

中证指数研究报告

130/30 策略及产品的发展

(已刊登在 2011 年 7 月 15 日中国证券报 A08)



130/30 策略及产品的发展

进入二十一世纪以来，国际市场上除了对冲基金以外，参与卖空与衍生品投资共同基金数量也日趋增多。近年来，海外资产管理业出现的 130/30 产品作为一项金融创新，打破了传统只能做多（long-only）的模式，并逐渐得到认可。随着国内股指期货、融资融券业务的展开，该类投资产品在国内的应用将更具有可行性，有望为投资者提供较为独特的具有杠杆性质的投资收益。在此背景下，中证指数公司与富国基金公司基于后者的量化投资平台，合作开发了沪深 300 富国 130/30 多空策略指数，并对 130/30 指数化产品在国内可能的发展进行了前期研究。

一、 130/30 策略的基本概念与特点

（一）130/30 策略的基本概念

一般来说，此类策略将全部基金份额建立多仓，同时利用杠杆，从市场上融入相当于基金原有净值 30% 的证券，并抛空这部分融入的证券，再将抛空所得的现金建立多仓。这样，基金的实际投资组合变为多头 130% 与空头 30%，基金的净风险敞口仍然保持在大约 100%。

举例来讲，假设某机构拥有资金 100 万，该投资机构用融券方式借入航空类 A 股票 10 万股，按每股 3 元卖出得资金 30 万，加上原资金共 130 万买入石油开采类 B 股票，按每股 13 元买入 10 万股。如果国际原油价格持续上涨，6 个月后 A 股票每股 2 元，B 股票每股 20 元。该机构卖出 10 万股 B 股票所得 200 万资金，再利用 20 万资金买入 10 万 A 股票还于借出人。该机构利用 130/30 策略取得 80% 的收益，高于以全部资金买入 B 股票取得的 53.85% 收益。

（二）130/30 策略的特点

缺乏融券业务的情况下，面对市场下跌或剧烈波动时，基金管理者只能通过

降低仓位，实现“少跌为赢”来追求相对绩效。此外，当基金管理者拥有充分的选股能力时，单边投资只能将投资组合中预期表现不佳的股票的权重调整为零；而利用融券业务则可以卖空该类股票，用卖空所得资金买入预期表现较佳的股票，直接增加组合的投资效率以获取更好的收益，上述案例便属此类情况之一。以有效边界的理论来讲，即 130/30 策略放宽了一定的权重分配限制，因此在均值方差模型里，该投资策略的组合要比传统组合拥有更理想的有效边界。另一方面，研究表明 130/30 策略同样提升了组合分散化程度。以一个全球股票策略为例，如果要保持相对基准的 4% 的跟踪误差，一个只能做多的传统组合或集中投资于约 120 支股票，而 130/30 策略则可以采用做多 250 支、做空 100 支的方式保持相似的跟踪误差。

该类策略的基金可以看作一个传统的 100% 多头的投资组合与一个追求绝对收益的 30% 多空仓位组合的叠加。因此，此类投资策略的风险特征介于传统做多与市场中性的多空策略之间。尽管利用了投资杠杆以获取更高的超额收益（Alpha），130/30 基金仍然保持着 100% 的市场净风险暴露率，所以从性质上来说可以看作是传统主动型基金的延伸，而不是追求绝对收益的对冲基金。

从该产品使用的杠杆比例来看，除了 130/30 比例以外，还有 120/20、140/40 等多种杠杆比例。国外该类主动型基金的市场分布显示，120/20 占 25%、125/25 占 20%、130/30 占 50%，140/40 则不足 5%，可以看出 130/30 基金占主导地位。究其缘由，一方面主要是过高的杠杆比例受到各地区关于融券卖空条例的限制，另一方面，通过杠杆提升投资效率的边际效应随着杠杆比例放大而递减。因此，130/30 结构是市场经过长期摸索得到的一个比较理想的比例，逐渐成为主流，该类策略也由此被统称为 130/30 策略。

