

2011 年 11 月 4 日

股票多空策略：国内最易实现的对冲策略

——海外对冲基金系列报告之二

相关研究

主要内容：

- **什么是股票多空策略？**：简而言之，股票多空策略就是在持有股票多头的同时采用股票空头进行风险对冲的投资策略。这一策略有着悠久的历史，Alfred Jones 所创立的第一只对冲基金所采用的就是股票多空策略。同时，这一策略也是目前应用最广泛的对冲策略之一。和许多其他对冲策略一样，股票多空策略能取得良好的风险收益比，是出色的长跑选手。对于国内机构投资者而言，股票多空策略是最容易实现的对冲策略，随着转融通的到来，可以卖空标的的扩大和卖空成本的降低，股票对冲策略势必将得到广泛的应用。
- **选股——构建多空策略的核心**：股票多空策略和传统策略相类似的地方在于，二者的核心都是选股。所不同的是，传统策略只需要选出被低估的股票，而股票多空策略则同时还需要选出被高估的股票。在海外，股票多空策略通常采用四种分析方法：基本面分析法、特定行业分析法、量化分析法和激进策略。
- **卖空——构建多空策略的关键**：相比于做多，卖空更为复杂，需要考虑更多的因素。一般而言，在股票多空策略中，卖空有三大作用：1) 赚取高估股票价值回归收益；2) 对冲多头部分风险；3) 赚取短期利息收入。与此同时，卖空需要承担三大风险：1) 市场风险；2) 召回风险；3) 流动性风险。
- **神华和中煤——国内市场多空组合实例**：为更具体的说明股票多空策略相比传统策略的优势，我们依照国内市场的现实举出了一个实例。在这一例子中，我们通过做多中国神华的同时做空中国中煤能源构建了一个简单的多空组合。同时，我们选用了神华股价走势较好和走势较差的两段时间和传统策略进行了比较。通过比较我们发现，多空组合相比传统投资组合在有着较高收益的同时风险较低。未来，一旦转融通推出，融券成本降低，这一多空组合的收益率能够更高。
- **结论：2012 或是我国对冲基金元年**：在这篇报告中，我们介绍了国外历史最悠久、应用最广泛的对冲基金策略——股票多空策略，而这一策略可能也是国内机构投资者最容易施行的对冲策略，相信在未来的市场上已经涌现出了一批采用股票多空策略的机构投资者。2012 年，随着大家预期中转融通的推行，融券券源将增大，融券供应量将增多，融券成本将降低，我们可以预计采用股票多空策略的机构投资者可能会如雨后春笋一般迅速的冒出来，并茁壮成长。2012 年可能会成为划时代的一年，成为中国真正的对冲基金元年。

证券分析师

朱 贇 A0230206040427
zhuyun@swsresearch.com

研究支持

杨鹏
yangpeng@swsresearch.com

鲁炳良

lubl@swsresearch.com

联系人

鲁炳良
(8621)23297818x7397
lubl@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

图表目录.....	2
1. 股票多空策略概况.....	3
1.1 历史悠久，应用广泛	3
1.2 出色的“长跑选手”	4
1.3 多空策略的优缺点	5
1.4 国内应用前景最广阔的对冲策略	6
2. 选股——构建多空策略的核心.....	6
3. 卖空——构建多空策略的关键.....	7
3.1 卖空的作用	7
3.2 卖空的风险	7
3.3 选择卖空标的的标准	8
4. 神华和中煤——国内市场多空组合实例..	8
4.1 构建神华中煤多空组合	8
4.2 神华中煤多空组合收益风险分析	9
5. 结论：2012 或是我国对冲基金元年	10

图表目录

图 1 股票多空策略历史规模占比一直较高	3
图 2 海外对冲基金各策略规模占比	4
图 3 股票多空策略历史业绩优异	4
图 4 股票多空策略历史回撤率好于标普 500.....	4
图 5 股票多空策略分析方法	6
图 6 多空策略和传统策略收益对比图（20110104-20110630）	9
图 7 多空策略和传统策略收益对比图（20110630-20111026）	10
 表 1 多空策略、标普 500 和 JPM GABI 的统计量	5
表 2 神华中煤多空组合的初始参数	8
表 3 多空组合和 90%仓位中国神华多头统计量对比.....	10

