券余额的33%
- 东证：融资融券成交额占股市比例约15%

日本融券余额占比



日本融资融券成交额占股市比重

Year	Regular Transactions		Margin Transactions		成交量规模 C/A %	成交额规模 D/B %	% of Utilization by Individual
	Trading Volume (A)(100 mil. Shares)	Trading Value (B)(bil. Yen)	Trading Volume (C)(100 mil. Shares)	Trading Value (D)(bil. Yen)			
1997	2,132	214,237	314	25,882	14.7%	12.1%	38.8
1998	2,202	165,037	418	24,003	19.0%	14.5%	36.8
1999	2,870	338,377	576	62,531	20.1%	18.5%	41
2000	3,170	438,515	553	69,635	17.4%	15.9%	36.9
2001	3,729	363,621	731	58,183	19.6%	16.0%	34.6
2002	3,778	333,471	764	54,818	20.2%	16.4%	36.5
2003	5,751	435,437	1,195	68,542	20.8%	15.7%	46.8
2004	7,015	627,643	1,462	102,411	20.8%	16.3%	47.1
2005	10,483	901,025	2,345	153,780	22.4%	17.1%	47.5
2006	9,381	1,252,528	1,783	183,365	19.0%	14.6%	51.3
2007	10,585	1,410,306	1,824	182,777	17.2%	13.0%	54.9
2008	10,422	1,080,943	1,711	136,518	16.4%	12.6%	59.3
2009	10,538	693,916	2,153	116,689	20.4%	16.8%	56.8
2010	9,586	660,733	1,748	94,930	18.2%	14.4%	58
2011	9,803	632,016	1,711	86,840	17.5%	13.7%	58.6

目录

业务现状

证券出借

交易对冲

证券出借规则：出借收入

- 证券出借收益

期限	证券出借年化费率
3天	1.5%
7天	1.6%
14天	1.7%
28天	1.8%

借券费用=出借日证券收盘价×出借数量×出借日费率×实际出借天数/360

- 证券出借风险

申报即视为同意并接受证券金融公司的报价；无法在合约到期前提前收回出借证券；出借期内标的证券范围调整、标的证券暂停交易或终止上市；展期风险，自行与证金公司协商处理；出借人不能按期归还、借券费用和相应权益补偿等；证金公司将不对出借人提供投票权的补偿；证金公司以自身信用，不提供任何抵押品等。

证券出借规则：出借申报

- 证券出借交易申报类型：
 - 非约定申报：采用集中撮合的成交方式撮合成交。（试点期间采用）
 - 约定申报：按约定的对手方撮合成交。
- 出借人申报数量：应当为100股（份）或其整数倍，最低单笔申报数量不得低于1万股（份），最大单笔申报数量不得超过100万股（份）。
- 借入人申报数量：应当为100股（份）或其整数倍，最低单笔申报数量不得低于1万股（份），最大单笔申报数量不得超过1亿股（份）。
- 转融通交易时间（沪深有差异）：
 - 上海：借入人借入申报时间为每个交易日9:30至11:30、13:00至15:10。申报当日有效，15:10前可以撤销。
出借人出借申报时间为每个交易日9:30至11:30、13:00至15:00。申报当日有效，14:30前可以撤销。
 - 深圳：借入人借入申报时间为每个交易日9:15至11:30、13:00至15:30。
出借人出借申报时间为每个交易日9:15至11:30、13:00至15:00。申报当日有效，且在出借申报时间内可以撤销。

iShares旗下基金的证券出借收益率

Table 1: Lending returns inside iShares ETFs for the iShares with the highest lending return in 2008

iShares ETFs	Fiscal Year	Securities lending return to the ETF (basis points)		
		2007	2008	2009
iShares MSCI Turkey ²	Oct-09	114.6	142.9	N/A**
iShares DJ Euro STOXX Select Dividend ¹	29-Feb	14.6	33.1	40.0
iShares FTSE/Xinhua China 25 ¹	29-Feb	25.1	30.2	29.3
iShares FTSEurofirst 80 ¹	29-Feb	25.4	28.4	34.1
iShares DJ Euro STOXX 50 ²	Oct-09	28.6	28.3	N/A**
iShares FTSE/EPRA European Property Index Fund ¹	29-Feb	3.0	25.4	39.3
iShares DJ Euro STOXX SmallCap ¹	29-Feb	12.8	25.2	34.3
iShares DJ Euro STOXX MidCap ¹	29-Feb	15.0	21.6	27.8
iShares DJ Euro STOXX Value ¹	29-Feb	N/A*	18.0	25.8
iShares DJ Euro STOXX Growth ¹	29-Feb	1.5	16.1	30.1
iShares FTSEurofirst 100 ¹	29-Feb	12.0	16.0	19.1
iShares S&P Global Water ²	Oct-09	N/A*	12.5	N/A**
iShares DJ STOXX 50 ²	Oct-09	9.7	12.4	N/A**
iShares MSCI Europe ex-UK ¹	29-Feb	N/A*	10.6	23.6
iShares S&P 500 ¹	29-Feb	8.4	7.6	0.4

Source: BlackRock.

1. Subfund of iShares plc managed in Ireland. iShares plc annual report and audited financial statements for the year ending 28 February 2009.

2. Subfund of iShares II plc managed in Ireland. iShares II plc annual report and audited financial statements for the year ended 31 October 2008.

Audited lending revenue for each fiscal year, adjusted for a 12 month period, past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.

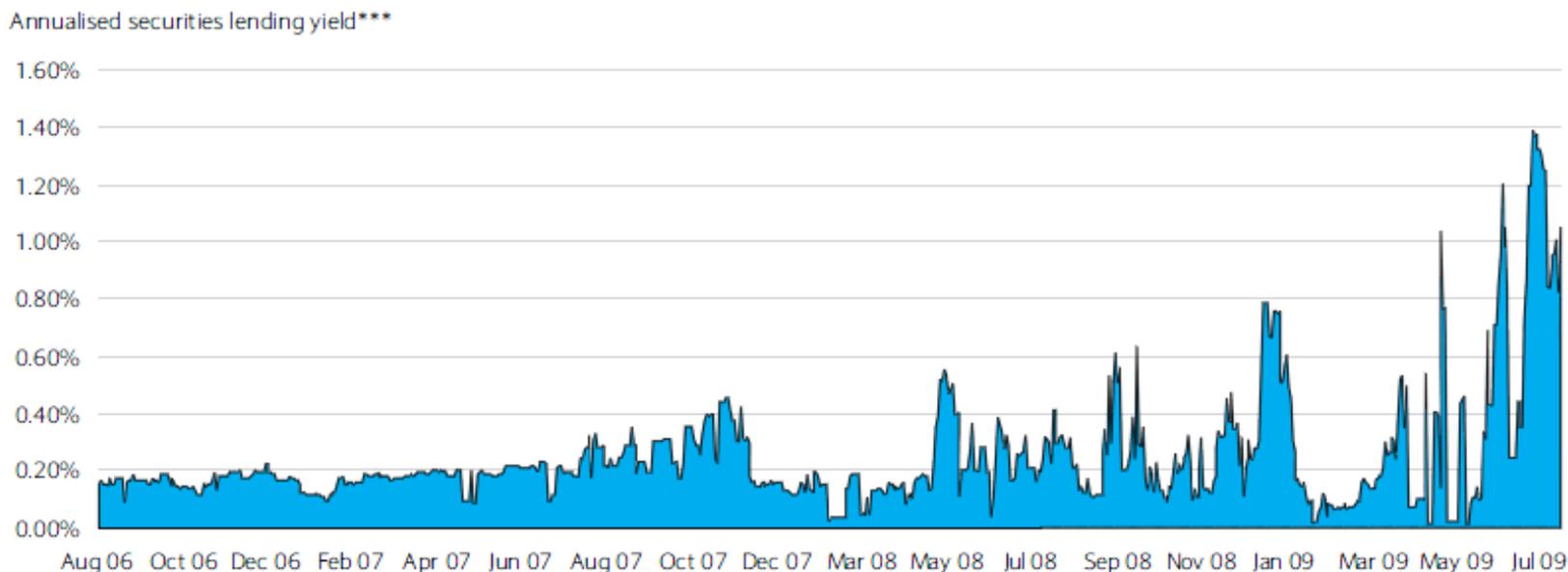
* Funds were not participating in the securities lending programme due to limited size.

** Annual report is not available yet.

出借iShare DAX(DE)ETF份额的收益

Figure 3: Lending returns from lending iShares DAX® (DE) ETF units over time

Lending returns vary over time depending on supply, demand and the general market environment. Figure 3 shows the gross market yield for lending the iShares DAX® (DE) units since August 2007. The yields peaked in July 2009, reaching levels of up to 1.40%.



Source: 2009 Annual Report to Shareholders, iShares Russell Series, 31 March 2009.

* Please note that the regulatory framework for US iShares is different from European iShares, so if you would like further information on the securities lending process in the US please contact us.

** Source: BlackRock and Performance Explorer, Information on www.performanceexplorer.com (July 2009). Figures represent the gross lending yield pre-split and any applicable fees.

*** Source: Data Explorers Limited – information available on www.performanceexplorer.com, as at July 2009. Figures represent the gross market lending yield pre-split and any applicable fees.

Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.

The terms of the lending arrangement between the iShares units holder and the lending agent/custodian is at their discretion.

The rates represent current market levels and are subject to market forces.

1. Subfund of iShares plc managed in Ireland. iShares plc annual report and audited financial statements for the year ending 28 February 2009.

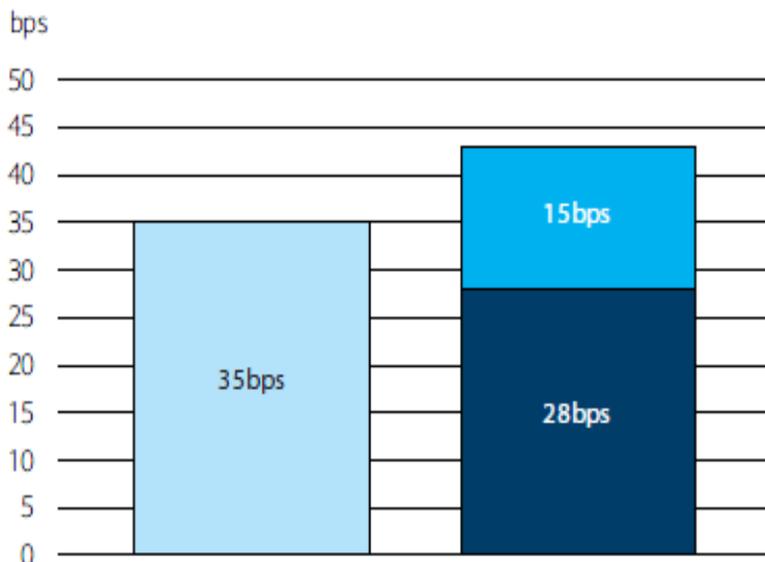
2. Subfund of iShares II plc managed in Ireland. iShares II plc annual report and audited financial statements for the year ended 31 October 2008.