二、 130/30 投资产品与指数化发展

（一）130/30 非零售投资产品

本世纪初，IT 行业和美元泡沫破裂后投资者要求更高的投资回报间接推动了 130/30 产品的出现。诞生之初，由于受到投资衍生品等法规条例的限制，该产品多见于门槛较高的对冲基金。在欧洲，21 世纪初 UCITS III 的修订成立放宽

了关于信托产品参与衍生品的限制，也让 130/30 产品降低了门槛，有了进一步发展的基础。在美国，130/30 产品在 2004 年左右兴起，起初主要见于对冲基金与机构型基金（即主要面向养老金、退休金及保险金的基金产品）中。

以全球第一大机构型基金管理公司 - SSgA 道富环球投资公司为例，旗下第一支 130/30 产品 - Global Alpha Edge 130/30 基金于 2007 年 3 月推出，目前旗下有 Edge 策略系列，包括 Alpha Edge 与 Plus Edge 策略系列，均为采用 130/30（或 120/20 等多空比例）模式的产品，其中部分归类为主动增强型，另一部分归类为主动量化型。

该类机构型基金的规模增长较为迅速，在 2007 年前三个季度增长了约 80%。据美国著名的《养老金与投资》杂志（Pensions & Investments）统计，截止 2007 年年底，采用 130/30 策略的机构型基金规模已超过了 500 亿美元。金融危机之后，该类产品的增速有所放缓。截至 2009 年底，有调查显示 130/30 产品在全球的总规模约在 600 亿至 800 亿美元之间。

（二）130/30 零售投资产品及指数化产品的发展

随着 2007 年以来美国证监会历史性放宽了共同基金参与卖空行为的限制，允许共同基金适当参与卖空交易，130/30 策略也逐渐被引入共同基金等零售产品。近几年一些新成立共同基金采用该类杠杆结构进行操作，零售投资者首次得以投资这类产品。截止到 2011 年初，130/30 类型的共同基金已有几十支，多数为主动型基金，少数为指数型基金。比如道富 SSgA Core Edge 股票基金、富达 130/30 大盘基金分别在 2007 年与 2008 年成立。但是由于 130/30 策略对于基金经理的选股能力要求更高，因此该类共同基金的费用显著高于普通的共同基金，包括略高的管理费以及额外的运营费用，不少净管理费接近 2%；另外考虑到主动型基金调仓频繁导致较高的增值税，也进一步降低了实际收益。

在这种情况下，将这类主动型策略以指数基金乃至 ETF 的形式开发产品以缩小费率成为 130/30 产品进一步发展的趋势。近年来，瑞士信贷、标准普尔、道琼斯指数公司分别开发了相应的 130/30 指数，另外还有 First Trust、IQ 等机构也开发了该类指数。指数产品方面，第一支交易所交易型产品来自 JP Morgan

推出的基于 First Trust 130/30 指数的 First Trust KEYnotes ETN，在此之后，ProShares 与 AlphaPro 公司分别在美国与加拿大挂牌了基于瑞士信贷与标准普尔 130/30 指数的 ETF 产品。这类策略型 ETF 尽管规模不大，但是以其半主动式的管理方式以及 1% 以下的较低费率，满足了更多细分投资者的需求。

三、 130/30 产品在中国的发展前景

(一) 130/30 产品发展的中国金融创新环境

2010 年，是中国金融的创新之年。内地资本市场正式推出了股指期货与融资融券业务。沪深 300 指数期货自去年 5 月推出以来运行平稳，与现货市场联系紧密，得到了市场热烈的反响。其日均成交量近 30 万手，在诞生伊始便跻身全球股指期货交易量前十排名，并且随着机构投资者的逐渐参与将有更大的发展空间。融资融券业务也已推出一周年，目前已有 25 家券商获得试点资格，融券的标的证券数量达到近 100 家，融券规模达 160 多亿元。从产品创新来说，股指期货与融资融券为金融产品设计提供了新型的金融工具，尤其是融券业务的推出使 130/30 产品成为了可能。从目前的市场情况来看，130/30 产品的问世仍有待一些前提条件得到改善。

首先与股指期货相比，国内融券业务发展的步伐略显缓慢，可融券少，融券成本仍较高，达到约 8% 至 9% 的费率，而在美国市场融券成本约为 4% 至 6%。另外融券保证金方面，冲抵证券的折算率也较低。今后，“转融通”机制等将扩大融券的标的证券范围，并降低融券成本。