1. 股票多空策略概况

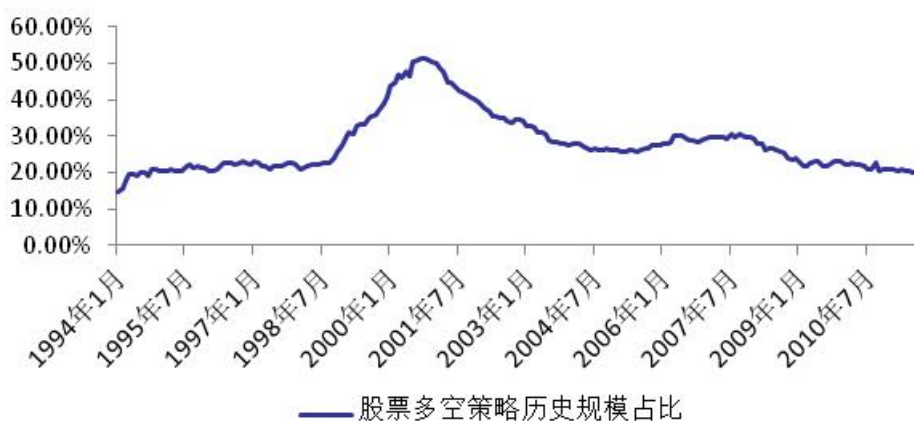
简而言之，股票多空策略就是在持有股票多头的同时采用股票空头进行风险对冲的投资策略。这一策略有着悠久的历史，Alfred Jones 所创立的第一只对冲基金所采用的就是股票多空策略。同时，这一策略也是目前应用最广泛的对冲策略之一。和许多其他对冲策略一样，股票多空策略能取得良好的风险收益比，是出色的长跑选手。对于国内机构投资者而言，股票多空策略是最容易实现的对冲策略，随着转融通的到来，可以卖空标的的扩大和卖空成本的降低，股票对冲策略势必得到广泛的应用。

1.1 历史悠久，应用广泛

1949 年，Alfred Jones 所创立的世上第一只对冲基金所采用的投资策略就是股票多空策略。Jones 依据于对自身投资能力的深刻认识创立了这一策略：1) 他认为自己有出色的选股能力，能分辨出哪些股票能够战胜市场，哪些股票则不能战胜市场；2) Jones 觉得自己没有出色的选时技巧，难以准确预测市场走势。通过同时持有股票的多头和空头，Jones 在赚取股票阿尔法收益的同时成功地降低了所持有投资组合的风险。

在对冲基金 60 多年的历史中，股票多空策略一直是应用最广泛的投资策略之一。从图 1 中我们可以看到，1994 年以来，采用股票多空策略的对冲基金规模占所有对冲基金总规模的比重一直在 20% 左右。98 年金融危机之后，随着全球宏观对冲基金的大幅度亏损，这一占比甚至曾攀升到 50% 的高位。