缴纳的ETF管理费和从出借业务获得的收益

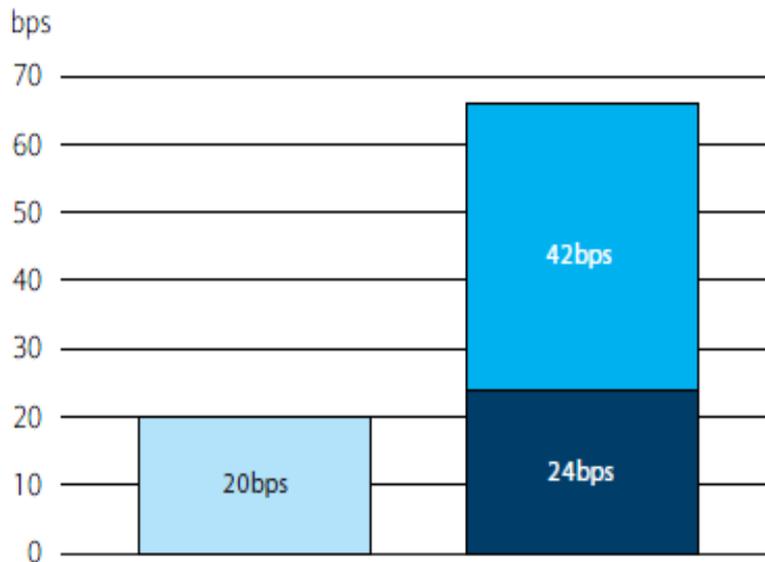
Figure 2: Lending returns inside iShares ETFs and from lending the ETF units

These charts illustrate how much revenue an iShares investor would have generated from the two sources of securities lending: within the ETF and the lending of iShares units. The ETF TER is the cost of an investor maintaining the iShares position over one year.

iShares DJ Euro STOXX 50²



iShares Russell 2000 Index Fund (US)*



TER Revenue earned from securities lending within the ETF Income from the lending of the iShares units**

iShares证券出借的收益率

iShares前12个月证券出借的收益率（截至2011年6月30日）

Fund name	Net returns to the Fund (bps) ¹	Average on loan ²	Maximum on loan ²	Collateral coverage	Fund name	Net returns to the Fund (bps) ¹	Average on loan ²	Maximum on loan ²	Collateral coverage
iShares AEX	15.5 bps	12%	36%	108.6%	iShares FTSE/Macquarie Global Infrastructure 100	4.1 bps	6%	16%	109.7%
iShares Barclays Capital Euro Government Bond 1-3	2.2 bps	21%	39%	105.1%	iShares FTSEurofirst 100	5.4 bps	3%	19%	108.6%
iShares Barclays Capital Euro Government Bond 15-30	3.6 bps	38%	49%	103.5%	iShares FTSEurofirst 80	7.6 bps	4%	25%	129.8%
iShares Barclays Capital Euro Government Bond 3-5	5.3 bps	49%	86%	103.9%	iShares Markit iBoxx \$ Corporate Bond	0.0 bps	0%	2%	No loans at year-end
iShares Barclays Capital Euro Government Bond 7-10	7.2 bps	68%	91%	103.3%	iShares Markit iBoxx £ Corporate Bond	0.2 bps	1%	2%	105.2%
iShares Barclays Capital Euro Inflation Linked Bond	5.1 bps	49%	82%	102.8%	iShares Markit iBoxx Euro Corporate Bond	0.1 bps	1%	2%	107.5%
iShares EURO STOXX 50	19.2 bps	6%	39%	110.0%	iShares MSCI AC Far East Ex-Japan	3.9 bps	8%	13%	111.5%
iShares EURO STOXX 50 (Acc)	18.4 bps	3%	39%	110.0%	iShares MSCI Eastern Europe 10/40	5.0 bps	7%	15%	112.0%
iShares EURO STOXX Mid	22.1 bps	13%	26%	115.3%	iShares MSCI Emerging Markets	3.6 bps	4%	6%	113.6%
iShares EURO STOXX Select Dividend 30	18.7 bps	15%	27%	111.9%	iShares MSCI Europe	11.0 bps	6%	19%	118.2%
iShares EURO STOXX Small	13.5 bps	13%	35%	109.9%	iShares MSCI Europe Ex-UK	16.9 bps	7%	22%	117.7%
iShares EURO STOXX Total Market Growth Large	12.4 bps	8%	41%	146.6%	iShares MSCI Japan	1.6 bps	5%	25%	109.2%
iShares EURO STOXX Total Market Value Large	8.8 bps	6%	43%	108.6%	iShares MSCI Japan SmallCap	17.6 bps	73%	94%	108.0%
iShares FTSE 100	0.8 bps	1%	9%	111.0%	iShares MSCI Korea	5.9 bps	4%	7%	113.2%
iShares FTSE 250	14.7 bps	92%	95%	109.8%	iShares MSCI North America	1.2 bps	1%	4%	109.0%
iShares FTSE BRIC 50	2.1 bps	7%	12%	110.9%	iShares MSCI Turkey	38.5 bps	18%	42%	121.4%
iShares FTSE China 25	9.8 bps	19%	32%	110.5%	iShares MSCI World	4.3 bps	4%	10%	113.1%
iShares FTSE EPRA/NAREIT Asia Property Yield Fund	3.4 bps	12%	31%	109.4%	iShares S&P 500	0.7 bps	1%	14%	109.0%
iShares FTSE UK All Stocks Gilt	0.0 bps	0%	0%	No loans at year-end	iShares S&P Global Clean Energy	86.2 bps	24%	38%	112.1%
iShares FTSE UK Dividend Plus	1.6 bps	2%	7%	110.7%	iShares S&P Global Water	1.7 bps	2%	8%	119.7%
iShares FTSE/EPRA European Property Index Fund	23.3 bps	13%	45%	121.0%	iShares STOXX Europe 50	10.7 bps	5%	18%	114.7%

iShares ETF所包含证券的出借收益

10个iShares 欧洲ETF所包含证券的出借收益(2004-2008)

Table 1: Lending returns inside 10 selected European iShares ETFs for 2004 - 2008

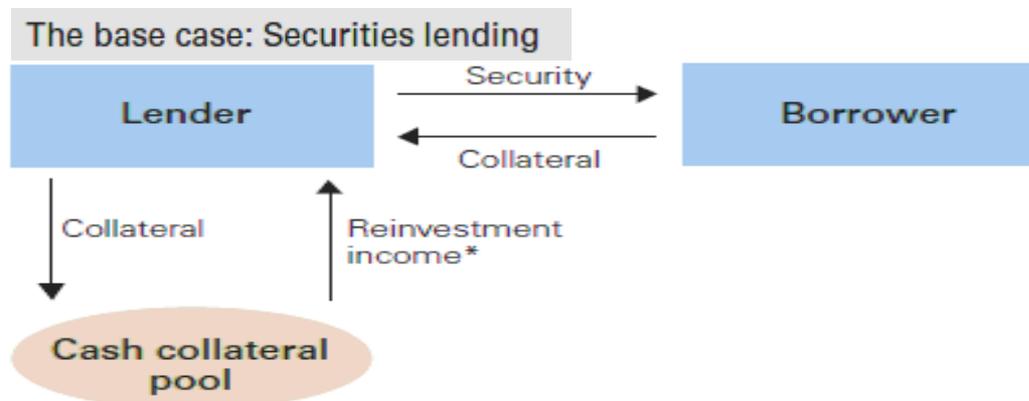
iShares ETFs	Fiscal Year	Securities Lending Return to the ETF (bps)				
		2004	2005	2006	2007	2008
iShares MSCI Turkey	31-Oct				115	
iShares DJ Euro STOXX Select Dividend	29-Feb				15	33
iShares FTSE/Xinhua China 25	29-Feb			3	25	30
iShares DJ Euro STOXX 50	31-Oct	19	25	27	29	
iShares FTSEurofirst 80	29-Feb		25	34	25	28
iShares FTSE/EPRA European Property	29-Feb				3	25
iShares DJ Euro STOXX SmallCap	29-Feb			5	13	25
iShares S&P 500	29-Feb		6	6	8	8
iShares MSCI Eastern Europe	29-Feb				9	7
iShares MSCI Emerging Markets	29-Feb				1	3

Table 2: Lending returns inside iShares ETFs, and from lending the units

ETF	TER	Lending returns inside the ETF	Market data from lending the ETF units	Total revenue	Excess return
iShares Russell 2000 Index Fund (US)*	20	14	115	129	109
iShares FTSE 250	40	1	90	91	51
iShares DJ Euro Stoxx 50	35	29	20	49	14
iShares MSCI Emerging Markets (US)*	74	9	85	94	20

对冲基金是海外融券的主要需求方

- 截止2010年，全球可用于证券出借业务的股票和债券的供给已经恢复到了金融危机前的水平。2008年总供应量为9万亿美元，现在已经达到了12万亿美元。美国市场证券出借业务的需求主要来自于对冲基金，其需求仍然受到抑制，总供给量大约是总需求量的12倍。（Vanguard research, July 2011）
- 证券出借人通常是拥有大量投资组合的机构投资者，例如共同基金，养老金计划，保险公司，捐赠基金等；证券借入人主要是经纪商、对冲基金等。（Vanguard research, July 2011）
- 证券出借市场是一个有序监管的场外交易市场。市场规模非常庞大，拥有超过7万亿欧元的可借贷资产，每天在借资产超过1万亿欧元（dataexplorers, Q3 2011）。



*A portion of this reinvestment income may be rebated back to the borrower.

Source: Vanguard.

