

转融通下的理财产品创新

李伟 ☎: (8610) 8357 1322

✉: liwei_yjl@chinastock.com.cn

中国证监会10月28日正式发布《转融通业务监督管理试行办法》，同时发布《关于修改〈证券公司融资融券业务试点管理办法〉的决定》和《关于修改〈证券公司融资融券业务试点内部控制指引〉的决定》。这意味着融资融券试点业务正式转入常规监管阶段，转融通业务的正式推出近在咫尺，未来将对目前股市的单边市格局造成巨大影响。

2010年3月31日融资融券开闸后，规模虽然保持稳步上升态势，但绝对规模十分有限。融券参与门槛高、标的券范围小、缺乏转融通机制等是直接导致融资融券规模非常有限的关键原因。且由于券商只能用自有证券进行融券，无法对冲下跌风险，融券发展一直远远落后于融资，比例仅占到融资融券规模的1%，卖空机制难以发挥作用。

转融通推出后，使融资和融券不再受限于证券公司的自有资金和证券，将建立一条完整的资金和证券的供需链，券源供给问题将得到解决，将明显增加市场中的融券做空规模。可以预见，在转融通推出后，融资融券的规模和数量将大幅增加，个股融券做空机制得到加强。转融通业务将改变股市单边市格局，A股市场的做空时代也即将真正到来。

转融通业务的推出将推动证券公司、基金公司等理财机构的产品创新。以130/30基金为首的多空基金将为理财机构开启新的盈利之门。转融通制度导致做空机制逐步完善，尤其是个股的卖空机制能衍生多种套利产品，丰富资产管理产品类型和投资策略，对行业构成长期利好。

在积极投资过程中，基金经理人的选股能力是决定绩效的关键，但是也因只做单边投资，在市场下跌时，只能通过降低仓位，实现“少跌为赢”来追求相对绩效。卖空机制对投资的重要意义在于，可以充分利用信息，在市场下跌时利用空头头寸获利，此外可以通过空头头寸来改善投资组合的收益风险结构，在同样的获利能力下降低投资组合的波动性。

实证研究表明，使用卖空机制的共同基金获得的超额收益明显高于不使用卖空的共同基金，并且这种收益水平更加稳定，Beta 系数明显低于不使用卖空的共同基金。借鉴国外 130/30 基金的投资策略，使用融资融券业务来适当使用杠杆或者卖空，可以更好地管理 Beta。

一、转融通对产品创新的意义

完整的融资融券制度将有助于推动证券公司、基金公司等理财机构的产品创新。以基金公司为例，目前基金产品同质化较强，与股市的关联度较高，基金产品创新较难，最大的原因是中国证券市场较小，投资品种较少，在单边市场下基金抗风险能力较差。如果允许理财机构参与融资融券，则理财机构在产品创新上可以参考更多国际上已经成熟的产品，如“130/30 基金”和“市场中性产品”等，为投资者提供了很好的产品选择。

130/30 基金是近年国际金融市场兴起的基金投资策略，是主动投资与以指数为基准的多头和空头策略相结合的投资方法，这种产品受到了投资者的青睐。预计到 2012 年，采用 130/30 投资策略的基金规模将达到美国主动型大市值基金的 25% 以上。

130/30 基金的投资方式介于传统做多 (long-only) 与多空策略型 (long-short strategy) 对冲基金之间，实际投资状况其实并不复杂。具体地讲，就是将基金份额全部以指数为基准投资于多仓，同时，利用杠杆，从证券经纪商融入相当于基金原有净值 30% 的证券 (融券)，并抛空这部分融入的证券，然后再将抛空所得的现金建多仓，这样，基金的实际投资组合变为多头 130% (100% + 30%)，空头 30%，基金的风险敞口仍然保持在大约 100%。因此，虽然利用了投资杠杆，130/30 基金仍然保持了传统共同基金 Beta 为 1 的风险属性，但使得基金能够产生较高的超额收益 (即 alpha)。

之所以是 130/30 而不是 140/40 或 150/50，一个最主要的原因是美联储 T 条例对客户现金账户不能将其风险敞口扩大至本金一倍以上的限制，而且研究表明，随着杠杆和融券比例的扩大，运用这种策略投资的基金边际超额收益在下降，同时风险大幅度扩大。

130/30 基金作为国际资本市场中一种蓬勃兴起的新产品，其内在的投资理念以及科学的投资管理体系值得我们学习和借鉴。随着转融通业务的推出、融券标的扩大以及融资融券试点转常规，国内推出 130/30 基金的条件日益成熟，130/30 基金必将会在中国大行其道。

二、转融通对投资策略创新的意义

从海外市场经验发现，卖空机制的完善催生出对冲基金，促进了各种各样投资策略的诞生和运用，转融通的推出将促进股票多空策略、统计套利等多种投资策略的产生。

股票多空策略,简单而言就是指在股票投资中通过买入或融资买入股票和融券卖空股票配置不同比例的股票多头和空头,构建成符合自己预期收益和风险特征的投资组合。该策略买入预期价格上涨的证券和(或)卖空预期价格下跌的证券,股票多空头策略并不强制要求多头交易量与空头交易量一致,即并不要求用等量的空头来对冲掉多头的市场风险。

统计套利策略基本原理是建立在统计学的基础上。以统计套利为例,统计分析得到两只股票之间具有某种规律的相关性,当某些时刻出现的非理性因素导致这种相关性被临时打破,从而在两只股票之间出现相对价差。如果这个相对价差高于策略操作成本,则可以直接买入或融资买入其中相对低估的那只股票建立多头头寸,同时融券卖空相对高估的另一只股票,建立空头头寸,等到这个相对价差消失,两只股票回归到原来的比价关系后再平仓实现收益,这样就实现了低风险的套利。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: 010-83571322

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>