其次是法律条例的限制，目前的融资融券业务实施细则规定，融券卖空所得资金除买券还券外不得他用，所以多头的 30% 需要通过融资来获取，这样对于保证金的要求会更严格。将来若放宽该规定的话，可能仍会面临抵押担保要求较高的限制。因此，该结构的产品可能初始采用较低的杠杆比例。从国外市场的发展来看，该类共同基金产品在美国于 2006 年左右以 120/20 的形式出现，之后慢慢延伸到 130/30 甚至更高的杠杆比例，可见同类产品在国外的发展也是一个逐渐放大杠杆比例的过程。

（二）中国 130/30 指数化产品的前景

从国外的发展历程来看，策略型产品的指数化是一个降低费率、推广接受程度的捷径。而 130/30 策略的一些特点恰好也可以满足指数化的要求。

首先，卖空机制的引入对国内习惯采用基本面选样的基金经理来说较有挑战性，因为他们不仅需要挑选出具有潜力的股票，还需挑选出具有相反潜力的股票。这要求崭新的技巧与不同的思维模式，而这种转变对于量化基金经理来说更为自然，因为量化策略本身就是利用预测模型大范围的对股票进行量化打分排名，在策略中引入卖空交易只需放宽权重只能为正的的限制，且量化方法更容易对多空仓位进行统筹管理。在美国约 60%至 80%的 130/30 类产品采用了量化策略，这可能并非偶然。普遍来说，量化的选样方法有助于指数化的推广。

另外，考虑到全球 ETF 市场中指数投资仍然是绝对主流。130/30 产品可借助指数化出现在 ETF 市场上，进一步降低费率、扩大规模。当然，130/30 产品在严格意义上属于半主动型的 ETF，在中国市场尚属首例，监管部门可能会审慎对待，强化对于指数规则的梳理。此外，采用目前市场上的知名指数作为标的指数，便于选取可融券的选样空间；也有利于投资者将标的指数作为基准直接比较，符合市场对于指数增强的常规认识。

（三）中国内地第一支 130/30 指数

目前，随着国内股指期货、融资融券业务的展开，130/30 产品在国内的应用将逐渐具有可行性。在这样的背景下，中证指数公司与富国基金基于后者的量化投资平台，合作开发了沪深 300 富国 130/30 多空策略指数，并对 130/30 指数化产品在国内可能的发展进行了前期研究。

沪深 300 富国 130/30 多空策略指数在指数设计方面主要以 Alpha 模型、风险模型和交易成本模型为基础，旨在获得 Beta 收益的同时力求获取较好的 Alpha 收益。其中，Alpha 模型对包括沪深 300 样本股在内的众多股票进行评分，从中选取评分较高的作为多头样本，并从沪深 300 成分股中选取评分较低的作为空头样本。此外，沪深 300 富国 130/30 多空策略指数以沪深 300 指数作为比较基

准，通过风险模型将组合 **Beta** 控制在 1 左右，具有与沪深 300 指数较高的关联度，并保持 30%的空头仓位；交易成本模型则量化了每支样本股的各类交易相关的成本。最后，在这三类模型的基础上得出最终的指数成份股及目标权重。在指数定期调整方面，该指数每月调整一次成份股及目标权重。这样的调整频率高于传统指数，同时也是权衡风险收益与周转成本之后的较优选择。

从历史模拟走势来看，在 2005 年 12 月 31 日到 2011 年 6 月 22 日期间，沪深 300 富国 130/30 多空策略指数相对沪深 300 指数的年化超额收益为 24.38%，信息比率 IR 为 4.06。2011 年以来至 6 月底，该指数实现的超额收益为 13%。该指数相对沪深 300 指数的历史 **Beta** 值接近 1。总体来看，该 130/30 指数的历史模拟组合能够在风险水平没有显著变化的前提下获得一定超额收益。随着未来融券标的范围的进一步扩大、融券成本的降低以及相关法规条例可能逐步放宽，该指数的相关产品将更具有可行性，有望满足更多投资者对于杠杆收益的投资需求。