目录

业务现状

证券出借

交易对冲

融资融券及转融通对市场影响

- 平衡市场多空力量，有助于合理定价。长期更多证券将纳入标的证券范围。
- 提供交易杠杆，增加股票供应和需求，提升流动性。
- 引入卖空机制，改变传统投资理念，丰富投资者盈利模式。下跌市仍可获利。
- 货币政策对资本市场的影响更为直接。
- 创新业务相继推出，提升市场整体效率。
- 伴随市场发展与机构介入，量化对冲策略日益重要。如统计套利、市场中性、多空头、130/30等。
- 长期看，对指数/个股/行业的股价判断，需纳入更多信用市场与衍生市场指标。如标的证券融资买入与融券卖出成交量比、卖权和买权的成交量比、融资买入金额占市场成交金额比等。
- 对券商业务有明显正向影响。

国内对冲策略框架

组合构建

- 统计套利
- 指数增强/抽样
- 量化选股
- 基本面选股
- 事件套利
- 程序化交易

对冲工具

- 股指期货
- 融资融券
- 利用ETF卖空

风险头寸

- 市场/现金中性
- 多空头
- 做多/卖空
- 现货/衍生品：
正向反向对冲

股指期货与融资融券

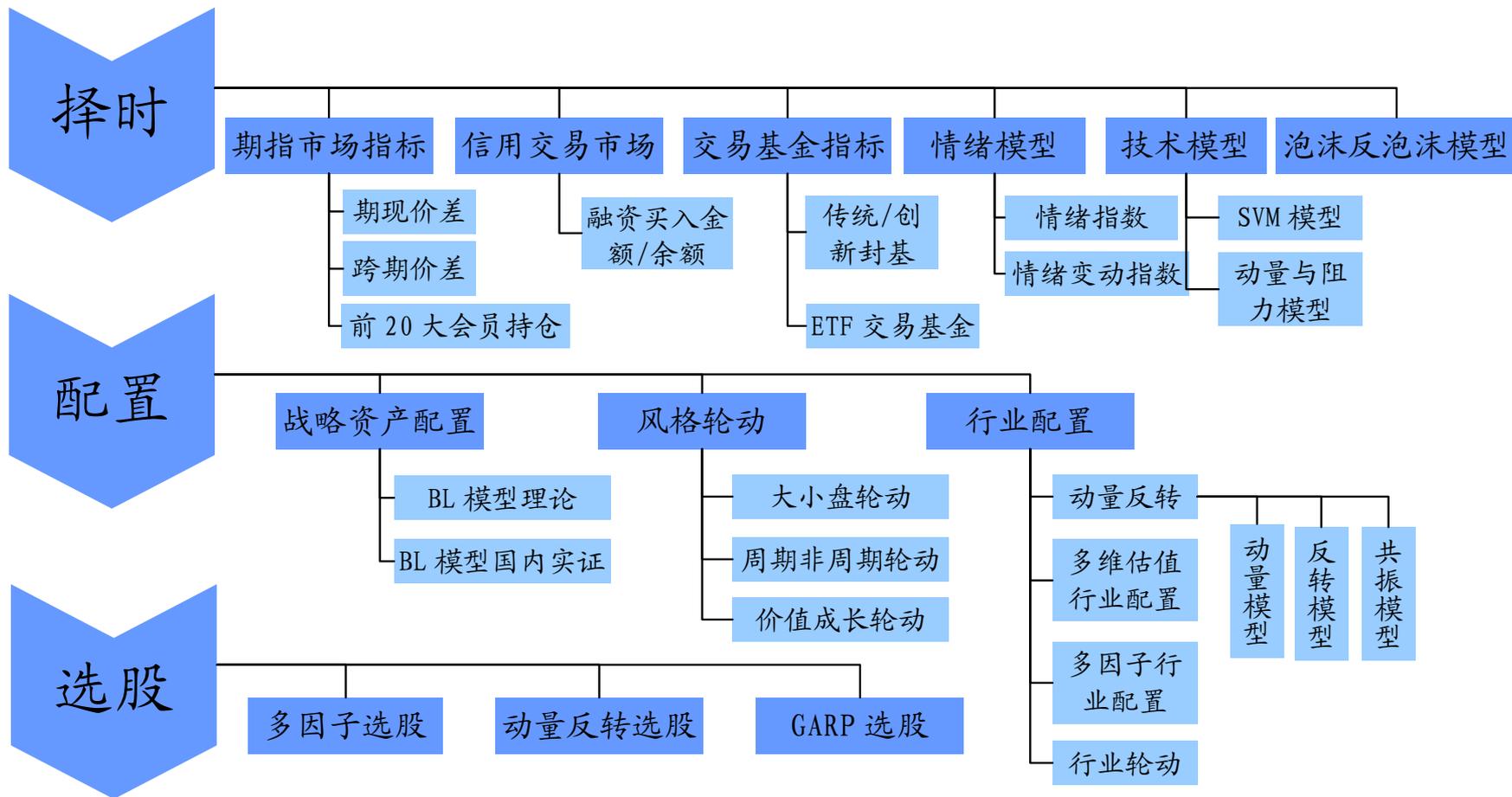
- 交易标的
- 流动性
- 交易成本
- 杠杆
- 市场容量

融资融券：股票与ETF

- 交易标的
- 印花税
- 事件性影响
- 停牌问题
-

国泰君安金工量化投资决策体系

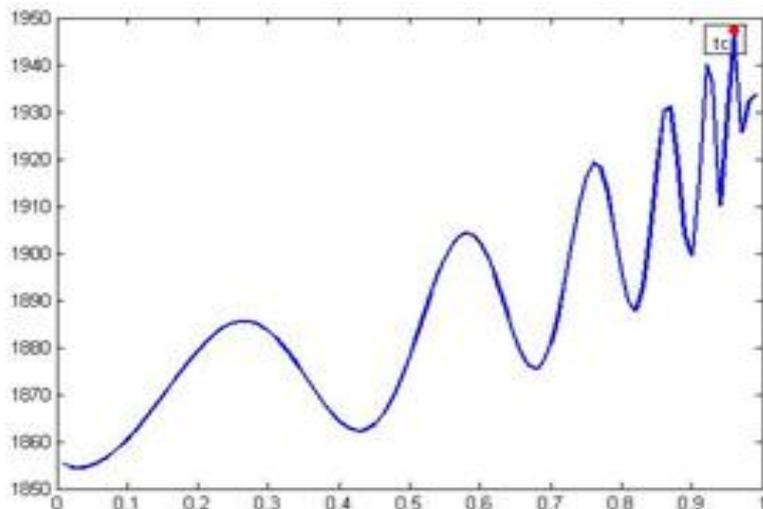
我们构建择时、行业配置与风格轮动、选股、程序化交易、统计套利等多层面多模型体系。
多模型印证（模型实用性评估与完善）；多空对冲（各模型同时给出多、空对冲建议）。



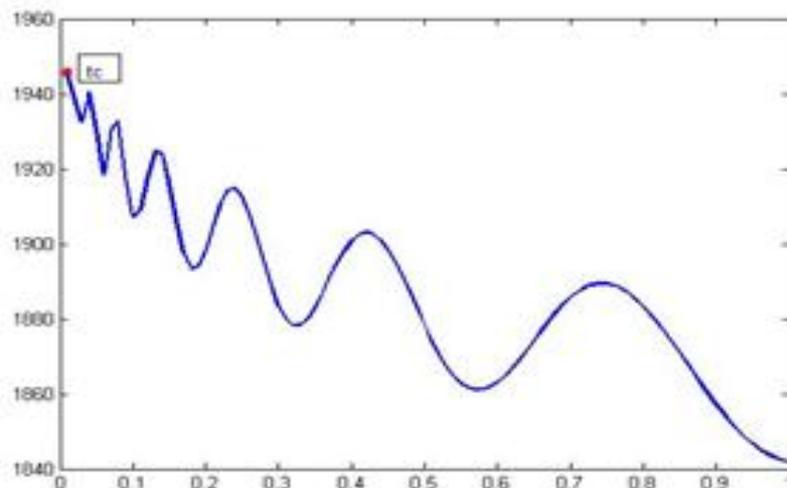
量化择时：多指标体系

- **量化择时体系**：泡沫模型(有信号时)；动量与阻力择时；SVM技术择时；市场情绪指数；期指价差与成交；场内基金折溢价；两融交易情绪；解禁与减持。**择时模型可应用于趋势交易或做空。**
- **举例：泡沫模型**。国外学者发现金融市场泡沫的形成与破裂与地震、材料断裂等物理现象有非常多的相似之处，都是复杂系统的自组织临界性行为，可以用地球物理学中的对数周期幂律模型（LPPL模型）解释。
- 我们利用该模型研究中国股市泡沫问题，**成功预测了今年3.6回调、4.5反弹及4.22回调等时点**，创造性地用于中国股市短期与中长期拐点判断，在市场上引起了强烈反响。