图 1 股票多空策略历史规模占比一直较高

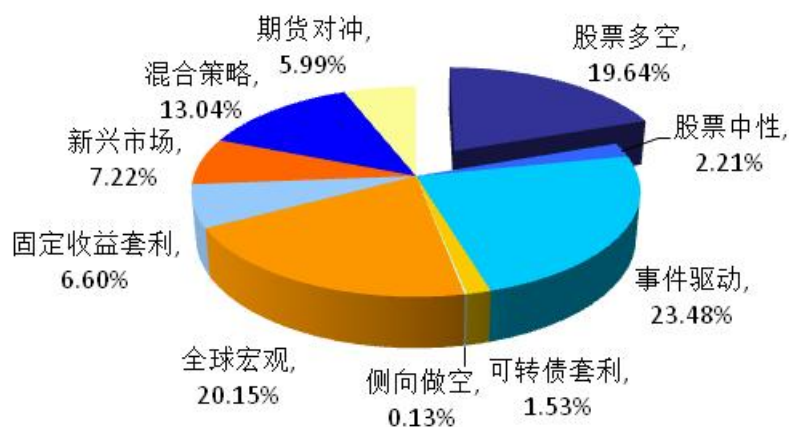


资料来源：DJCS，申万研究整理

目前，股票多空策略规模占比为 19.64%，仅次于全球宏观策略和事件驱动策略的规模占比，在所有对冲基金规模占比中列第三位。时至今日，这一

古老策略的分析方法也在 Jones 最初的基本面分析法基础上有了新的发展，特定行业分析法、量化分析法、激进策略等一一涌现。

图2 海外对冲基金各策略规模占比



资料来源：DJCS，申万研究整理

1.2 出色的“长跑选手”

股票多空策略的出现极大拓宽了传统投资组合的风险收益有效边界。在短期，特别是在牛市时期，由于空头部分的存在，多空组合的收益很可能低于传统投资组合。但是如果我们把时间跨度拉长，由于多空组合相比传统投资组合更好的风险收益比，多空组合的长期累积收益远高于传统投资组合，是出色的“长跑选手”。

图3 股票多空策略历史业绩优异

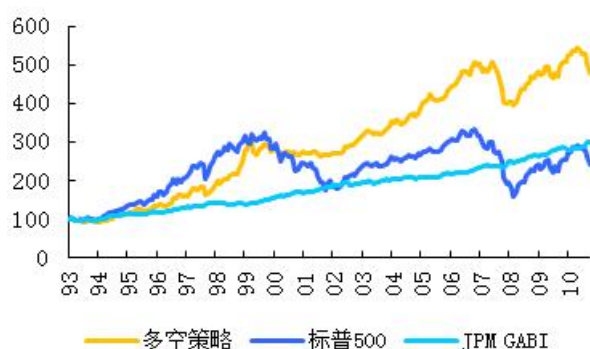
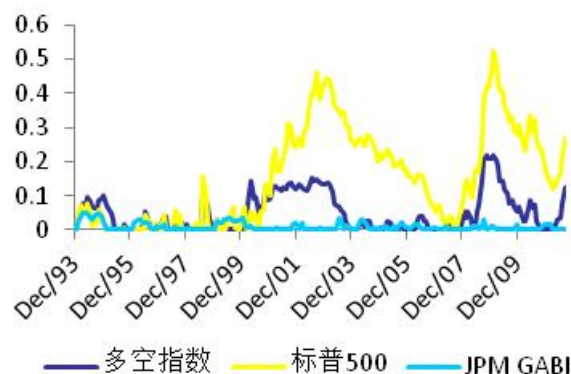


图4 股票多空策略历史回撤率好于标普500



资料来源：DJCS，申万研究整理

在图3中，我们比较了94年以来的多空策略指数、标普500指数、J.P. 摩根全债指数的累积收益率。1994年到1999年间，美国股市呈现牛市行情，标普500指数几乎一路上扬，此时多空策略指数明显跟不上指数的上涨脚步。然而，随着2000年网络泡沫的破灭，标普500指数急剧下跌，多空策略指数开始显现出其下行风险较低的优势，其后走势一直好于股指。从过去18年的

较长时间段上来看，多空策略指数的累积收益几乎是标普 500 指数的 2 倍。右边的图 4 中，我们同时列出了这三种指数的历史回撤率图，在大部分时间里，多空策略指数的回撤率较标普 500 指数小，而较 J.P. 摩根全债指数大。

总的来说，多空策略组合有着较传统投资组合较高的收益率和较低的风险。表 1 中我们给出了多空策略指数、标普 500 以及 J.P. 摩根全债指数的相关统计量，从中可以看到，几乎在所有收益和风险指标中，多空策略组合都要好于传统投资组合。

表 1 多空策略、标普 500 和 JPM GABI 的统计量

	多空指数	标普 500	JPM GABI
月平均收益率	9.33%	6.23%	6.27%
年化标准差	9.99%	15.59%	3.95%
正的月收益率频率	65.26%	61.03%	68.54%
历史最差月收益率	-11.43%	-16.83%	-3.47%
相关系数		65.98%	2.62%
最大回撤率	22.00%	52.56%	4.84%

资料来源：DJCS，申万研究整理

1.3 多空策略的优缺点

为什么股票多空策略能在长期取得如此优异的业绩呢？这与多空策略本身所具有的优点密不可分。

1) 双重阿尔法。股票多空策略又被称为双重阿尔法策略，这是因为如果一个基金经理具有出色的选股技巧的话，通过运用股票多空策略，他不但能够通过买入低估股票挣钱，还能通过卖出高估股票挣钱。一买一卖之间，如果我们假设风险完全对冲掉了，基金经理就可以赚取到两只股票的阿尔法收益。

2) 熊市也能挣钱。由于空头部分的存在，即使是在熊市，采用股票多空策略组合的基金经理也能挣到钱。

3) 更容易分散风险。在传统投资组合中，基金经理要尽可能找到不相关甚至负相关的股票以分散风险。而在股票多空策略中，恰恰相反，基金经理需要找到高度相关的股票以分散风险。一般而言，后者更为容易。

正是由于以上这些优点，股票多空策略才能取得优异的历史业绩。然而，我们所不能忘记的是，股票多空策略同时也有着一些不能忽视的缺点：

1) 高额的交易成本。在构建股票多空组合中，基金经理需要同时持有多空头，这会使得交易佣金和冲击成本上升。此外，卖空时的融券成本也会提高多空组合的交易成本。

2) 较高的换手率。多空组合构建之后，随着多空头股票价格的变动，基金经理经常需要对多空组合进行再平衡操作以保持一定的风险头寸，这将增加组合的换手率。

3) 牛市收益低。当牛市到来时，由于多空组合中空头的存在，采用股票多空策略的对冲基金难以跑赢传统策略基金和市场。这也是大牛市时许多对冲基金背离既定策略的主要原因。

1.4 国内应用前景最广阔的对冲策略

对于国内机构投资者而言，股票多空策略可能是未来应用前景最广阔的对冲策略。一方面，股票多空策略实现简单。和传统的投资策略相比，股票多空策略虽然多了卖空这一环节，然而两者的核心却仍然一致：选股。对于习惯了自下而上选择个股的国内基金经理们，从传统投资策略过渡到股票多空策略较为容易——相比从前，现在只是在选出低估股票的同时还要选出高估股票。另一方面，转融通的推出将极大推动股票多空策略的发展。未来转融通的推出可能带来的直接变化是融券券种券源的增多，以及借券成本的降低。对于采用多空策略的国内机构投资者而言，这意味卖空的选择范围更广，同时卖空的交易成本更低，有利于他们构建多空策略组合。

2. 选股——构建多空策略的核心

之前已经提到，选股是构建多空策略的核心，那么在海外，多空策略基金经理都是通过什么样的分析方法进行选股的呢？概括而言，海外股票多空策略的分析方法主要分为四大类：

图5 股票多空策略分析方法



资料来源：申万研究

1) 基本面分析法。这也是国内投资者们最熟悉的分析方法。由于卖空的需要，多空策略的基金经理们更倾向于把目光聚集在规模较小的股票上。这些股票缺少分析师的覆盖，更可能出现“预期差”，从而从卖空中获利。

2) 特定行业分析法。在一些特定的行业，比如生命科学、信息技术、房地产、能源行业等，由于相关知识相当专业，需要这些领域的专业人士进行相应的分析，这便形成了特定行业的多空策略分析法。

3) 量化分析法。基本面分析法和特定行业分析法等都有一个明显的缺点，它们所能处理的股票范围较窄，数量较少。更多的时候，基金经理只能在一个自己比较熟悉的较小领域构建多空组合。采用量化分析法则能通过同时处理大量的股票，在一个更广泛的领域中寻找多空策略的实现机会。与此同时，经由最优化的计算，量化分析法甚至可以通过组合构建增加多空组合收益。

4) 激进策略。一些激进的对冲基金经理可能采用激进策略，他们可能联合公司的其他股东对管理层施加压力，甚至直接替换公司管理层，从而实现所持有投资组合的目标收益。

3. 卖空——构建多空策略的关键

19 世纪美国著名的投机家德鲁曾经说过：“投资者们谁卖空他们所没有的证券，他们要么能把这些证券买回来，要么就会被扔进监狱。”卖空股票远比我们从表面上看起来要复杂得多，相比于做多，它需要考虑更多的因素。

3.1 卖空的作用

在实际操作中，空头部分对于整个多空策略组合主要起到三个作用：

1) 基金经理认为某些股票被市场高估了，未来价格会出现下降，通过卖空这些股票赚取收益。

2) 对冲多头部分的市场风险。当基金经理认为某些股票被低估了，但是又害怕承担市场风险时，可以通过空头对冲这一系统风险。因此，进行对冲的空头可以采用股票组合，也可以采用各种期货合约。

3) 赚取短期的利息收入。历史上，当利率水平很高时，通过卖空赚取资金的利息收入，也是基金经理进行卖空操作的目的之一。

3.2 卖空的风险

相比于做多，卖空所需要承担的风险更为复杂：

1) 市场风险。当所卖空股票出现上涨时，卖空者将出现亏损，并且理论上这一亏损的可能幅度是无限的。

2) 召回风险。借券人可能在任何时候召回他们所借出的股票，如果卖空者不能找到新的借券人，那么他不得不在市场上购入股票进行平仓。

3) 流动性风险。对于一些流动性比较差的股票，卖空者可能难以买到足够的股票来平仓。

3.3 选择卖空标的的标准

在进行卖空时，对冲基金经理所选择的公司往往具有如下标准中的一条或者几条：

- 1) 公司财务状况糟糕，股价高昂。
- 2) 公司频繁更换审计人员，经常延迟向 SEC 递交财务报表。
- 3) 公司的主要产品单一且前景难以评估，未来业绩不确定。
- 4) 公司处于激烈竞争行业中，且没有定价权。
- 5) 公司的 P/E 很高，然而未来增速并不支持这一高估值。
- 6) 遭遇公共形象危机的公司。

4. 神华和中煤——国内市场多空组合实例

为了更进一步说明在中国市场上如何构建股票多空策略，我们通过对历史数据进行分析，结合中国股票市场的实际情况，举出了一个简单的例子。

4.1 构建神华中煤多空组合

首先，我们对所有融资融券标的在 2010 年的收益率序列进行了相关系数测算，发现中国神华和中煤能源有着极高的相关系数（91%）。

其次，我们发现在 2011 年年初的时候，申万煤炭小组在两只股票中更看好中国神华。因此，我们考虑构建一个多空组合，做多中国神华，做空中煤能源。这一组合的各种初始参数如表 2 所示，我们假设基金经理手中有 1000 万初始资金，这两只股票的交易佣金和冲击成本分别是千分之一和千分之二。同时，申银万国证券所规定的融券成本是 11.1% 每年，中国神华抵押率是 60%，维持担保比例是 130%。

表 2 神华中煤多空组合的初始参数

交易佣金	0.10%	初始资金	1000 万
冲击成本	0.15%	中国神华抵押率	60%
印花税	0.05%	维持担保比例	130%
借券成本	11.10%	1 月 4 日中煤能源价格	11.07
1 月 4 日中国神华价格	25.18	中煤能源融券卖出量	48 万
中国神华买入量	36 万		

资料来源：申万研究

然后，假设基金经理在1月4日开仓买入36万股中国神华，所使用资金是 $25.18 \times 36 = 906.48$ 万。在买入中国神华后，该基金经理以其作为抵押融券卖出中煤能源。由于中国神华的抵押率是60%，因此该基金经理最多能融券卖出48万股中煤能源。此时，多空组合构建完毕，该基金经理所持有扣除手续费之后的现金是620.57万，所持有多头头寸是90.65%，空头头寸是53.14%，总头寸是143.78%，净多头寸37.51%。

最后，我们假设基金经理一直持有该多空组合直至6月30日才进行平仓，为了简单起见，我们同时假设在持有这一多空组合过程中，该基金经理没有进行头寸调整。

4.2 神华中煤多空组合收益风险分析

在图6中，我们将所构建的多空策略和持有90%仓位中国神华的传统策略收益进行了对比。从图中我们可以很清晰的看到，多空组合在这段时间的累积收益要好于传统策略收益，并且当市场下跌时，多空组合的回撤幅度更小，风险更低。

图6 多空策略和传统策略收益对比图（20110104-20110630）



资料来源：申万研究

在2011年1月4日到6月30日之间，中国神华的股价是上涨的，那么当中国神华股价下跌之时，我们所构建的多空组合还能有较好的收益吗？

我们仍然采用上边的那些假设，以同样的方法在2011年6月30日开仓构建多空组合，并在2011年10月26日进行平仓。图7显示了这段时间多空策略和持有90%仓位中国神华的传统策略收益之间的对比。尽管由于市场不佳，两组策略的累积收益在这段时间都是负的，但是由于空头的存在，多空组合的抗跌能力显然好于仅持有90%仓位多头的抗跌能力。在10月26日平仓之时，传统多头策略的收益率为-12.54%，而多空组合的亏损相对较少，收益率是-10.49%。

图 7 多空策略和传统策略收益对比图 (20110630-20111026)



资料来源：申万研究

在表 3 中，我们将两段时间的多空组合和 90%仓位中国神华多头相关统计量进行了对比。从中可以看到，尽管在这两段时间，多空组合的年化收益率相比 90%仓位中国神华多头的年化收益率并不会高出多少，但是由组合标准差以及最大回撤率所衡量的风险却要远低。这一点再次彰显了股票多空策略相对于传统投资策略的优势：较高收益，较低风险。

表 3 多空组合和 90%仓位中国神华多头统计量对比

	2011 年 1 月 4 日至 2011 年 6 月 30 日		2011 年 6 月 30 日至 2011 年 10 月 26 日	
	多空组合	90%仓位中国神华	多空组合	90%仓位中国神华
组合年化收益率	43.98%	43.18%	-34.21%	-39.53%
组合标准差	1.15%	1.76%	1.12%	1.73%
最大回撤率	5.99%	10.95%	15.64%	21.29%

资料来源：申万研究

以上分析是建立在目前 11.1% 的较高融券成本的基础上的。转融通之后，融券成本可能会有较大幅度的下降，有媒体报道未来融券成本可能会下降到 6%。如果我们在上边的例子中假设融券成本降低到 6%，则 1 月 4 日到 6 月 30 日的多空组合收益将提高 1.31%，而 6 月 30 日到 10 月 26 日的多空组合收益将提高 0.89%。

5. 结论：2012 或是我国对冲基金元年

在这篇报告中，我们介绍了国外历史最悠久、应用最广泛的对冲基金策略——股票多空策略，而这一策略可能也是国内机构投资者最容易施行的对冲策略，相信在目前的市场已经涌现出了一批采用股票多空策略的私募基金。2012 年，随着大家预期中转融通的推行，融券券源将增大，融券供应量将增多，融券成本将降低，我们可以预计采用股票多空策略的机构投资者可能会

如雨后春笋一般迅速的冒出来，并茁壮成长。2012 年可能会成为划时代的一年，成为中国真正的对冲基金元年。

信息披露

证券分析师承诺

朱赟：基金。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。