举例泡沫形态示例



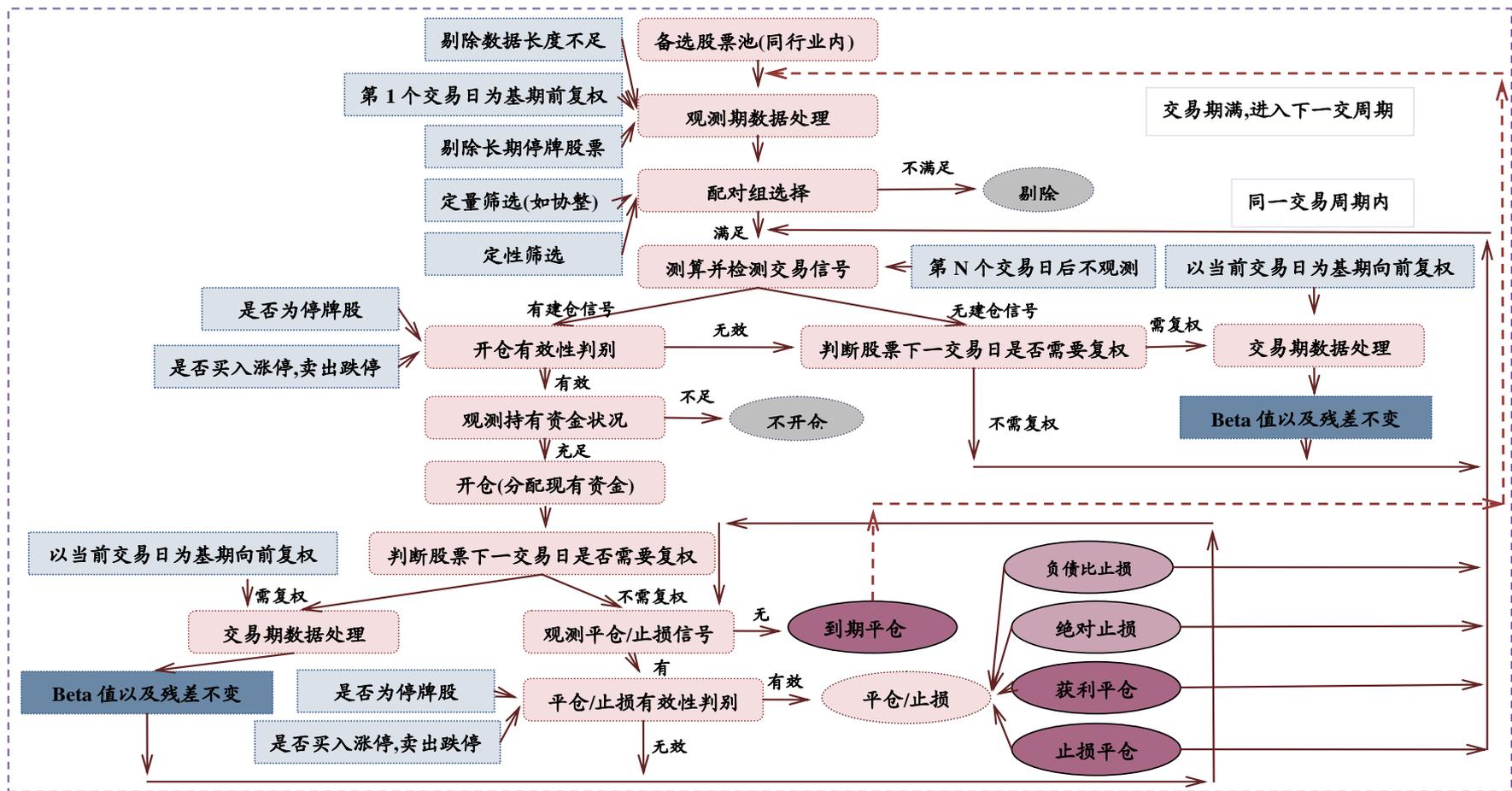
反泡沫形态示例



统计套利：配对交易

- **行业内多空配对**：操作性强，风险可控，收益稳健。用于不同子行业、股票多空组合。**跨行业多空配对**：难度与风险增加，应用于相关行业。

配对交易流程图

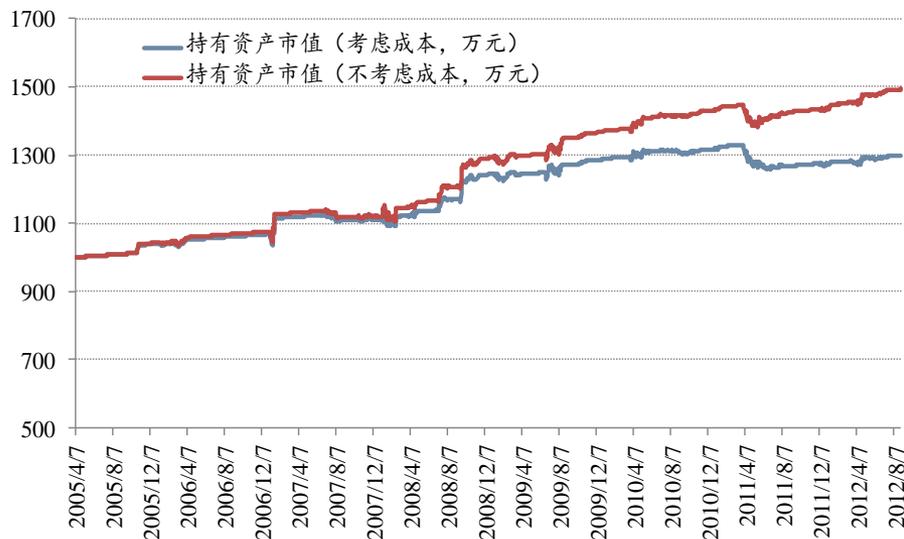


资金限制下配对交易模拟

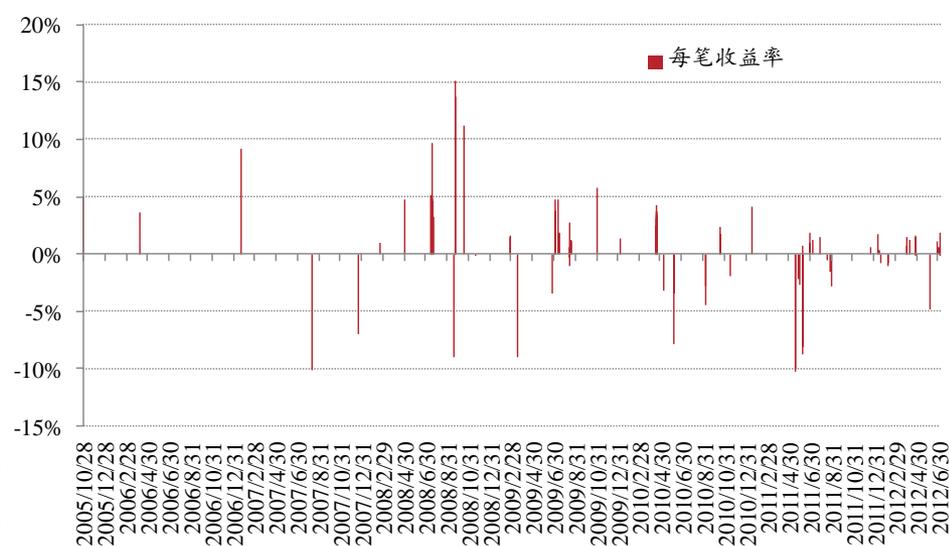
资金限制下，配对交易全区间（2005.1-2012.10）收益率：

- (1) 全区间累计收益率为30%；
- (2) 全区间最大回撤为-5.5%；
- (3) 全区间信号利用率为96.6%。

配对交易全区间累计收益率



配对交易全区间每笔交易收益率

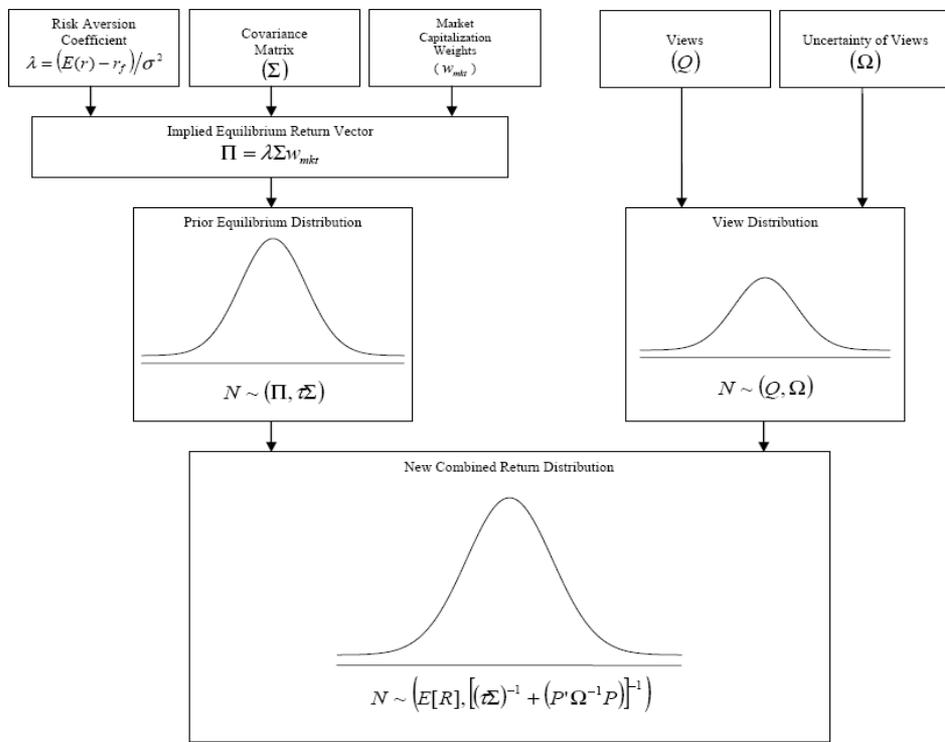


BL模型：大类与子类资产配置

• **Black-Litterman模型**：简称B-L模型，是由高盛的Fisher Black和Robert Litterman在1992年提出的资产配置模型。

• **原理**：B-L模型使用贝叶斯方法，将投资者对资产预期收益的主观观点与市场均衡情况下的资产收益相结合，形成一个后验收益，即是对资产的新的预期收益。这个后验收益，也可以看成是投资者观点和市场均衡收益的复杂的加权平均。

Black-Litterman模型



2007-2011年A股B-L行业配置业绩

年份/ 相对收益	总仓位1, 无卖空	总仓位0.6, 无卖空	总仓位1, 每项资产上 限20% 有卖空	无约束	
2007年	3.57%	-65.47%	3.57%	4.23%	-3.67%
2008年	0.53%	22.65%	0.51%	2.04%	11.17%
2009年	15.32%	-25.43%	15.32%	14.20%	25.88%
2010年	-0.56%	3.01%	-0.77%	-1.24%	-0.65%
2011年	3.22%	10.74%	3.01%	2.19%	4.49%

多因子选股：单因子有效性

- 探寻驱动股价的有效Alpha因子
- 单因子有效性的测算方法
 - 不同股票池（沪深300、中证500，并划分周期/非周期）
 - 不同市场阶段（总体、牛市、熊市、震荡市）
 - 单因子测算方法与评价标准（五大类40个指标）

1. 将股票池按因子排序分档



2. 计算各档平均收益 R_i , 并按收益大小得到各档排序号 N_i

平均收益	收益排名
R_1	N_1
R_2	N_2
R_3	N_3
R_4	N_4
R_5	N_5

3. 分析因子的有效性

计算并分析一档与五档的收益差： $R_1 - R_5$

计算并分析一二档与四五档的平均收益差： $(R_1 + R_2)/2 - (R_4 + R_5)/2$

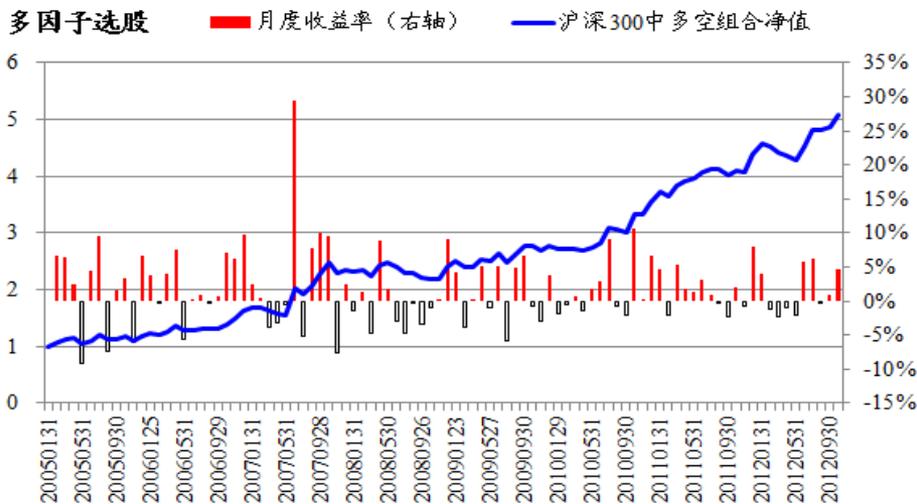
计算因子排序与收益排序的相关性：
 $CORREL([1,2,3,4,5],[N_1, N_2, N_3, N_4, N_5])$

多因子选股：配对组合表现

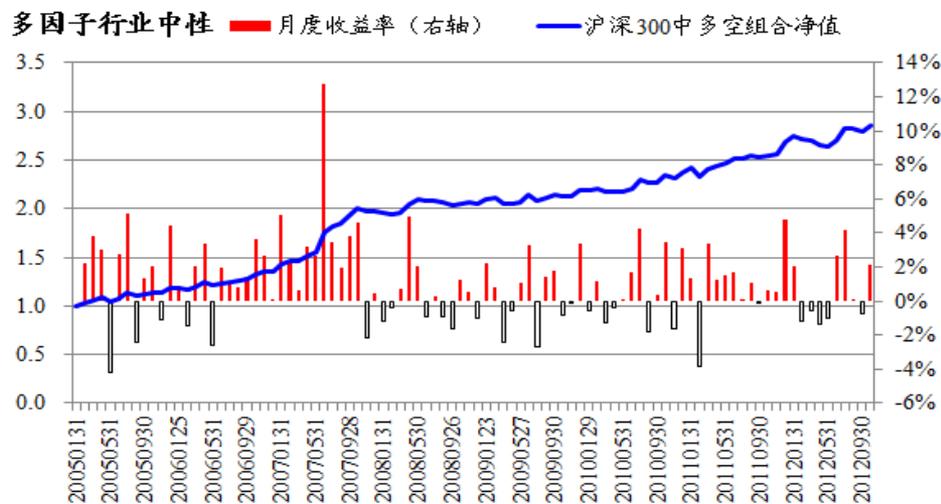
- **策略特点：**月度换仓，绝对收益，表现稳定。
- **获取Alpha的途径：**多头+融券卖空，多头+期指空头对冲，期指多头+融券卖空.....
- **基于个股的多因子打分，**可应用于行业内、跨行业多空配对。

组合名称	累计收益率	最大回撤	最大月收益率
沪深300行业偏离多空组合	23.81%	6.50%	8.05%
沪深300行业中性多空组合	12.01%	4.12%	4.82%

HS300多因子选股



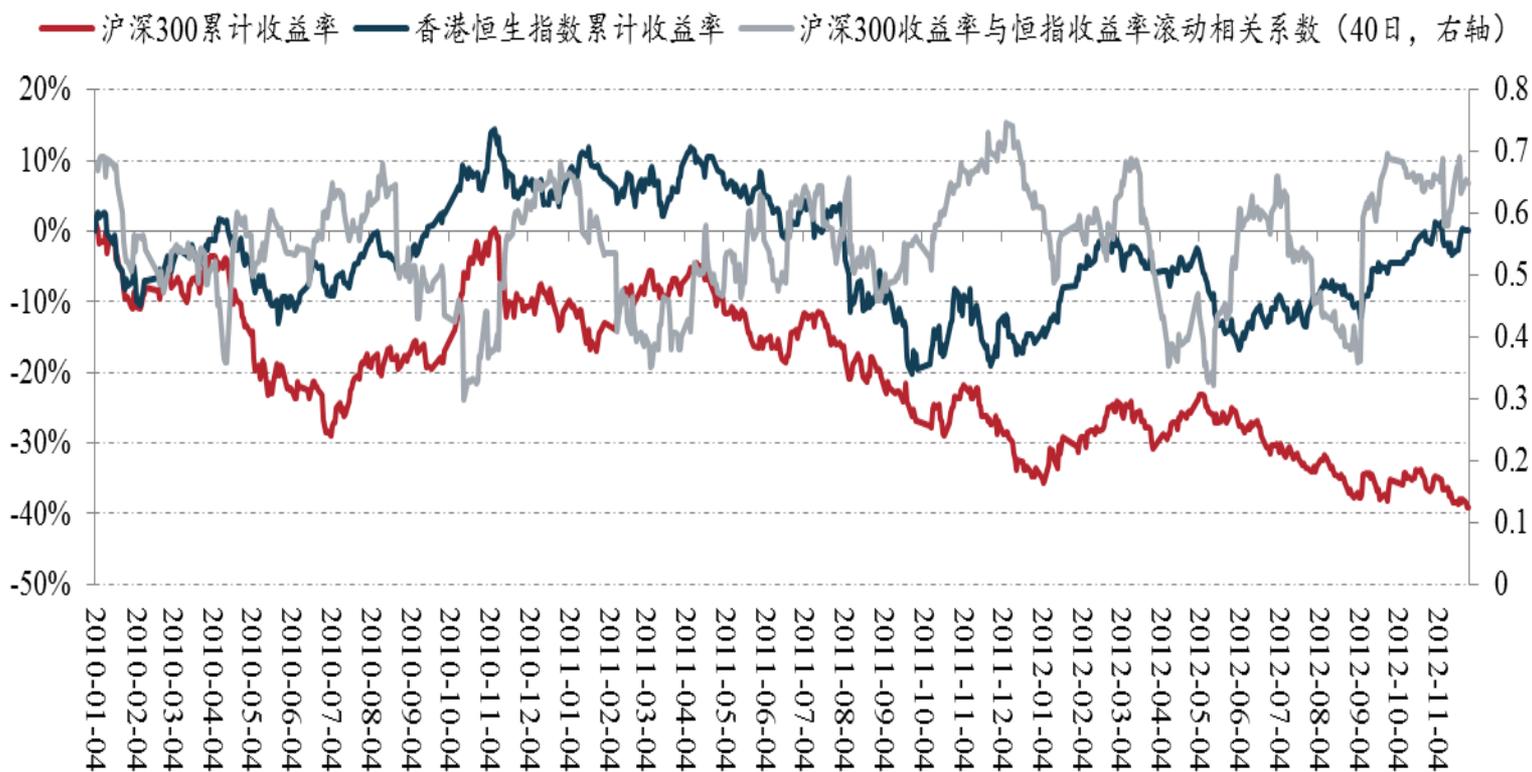
HS300行业中性多因子选股



数据来源：国泰君安证券研究，wind。数据期间：表：2011.11.1至2012.10.31，图：2005.1.1至2012.10.31。

跨市场套利策略

- 恒指ETF纳入融资融券标的。未来更多跨境ETF将上市，为投资者提供更多全球配置与跨境套利机会，更多跨境标的将纳入。
- 为投资者提供了便捷的做多/做空海外市场的渠道，衍生出多种跨市场策略。趋势交易（做多/做空）、对冲交易（A股ETF/恒指ETF）



A、H股股价驱动因素对比

- 研究样本为A+H股公司，截至2012年10月15日，共有79家。
- 对于A+H股，财务成长类因子是比较有效，且H股较对应A股有效性更高。
- H股中长期动量效应较A股更为明显。
- 对于A+H股，估值类与财务质量类因子有效性一般。
- 总体上，H股股价驱动因子有效性好于对应A股。可使用量化方法进行有效选股，赚取Alpha收益

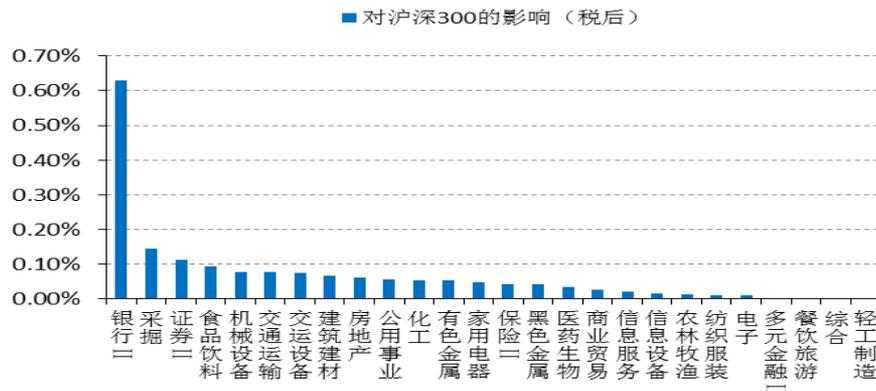
	A股	H股
特别有效因子	ROE增长率（单季、同比）、ROA增长率（单季、同比）	营业收入增长率（单季、同比、TTM）、净利润增长率（单季）、ROE增长率（TTM）、ROA增长率（同比）、毛利率（TTM）、3个月收益率
一般有效因子	营业收入增长率（单季）、净利润增长率（单季）、当期毛利率	净利润增长率（同比）、ROE增长率（单季、同比）、ROA增长率（单季）、ROE（TTM）、净利率（TTM）、CF/Revenue、6个月收益率

事件套利：沪深300指数分红套利

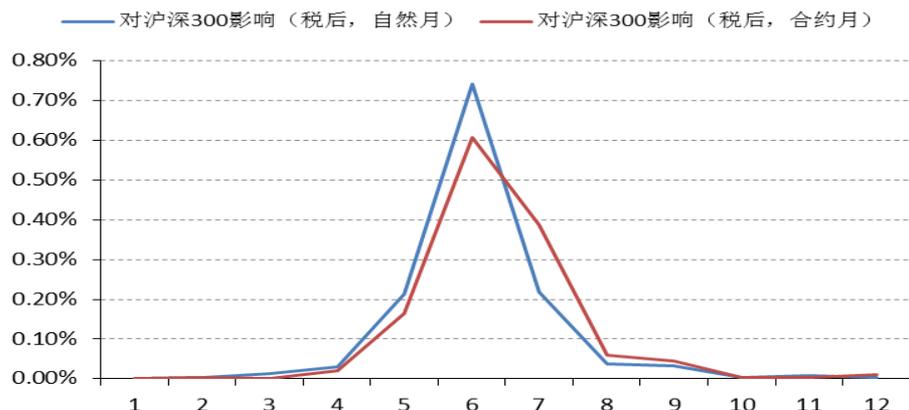
近5年沪深300指数分红对指数的影响



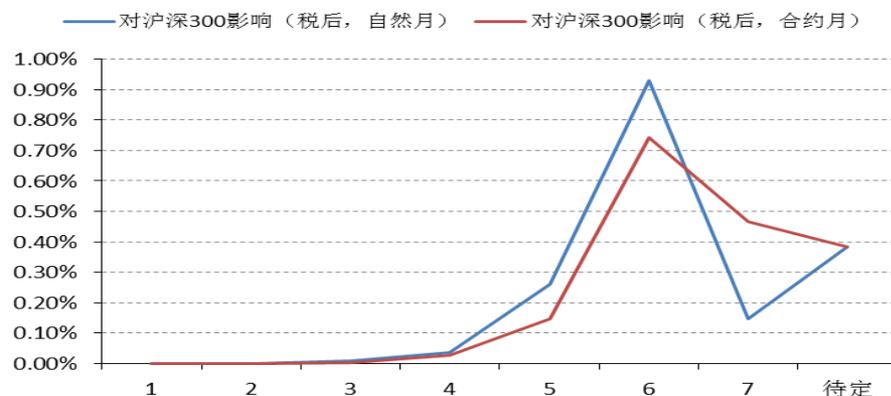
2012年沪深300指数分红的行业影响



2011年沪深300指数分红的月度影响



2012年沪深300指数分红的月度影响



数据来源：国泰君安证券研究，Wind。2012年数据仅包含2011年报分红，不包括2012年中报分红。

事件套利：成分股预测、成分股调整效应

- 指数基金成分股预测与公告进行调整，对调入与调出股票造成一定冲击。
- 做多调入效应明显的股票，做空调出效应明显股票，短期内获取绝对收益。

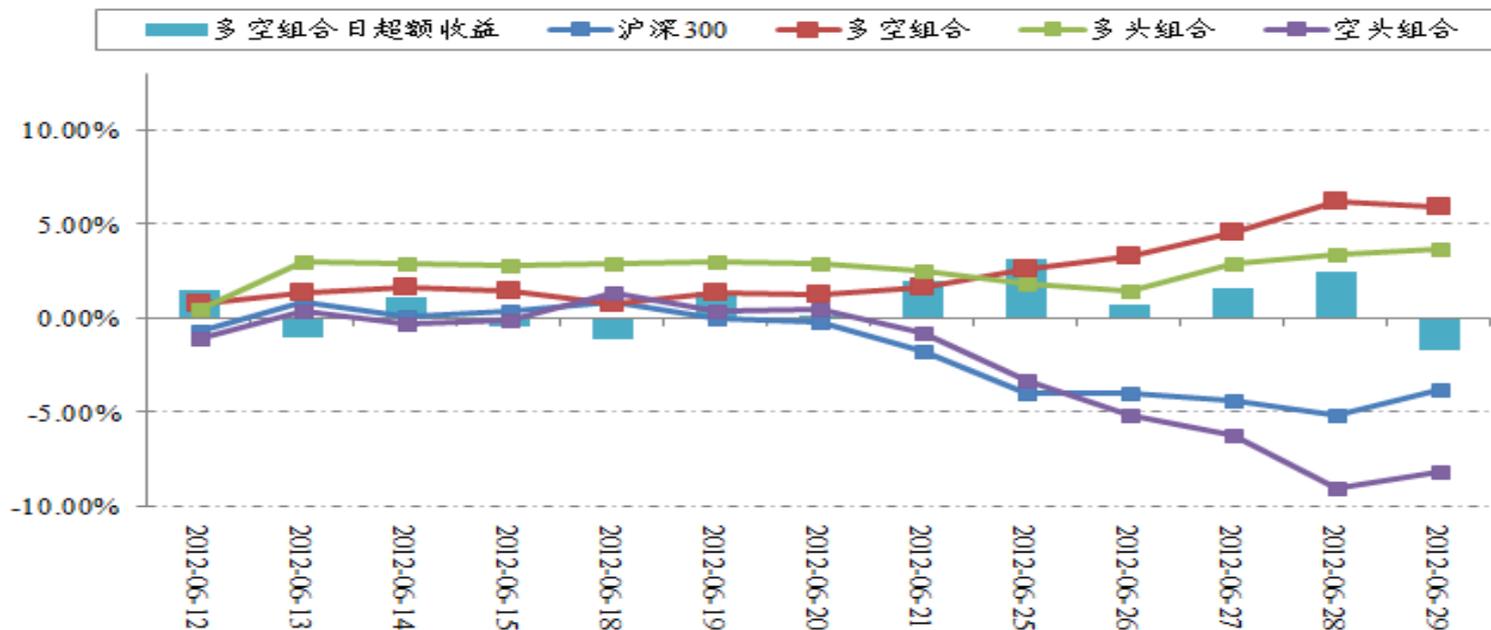


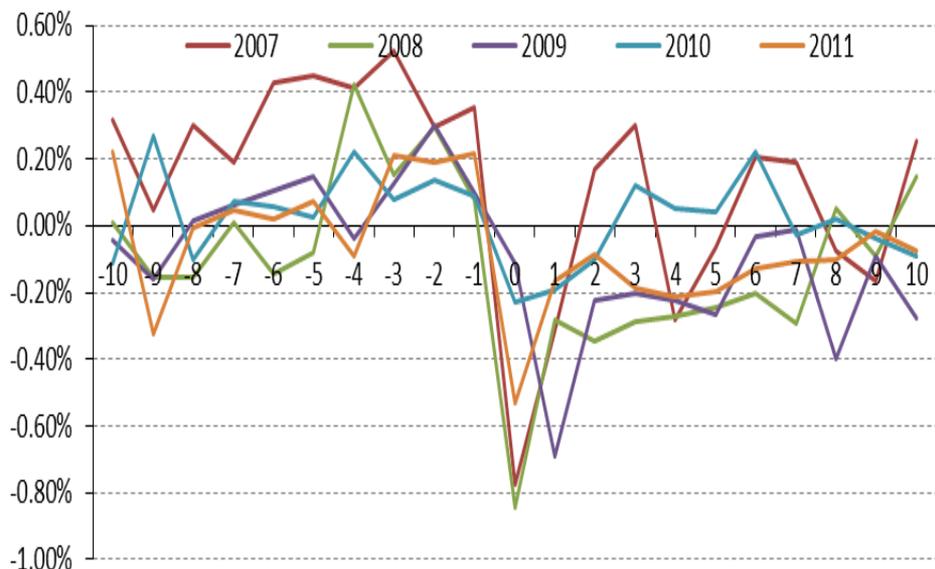
表 7 调整天数排名前 10 股票 (做多 10 只, 做空 10 只) 构建的等权重多空组合的阶段收益率对比

策略	6.12~15		6.18~21		6.25~29		6.12~6.29	
	绝对收益	超额收益	绝对收益	超额收益	绝对收益	超额收益	绝对收益	超额收益
沪深 300	0.38%	—	-2.18%	—	-2.01%	—	-3.78%	—
多头组合	2.80%	2.42%	-0.31%	1.87%	1.16%	3.17%	3.67%	7.45%
空头组合	-0.09%	-0.47%	-0.67%	1.50%	-7.51%	-5.50%	-8.21%	-4.44%
多空组合	1.44%	1.06%	0.17%	2.35%	4.25%	6.26%	5.94%	9.72%

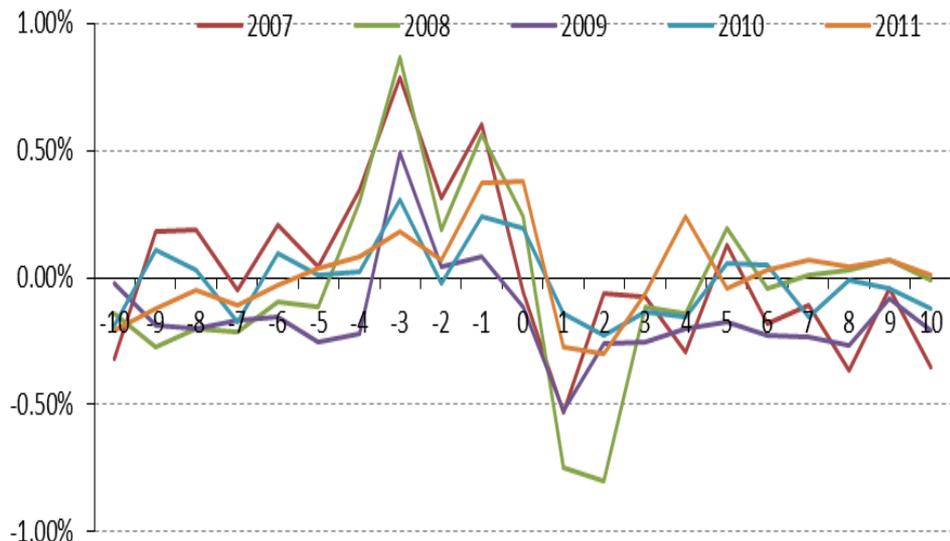
事件套利：更多机会

事件套利机会还包括定向增发，股东增持，短期利多/利空……

07-11年预案公告日[-10,10]内平均超额收益



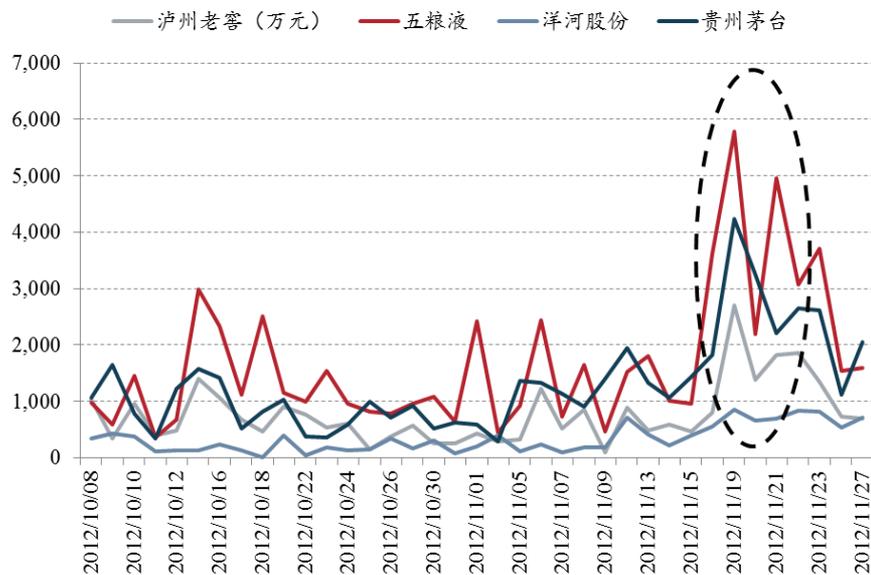
07-11年股权登记日[-10,10]内日均超额收益



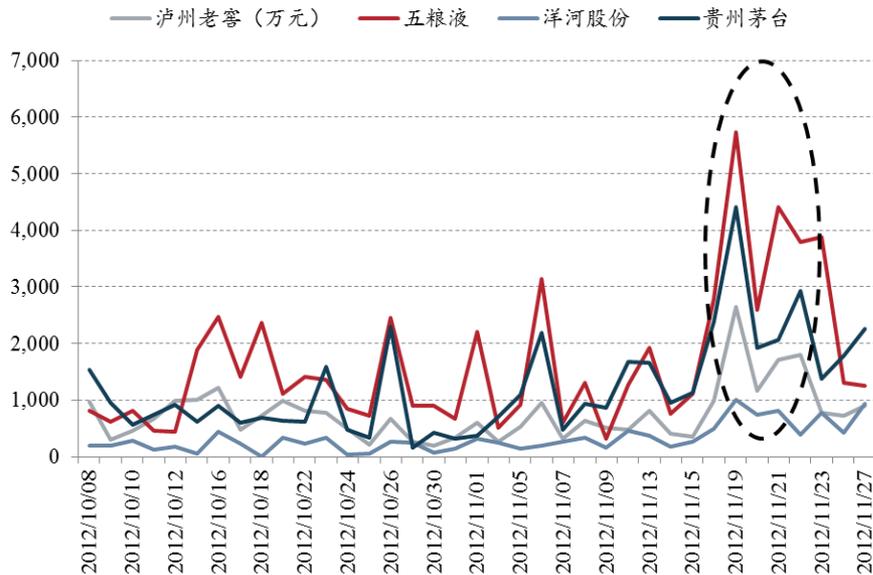
事件性卖空：塑化剂事件影响白酒股

- 未来卖空策略更为重要。某些利空事件对指数/行业/个股导致的个股下跌，为卖空策略提供更确定的高额收益。有时做空股票比做多股票更容易。
- 利用融券卖空抓住“黑天鹅”事件性机会，短期获取高额收益
- 以“酒鬼酒”为例，塑化剂事件后，融券卖出金额与融券偿还金额均大幅攀升

2012年10月以来白酒股日融券卖出金额



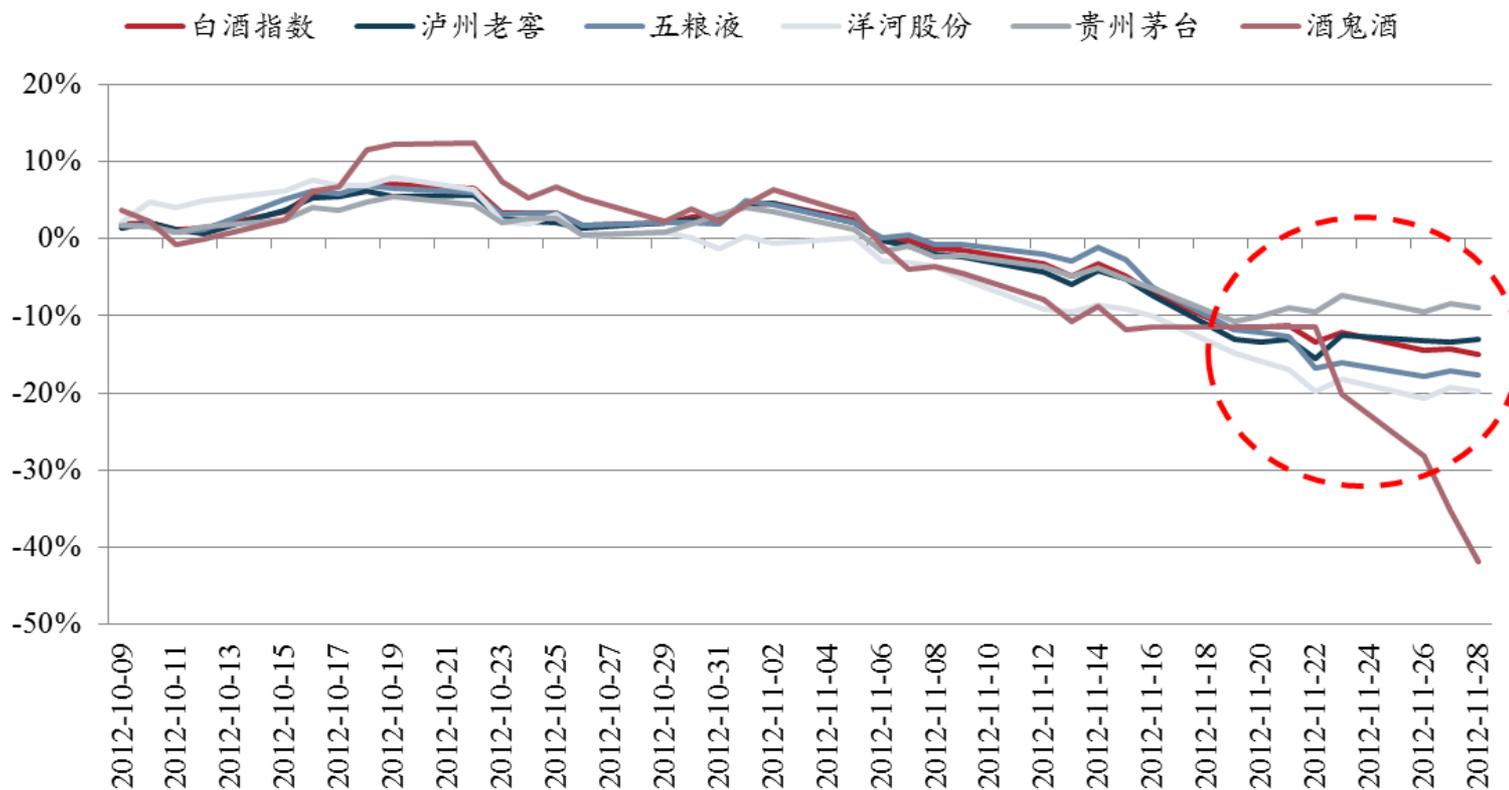
2012年10月以来白酒股日融券偿还金额



事件性卖空：塑化剂事件影响白酒股

- “酒鬼酒”塑化剂事件前白酒股涨跌趋同，事件后各股反映不一，走势明显分化
- 除事件性卖空，还可构建行业内多空配对组合，做多走势较强股票，做空相对走弱股票或基准，获取短期绝对收益。

2012年10月以来白酒股票累计收益



两融交易与衍生品的结合

- 股指期货
- 融资融券/转融通
- 股指期货
- 国债期货
- 股票/ETF期权
- 商品期货/期权
- 结构化产品
-
- 融资买入+卖空期指
- 融资买入+卖空期指+融券卖空
- 融券卖空+买入期指/融资买入
- 融券卖空+买入期指+融资买入
- 融资买入+买入看跌期权
- 融券卖空+买入看涨期权
- 融资买入+卖出看涨期权
- 卖空现货+卖出看跌期权
-

中国的市场中性策略：买入抵押+融资+融券

现货买入证券用于抵押的资金占比	100%																			
初始买入比例	50%																			
抵押折算率	90%																			
权重买入=权重卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%		
利用抵押可融资买入比例	16.7%	13.9%	11.1%	8.3%	5.6%	2.8%	0.0%	-2.8%	-5.6%	-8.3%	-11.1%	-13.9%	-16.7%	-19.4%	-22.2%	-25.0%	-27.8%	-30.6%		
多头头寸_现货买入+权重买入	125.0%	119.2%	114.3%	110.0%	106.3%	102.9%	100.0%	97.4%	95.0%	92.9%	90.9%	89.1%	87.5%	86.0%	84.6%	83.3%	82.1%	81.0%		
空头头寸_权重卖出	125.0%	119.2%	114.3%	110.0%	106.3%	102.9%	100.0%	97.4%	95.0%	92.9%	90.9%	89.1%	87.5%	86.0%	84.6%	83.3%	82.1%	81.0%		
抵押折算率	85%																			
权重买入=权重卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%		
利用抵押可融资买入比例	14.7%	11.8%	8.8%	5.9%	2.9%	0.0%	-2.9%	-5.9%	-8.8%	-11.8%	-14.7%	-17.6%	-20.6%	-23.5%	-26.5%	-29.4%	-32.4%	-35.3%		
多头头寸_现货买入+权重买入	120.8%	115.4%	110.7%	106.7%	103.1%	100.0%	97.2%	94.7%	92.5%	90.5%	88.6%	87.0%	85.4%	84.0%	82.7%	81.5%	80.4%	79.3%		
空头头寸_权重卖出	120.8%	115.4%	110.7%	106.7%	103.1%	100.0%	97.2%	94.7%	92.5%	90.5%	88.6%	87.0%	85.4%	84.0%	82.7%	81.5%	80.4%	79.3%		
抵押折算率	80%																			
权重买入=权重卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%		
利用抵押可融资买入比例	12.5%	9.4%	6.3%	3.1%	0.0%	-3.1%	-6.3%	-9.4%	-12.5%	-15.6%	-18.8%	-21.9%	-25.0%	-28.1%	-31.3%	-34.4%	-37.5%	-40.6%		
多头头寸_现货买入+权重买入	116.7%	111.5%	107.1%	103.3%	100.0%	97.1%	94.4%	92.1%	90.0%	88.1%	86.4%	84.8%	83.3%	82.0%	80.8%	79.6%	78.6%	77.6%		
空头头寸_权重卖出	116.7%	111.5%	107.1%	103.3%	100.0%	97.1%	94.4%	92.1%	90.0%	88.1%	86.4%	84.8%	83.3%	82.0%	80.8%	79.6%	78.6%	77.6%		
抵押折算率	75%																			
权重买入=权重卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%		
利用抵押可融资买入比例	10.0%	6.7%	3.3%	0.0%	-3.3%	-6.7%	-10.0%	-13.3%	-16.7%	-20.0%	-23.3%	-26.7%	-30.0%	-33.3%	-36.7%	-40.0%	-43.3%	-46.7%		
多头头寸_现货买入+权重买入	112.5%	107.7%	103.6%	100.0%	96.9%	94.1%	91.7%	89.5%	87.5%	85.7%	84.1%	82.6%	81.3%	80.0%	78.8%	77.8%	76.8%	75.9%		
空头头寸_权重卖出	112.5%	107.7%	103.6%	100.0%	96.9%	94.1%	91.7%	89.5%	87.5%	85.7%	84.1%	82.6%	81.3%	80.0%	78.8%	77.8%	76.8%	75.9%		
抵押折算率	70%																			
权重买入=权重卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%		
利用抵押可融资买入比例	7.1%	3.6%	0.0%	-3.6%	-7.1%	-10.7%	-14.3%	-17.9%	-21.4%	-25.0%	-28.6%	-32.1%	-35.7%	-39.3%	-42.9%	-46.4%	-50.0%	-53.6%		
多头头寸_现货买入+权重买入	108.3%	103.8%	100.0%	96.7%	93.8%	91.2%	88.9%	86.8%	85.0%	83.3%	81.8%	80.4%	79.2%	78.0%	76.9%	75.9%	75.0%	74.1%		
空头头寸_权重卖出	108.3%	103.8%	100.0%	96.7%	93.8%	91.2%	88.9%	86.8%	85.0%	83.3%	81.8%	80.4%	79.2%	78.0%	76.9%	75.9%	75.0%	74.1%		
抵押折算率	65%																			
权重买入=权重卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%		
利用抵押可融资买入比例	3.8%	0.0%	-3.8%	-7.7%	-11.5%	-15.4%	-19.2%	-23.1%	-26.9%	-30.8%	-34.6%	-38.5%	-42.3%	-46.2%	-50.0%	-53.8%	-57.7%	-61.5%		
多头头寸_现货买入+权重买入	104.2%	100.0%	96.4%	93.3%	90.6%	88.2%	86.1%	84.2%	82.5%	81.0%	79.5%	78.3%	77.1%	76.0%	75.0%	74.1%	73.2%	72.4%		
空头头寸_权重卖出	104.2%	100.0%	96.4%	93.3%	90.6%	88.2%	86.1%	84.2%	82.5%	81.0%	79.5%	78.3%	77.1%	76.0%	75.0%	74.1%	73.2%	72.4%		
抵押折算率	60%																			
权重买入=权重卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%		
利用抵押可融资买入比例	0.0%	-4.2%	-8.3%	-12.5%	-16.7%	-20.8%	-25.0%	-29.2%	-33.3%	-37.5%	-41.7%	-45.8%	-50.0%	-54.2%	-58.3%	-62.5%	-66.7%	-70.8%		
多头头寸_现货买入+权重买入	100.0%	96.2%	92.9%	90.0%	87.5%	85.3%	83.3%	81.6%	80.0%	78.6%	77.3%	76.1%	75.0%	74.0%	73.1%	72.2%	71.4%	70.7%		
空头头寸_权重卖出	100.0%	96.2%	92.9%	90.0%	87.5%	85.3%	83.3%	81.6%	80.0%	78.6%	77.3%	76.1%	75.0%	74.0%	73.1%	72.2%	71.4%	70.7%		

数据来源：国泰君安证券研究。注：以某券商为例测算。

中国的市场中性策略：买入抵押+融资+期指

主力合约的交易保证金	15%																	
期货合约的备用保证金	15%																	
初始买入比例	50%																	
逐押折算率	90%																	
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
期货买入至融券用于逐押的持仓占比	57.1%	58.3%	59.3%	60.2%	61.1%	61.8%	62.5%	63.1%	63.7%	64.2%	64.7%	65.2%	65.6%	66.0%	66.3%	66.7%	67.0%	67.3%
多头头寸_期货	142.9%	139.0%	135.6%	132.5%	129.8%	127.3%	125.0%	122.9%	121.0%	119.3%	117.6%	116.1%	114.8%	113.5%	112.2%	111.1%	110.0%	109.0%
空头头寸_期货	142.9%	139.0%	135.6%	132.5%	129.8%	127.3%	125.0%	122.9%	121.0%	119.3%	117.6%	116.1%	114.8%	113.5%	112.2%	111.1%	110.0%	109.0%
逐押折算率	85%																	
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
期货买入至融券用于逐押的持仓占比	58.0%	59.1%	60.1%	61.0%	61.8%	62.5%	63.2%	63.8%	64.3%	64.8%	65.3%	65.7%	66.1%	66.5%	66.8%	67.2%	67.5%	67.8%
多头头寸_期货	140.1%	136.4%	133.0%	130.1%	127.4%	125.0%	122.8%	120.8%	119.0%	117.3%	115.7%	114.3%	112.9%	111.7%	110.5%	109.5%	108.4%	107.5%
空头头寸_期货	140.1%	136.4%	133.0%	130.1%	127.4%	125.0%	122.8%	120.8%	119.0%	117.3%	115.7%	114.3%	112.9%	111.7%	110.5%	109.5%	108.4%	107.5%
逐押折算率	80%																	
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
期货买入至融券用于逐押的持仓占比	58.8%	59.9%	60.9%	61.7%	62.5%	63.2%	63.8%	64.4%	64.9%	65.4%	65.9%	66.3%	66.7%	67.0%	67.4%	67.7%	68.0%	68.2%
多头头寸_期货	137.3%	133.6%	130.4%	127.6%	125.0%	122.7%	120.6%	118.6%	116.9%	115.3%	113.8%	112.4%	111.1%	109.9%	108.8%	107.8%	106.8%	105.9%
空头头寸_期货	137.3%	133.6%	130.4%	127.6%	125.0%	122.7%	120.6%	118.6%	116.9%	115.3%	113.8%	112.4%	111.1%	109.9%	108.8%	107.8%	106.8%	105.9%
逐押折算率	75%																	
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
期货买入至融券用于逐押的持仓占比	59.7%	60.7%	61.7%	62.5%	63.2%	63.9%	64.5%	65.1%	65.6%	66.0%	66.5%	66.9%	67.2%	67.6%	67.9%	68.2%	68.5%	68.7%
多头头寸_期货	134.3%	130.8%	127.8%	125.0%	122.5%	120.3%	118.3%	116.4%	114.8%	113.2%	111.8%	110.5%	109.2%	108.1%	107.0%	106.1%	105.1%	104.3%
空头头寸_期货	134.3%	130.8%	127.8%	125.0%	122.5%	120.3%	118.3%	116.4%	114.8%	113.2%	111.8%	110.5%	109.2%	108.1%	107.0%	106.1%	105.1%	104.3%
逐押折算率	70%																	
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
期货买入至融券用于逐押的持仓占比	60.6%	61.6%	62.5%	63.3%	64.0%	64.6%	65.2%	65.7%	66.2%	66.7%	67.1%	67.4%	67.8%	68.1%	68.4%	68.7%	69.0%	69.2%
多头头寸_期货	131.3%	128.0%	125.0%	122.4%	120.0%	117.9%	115.9%	114.2%	112.6%	111.1%	109.8%	108.5%	107.3%	106.3%	105.3%	104.3%	103.4%	102.6%
空头头寸_期货	131.3%	128.0%	125.0%	122.4%	120.0%	117.9%	115.9%	114.2%	112.6%	111.1%	109.8%	108.5%	107.3%	106.3%	105.3%	104.3%	103.4%	102.6%
逐押折算率	65%																	
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
期货买入至融券用于逐押的持仓占比	61.5%	62.5%	63.3%	64.1%	64.8%	65.4%	65.9%	66.4%	66.9%	67.3%	67.7%	68.0%	68.4%	68.7%	69.0%	69.2%	69.5%	69.7%
多头头寸_期货	128.2%	125.0%	122.2%	119.7%	117.4%	115.4%	113.6%	111.9%	110.4%	109.0%	107.7%	106.5%	105.4%	104.4%	103.4%	102.6%	101.7%	101.0%
空头头寸_期货	128.2%	125.0%	122.2%	119.7%	117.4%	115.4%	113.6%	111.9%	110.4%	109.0%	107.7%	106.5%	105.4%	104.4%	103.4%	102.6%	101.7%	101.0%

数据来源：国泰君安证券研究。注：以某券商为例测算。

中国的130/30策略：买入抵押+融资+融券

现货买入证券的资金占比	100%																	
初始买入比例	50%																	
抵押利率	90%																	
证券买入-证券卖出利率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
利用杠杆可证券买入比例	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
买入证券用于抵押的现货买入证券的占比	40.0%	43.3%	46.7%	50.0%	53.3%	56.7%	60.0%	63.3%	66.7%	70.0%	73.3%	76.7%	80.0%	83.3%	86.7%	90.0%	93.3%	96.7%
多头头寸-现货买入+证券买入	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%
空头头寸-证券卖出	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
抵押利率	85%																	
证券买入-证券卖出利率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
利用杠杆可证券买入比例	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
买入证券用于抵押的现货买入证券的占比	42.4%	45.9%	49.4%	52.9%	56.3%	60.0%	63.5%	67.1%	70.6%	74.1%	77.6%	81.2%	84.7%	88.2%	91.8%	95.3%	98.8%	102.4%
多头头寸-现货买入+证券买入	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%
空头头寸-证券卖出	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
抵押利率	80%																	
证券买入-证券卖出利率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
利用杠杆可证券买入比例	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
买入证券用于抵押的现货买入证券的占比	45.0%	48.8%	52.5%	56.3%	60.0%	63.8%	67.5%	71.3%	75.0%	78.8%	82.5%	86.3%	90.0%	93.8%	97.5%	101.3%	105.0%	108.8%
多头头寸-现货买入+证券买入	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%
空头头寸-证券卖出	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
抵押利率	75%																	
证券买入-证券卖出利率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
利用杠杆可证券买入比例	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
买入证券用于抵押的现货买入证券的占比	48.0%	52.0%	56.0%	60.0%	64.0%	68.0%	72.0%	76.0%	80.0%	84.0%	88.0%	92.0%	96.0%	100.0%	104.0%	108.0%	112.0%	116.0%
多头头寸-现货买入+证券买入	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%
空头头寸-证券卖出	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
抵押利率	70%																	
证券买入-证券卖出利率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
利用杠杆可证券买入比例	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
买入证券用于抵押的现货买入证券的占比	51.4%	55.7%	60.0%	64.3%	68.6%	72.9%	77.1%	81.4%	85.7%	90.0%	94.3%	98.6%	102.9%	107.1%	111.4%	115.7%	120.0%	124.3%
多头头寸-现货买入+证券买入	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%
空头头寸-证券卖出	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
抵押利率	65%																	
证券买入-证券卖出利率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%
利用杠杆可证券买入比例	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
买入证券用于抵押的现货买入证券的占比	55.4%	60.0%	64.6%	69.2%	73.8%	78.5%	83.1%	87.7%	92.3%	96.9%	101.5%	106.2%	110.8%	115.4%	120.0%	124.6%	129.2%	133.8%
多头头寸-现货买入+证券买入	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%
空头头寸-证券卖出	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：国泰君安证券研究。注：以某券商为例测算。

中国的130/30策略：买入抵押+融资+期指

主力合约的交易保证金	15%																		
期货合约的备用保证金	15%																		
初始买入比例	50%																		
抵押折算率	90%																		
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	
期货买入至融券用于抵押的基金占比	52.0%	54.5%	56.9%	59.1%	61.2%	63.1%	65.0%	66.8%	68.4%	70.0%	71.5%	72.9%	74.3%	75.6%	76.8%	78.0%	79.1%	80.2%	
期货买入后余下基金用于做空期指的占比	18.8%	19.8%	20.9%	22.0%	23.2%	24.4%	25.7%	27.1%	28.5%	30.0%	31.6%	33.2%	35.0%	36.9%	38.8%	40.9%	43.1%	45.5%	
多头头寸_期货	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	
空头头寸_期货	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
抵押折算率	85%																		
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	
期货买入至融券用于抵押的基金占比	53.8%	56.3%	58.7%	60.9%	63.0%	65.0%	66.9%	68.6%	70.3%	71.8%	73.3%	74.8%	76.1%	77.4%	78.6%	79.8%	80.9%	82.0%	
期货买入后余下基金用于做空期指的占比	19.5%	20.6%	21.8%	23.0%	24.3%	25.7%	27.2%	28.7%	30.3%	32.0%	33.8%	35.6%	37.7%	39.8%	42.1%	44.5%	47.1%	49.9%	
多头头寸_期货	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	
空头头寸_期货	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
抵押折算率	80%																		
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	
期货买入至融券用于抵押的基金占比	55.7%	58.3%	60.7%	62.9%	65.0%	67.0%	68.8%	70.6%	72.2%	73.8%	75.3%	76.7%	78.0%	79.3%	80.5%	81.6%	82.7%	83.8%	
期货买入后余下基金用于做空期指的占比	20.3%	21.6%	22.9%	24.3%	25.7%	27.2%	28.9%	30.6%	32.4%	34.3%	36.4%	38.6%	40.9%	43.4%	46.1%	49.0%	52.1%	55.5%	
多头头寸_期货	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	
空头头寸_期货	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
抵押折算率	75%																		
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	
期货买入至融券用于抵押的基金占比	57.8%	60.4%	62.8%	65.0%	67.1%	69.1%	70.9%	72.6%	74.3%	75.8%	77.3%	78.7%	80.0%	81.3%	82.4%	83.6%	84.7%	85.7%	
期货买入后余下基金用于做空期指的占比	21.3%	22.7%	24.2%	25.7%	27.4%	29.1%	30.9%	32.9%	35.0%	37.2%	39.6%	42.2%	45.0%	48.0%	51.3%	54.8%	58.6%	62.9%	
多头头寸_期货	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	
空头头寸_期货	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
抵押折算率	70%																		
期货买入=融券卖出折算率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	
期货买入至融券用于抵押的基金占比	60.0%	62.6%	65.0%	67.2%	69.3%	71.3%	73.1%	74.8%	76.5%	78.0%	79.4%	80.8%	82.1%	83.3%	84.5%	85.6%	86.7%	87.7%	
期货买入后余下基金用于做空期指的占比	22.5%	24.1%	25.7%	27.5%	29.3%	31.3%	33.5%	35.8%	38.3%	40.9%	43.8%	46.9%	50.3%	54.0%	58.1%	62.5%	67.5%	73.0%	
多头头寸_期货	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	130.0%	
空头头寸_期货	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	

数据来源：国泰君安证券研究。注：以某券商为例测算。

风险提示

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



证券研究报告 2012年12月7日

蒋瑛琨 (分析师)

邮件: jiangyingkun@gtjas.com

电话: 021-38676710

证书编号: S0880511010023



 国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES