

穿越牛熊：市场中性策略全揭秘

博士后工作站 马琳

观点：中性策略，是一种使得投资组合的收益率曲线独立于市场走势的策略，其相对大盘的独立走势是为之中性。严格意义上来说，该种策略通过运用多空仓位、金融衍生品或者统计模型等手段，来对冲投资组合因大盘波动带来的系统性风险（贝塔系数），以追求独立于大盘走势的绝对收益（阿尔法系数）为目标。市场中性策略基金，是在其投资组合中运用市场中性策略的基金。

相对于美国市场，在中国市场，市场中性策略基金还处于起步阶段，发展空间巨大。随着美国市场的量化基金规模不断扩张，2015年，量化基金的成交量占据市场70%左右成交量，而国内迄今为止不足5%。在这个背景下，自2014年起，越来越多的在华尔街管理过量化对冲基金的管理人开始回国创业，投身于国内期货市场和A股市场的中策策略开发和运行。

2018年以来，国内外政策多变，A股市场大幅下跌，而市场中性策略能够继续稳健上涨，而市场中性策略追求的是中收益、低回撤的净值曲线，因此也越来越多的受到机构投资者和追求稳健收益的投资人青睐。

一、市场中性策略概述

（一）什么是市场中性策略

市场中性策略，是一种使得投资组合的收益率曲线独立于市场走势的策略，通过运用多空仓位、金融衍生品和量化模型等手段，来对冲投资组合因大盘波动带来的系统性风险，其相对大盘的独立走势是为之中性，以追求独立于大盘走势的绝对收益为目标的投资策略。严格意义上来说，该种策略通过运用多空仓位、金融衍生品或者统计模型等手段，来对冲投资组合因大盘波动带来的系统性风险（贝塔系数），以追求独立于大盘走势的绝对收益（阿尔法系数）为目标。

市场中性策略基金，是在其投资组合中运用市场中性策略的基金。目前国内

市场应用最为广泛的市场中性策略就是股票阿尔法策略，该策略通过买入一揽子股票现货组合同时卖空股指期货的方法，将股票组合的 α 收益与 β 收益相分离，锁定 α 收益。股票阿尔法策略的主流方法就是运用股票多因子模型选择出未来能创造超额收益的个股，并用股指期货对冲获取超额收益。

（二）市场中性策略的起源与发展

市场的做空机制，是实现市场中性策略的基础，也是该策略诞生和发展的重要条件之一。最早的市场中性策略可追溯到上世纪 20 年代，美国传奇交易员 Jesse Livermore 凭借 Sister Stocks 组合中的股票价差，通过多、空头获利。70 年代，美国就有基金经理开始运用市场的做空机制来实现这一策略。到了 90 年代，金融衍生品大行其道，为市场中性策略提供了一个广阔的发展空间，使得市场中性策略基金在数量上和规模上有了质的突破。然而，中国市场起步较晚，直到 2010 年沪深 300 指数期货上市后，市场中性策略崭露头角。到了 2013 年，中国才出现第一只市场中性策略公募基金：嘉实绝对收益。截至 2016 年 5 月，国内市场上共有 16 只公募市场中性策略基金总规模约 200 亿元人民币。

（三）市场中性策略的优势

1. 与市场指数不相关

由于利用股指期货等衍生品工具对冲掉了股市的系统性风险，市场中性策略的表现基本与市场指数表现出极低的相关性，在牛熊市里面收益差别不大。

2. 追求绝对收益

不管是牛市还是熊市，如果选择出的股票能获得超额收益，那么市场中性策略就能获得一定的绝对收益，当然，市场中性策略在牛市中获取的收益会低于指数的收益；但在熊市表现会大大好过指数。

3. 风险低、波动小

由于同时持有多头以及空头，对冲掉系统性波动，导致市场中性策略的波动比一般股票策略要小很多，这也是机构大资金青睐市场中性策略的主要原因。

4. 市场容量巨大，流动性好

由于股票可选择范围极其广泛，导致市场中性策略的市场容量很大，目前国内的情况，如果股指期货政策放松，市场中性策略的市场容量可上百亿千亿级别。

同时，因其在选股上比较分散，较好的规避了流动性风险。

二、美国市场中性策略基金的发展趋势

（一）2000年-2015年美国市场中性策略基金大规模发展，已接近天花板

普遍认为，美国市场上第一只真正意义上的市场中性策略基金：Merger Investor 由 Merger 基金管理公司于 1989 年 1 月 31 日发行。90 年代，金融衍生品市场迎来创新热潮，为市场中性策略基金提供了绝佳的投资环境。进入 2000 年，美国互联网泡沫的膨胀，带动该类基金第一次在数量上和规模上大幅扩张。随着美国股票市场指数的一路向上，市场中性策略也在数量上和基金规模上持续攀升。截至 2015 年 8 月 19 日，美国市场上的市场中性策略基金共有 270 只，总规模达 1,253 亿美元，占开放式基金总规模的 1%。

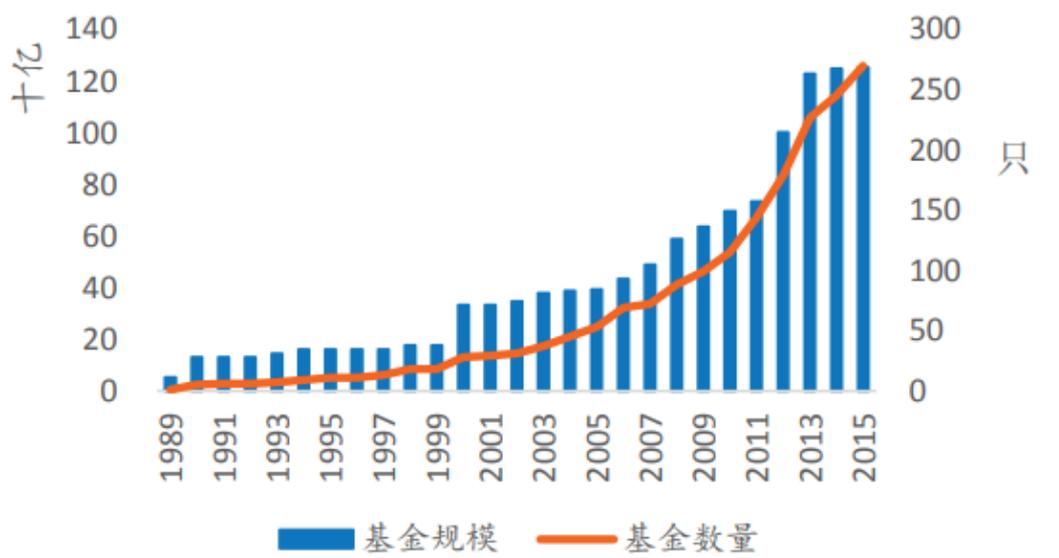


图 1 美国市场中性策略基金演进图

在 2000 年，美国市场的量化交易成交量只占市场的 10%左右，到 2015 年，量化交易成交量占到市场的 70%。量化对冲基金得到了极大的发展。整体来看，美国的量化交易发展的规模空间已经不大，基本到了天花板，后期的发展主要是量化策略的进步和更新，市场规模已经基本达到上限。

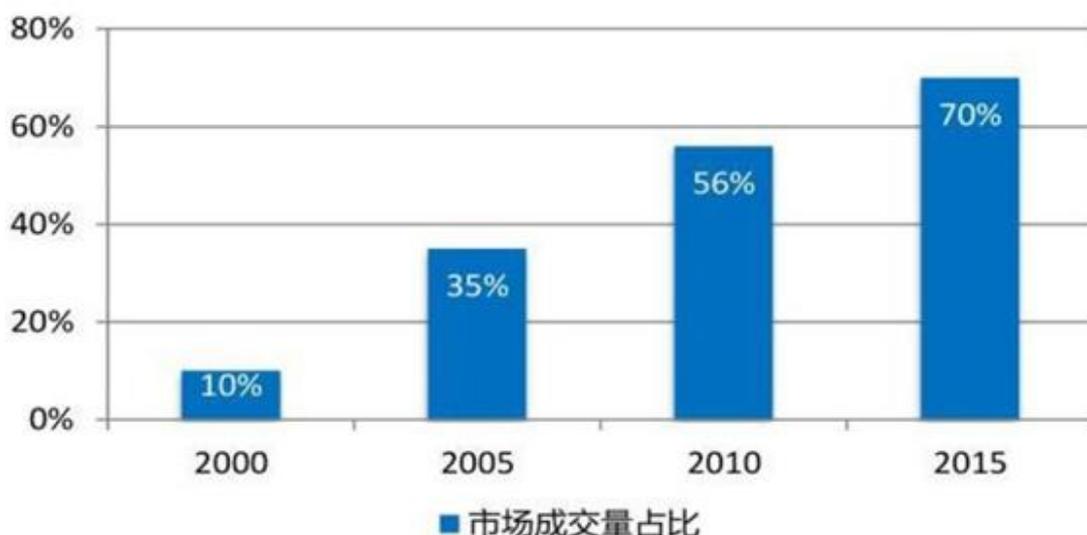


图 2 美国市场量化交易成交量占比全市场成交量

(二) 美国市场中性策略基金其构成：保险、年金占比较大

按基金类型，市场中性策略基金可分为开放式基金、可变年金、保险基金、交易所交易型基金、独立账户和可变人寿保险。截至 2015 年 8 月 19 日，开放式基金 191 只，占该类基金总规模的 83.72%；其次是可变年金市场中性基金，基金数为 35 只，规模占比为 15.68%。

表 1 显示了美国市场上量化中性策略基金的构成情况。整体来看美国市场中性策略基金构成的特点有两个：一是开放式基金为主；二是年金和保险资金占比及较大。这也是中性策略基金自身的特点决定的，一方面中性策略基金的同时持有多单和空单，市场流动性较好，完全符合开放式基金的频繁申购赎回要求；另一方面，市场中性策略基金的收益整体较为稳健，与市场涨跌无关，属于中受益、低风险的市场策略，因此受到了年金和保险资金的追求相对稳健收益机构资金的青睐。

表 1 美国市场中性策略基金类型构成

类型	基金个数 (个)	基金规模 (十亿美元)	规模比例
开放式基金	191	105.06	83.72%
可变年金	35	19.68	15.68%
保险基金	2	0.53	0.42%

交易所交易型基金	11	0.23	0.18%
独立账户	28	-	-
可变人售保险	3	-	-

(三) 市场中性策略基金公司分布和市场集中度

市场中性策略基金作为美国基金行业中的重要一员，截至 2015 年 8 月 19 日，总规模达 1253 亿美元，占美国开放式基金市场的 1%。基金规模排前十的公司占据了整个市场中性策略基金的大部分江山，市场总份额高达 90.17%，其中排名前三的基金公司总市场份额占比更是接近 50%。市场中性策略基金的“三巨头”在市场中性策略基金规模上相差不大，Calamos 占 18.92%，PIMCO 占 17.66%，Merger 占 12.18%，可见该基金市场的集中度较高、行业竞争激烈。随着市场寡头垄断状态的形成，大的基金公司有能力开发和更新更加优秀的策略，从而在市场维持市场份额的占有量。

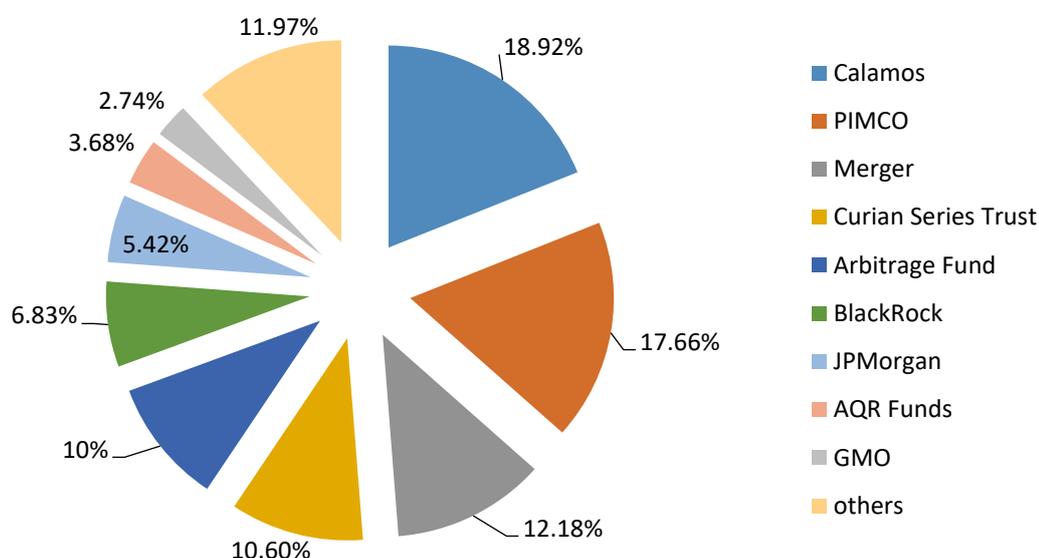


图 3 美国市场中性策略基金市场集中度

分析排名前十的基金公司的主营业务，Calamos、ArbitrageFund 和 Merger 三家基金公司的主营业务都来源于市场中性策略基金，其中 ArbitrageFund 和 Merger 的市场中性策略基金占各自基金总规模比例分别高达 97.05%和 25.88%，

目前的领航者 Calamos 基金公司的基金比例为 97.19%。由此可见，基金公司在营业务上逐渐出现细分领域专注度高的迹象，并逐渐成为该细分领域的领头羊。

表 2 美国市场中性策略基金占公司基金总规模比例表

基金公司	市场中性策略基金规模（十亿美元）	公司基金总规模（十亿美元）	市场中性策略基金占公司基金总规模比例
Calamos	23.71	24.40	97.19%
Arbitrage Fund	12.54	12.92	97.05%
Merger	15.27	59.00	25.88%
Gabelli	2.66	45.40	5.85%
AQR Funds	4.62	136.20	3.39%
GMO	3.43	117.00	2.93%
Curian Series Trust	13.29	469.22	2.83%
JPMorgan	6.79	250.70	2.71%
PIMCO	22.13	1520.00	1.46%
BlackRock	8.56	4721.00	0.18%

（四）整体业绩表现：与市场高度不相关

1. 与市场指数相关系数低

从历史数据看，瑞信股票市场中性指数和道琼斯工业指数及标普 500 指数的相关系数分别为 0.31 和 0.36，说明市场中性策略基金和传统的股票投资工具之间相关性低，从而凸显其市场中性的特点。

表 3 美国市场中性策略基金相关系数表

相关系数	瑞信股票市场中性指数	道琼斯工业指数	标普 500 指数
瑞信股票市场中性指数	1.00	0.31	0.36

道琼斯工业指数	0.31	1.00	0.96
标普 500 指数	0.36	0.96	1

2.整体收益平稳：10年中仅有2008年金融危机有1%的负收益

从收益率上看，市场中性策略基金整体平均收益率在近十年内表现平稳。2008年11月因全球股票市场大跌引发的恐慌性抛售，当时美国政府在金融危机中临时出台的卖空禁令也迫使一些基金不得不通过平仓的手段来应对流动性危机。当年瑞信股票市场指数的收益率为-40.32%，但是中性策略基金整体平均仅为-1.43%。然而，在2009年开始美国股市的单边行情中，基金整体平均的收益率水平明显比不上道琼斯工业指数和标普500指数。



图4 美国市场中性策略基金业绩表现

(五) 风险指标对比

从过去10年的各风险指标来看，较传统的股票投资工具而言，市场中性策略基金整体平均收益率为3.49%，跑赢瑞信股票市场中性指数；标准差较小，一方面表明其低波动率的特点，另一方面也说明该类策略受过去10年的大盘行情影响不大。瑞信股票市场中性指数的峰度具有更大的负值，表明在统计周期内，该类股票的收益率较为分散地分布在众数的周围，说明不同股票之间的表现差异

较大。然而市场中性策略基金整体平均峰度为-0.48，说明 270 只样本基金在平均收益率附近的集中度较高，表现特别好或者特别差的基金都属于少数。瑞信股票市场中性指数的偏度远远大于传统投资工具，统计数据样本呈正偏态分布，表明大部分中性策略的收益率落在均值左边，说明大部分的市场中性策略收益表现不佳，低于平均水平。市场中性策略基金整体平均偏度为 2.75，远小于瑞信股票市场中性指数的偏度，说明较大部分的基金收益率落后于基金整体平均收益率的，仅有少部分表现较好的基金。在夏普系数和索提诺比率方面，市场中性策略基金整体平均值较高，说明其获取风险收益或者下行风险收益比传统投资工具更为出色。

表 4 美国市场中性策略基金风险指标比较

风险指标	年化平均收益率	标准差	峰度	偏度	夏普系数	索提诺比率
市场中性策略基金平均	3.49%	5.13	-0.48	2.75	0.24	0.39
瑞信股票市场中性指数	0.85%	13.67	9.21	94.54	-0.09	-0.10
道琼斯工业平均指数	6.19%	13.66	0.79	1.76	0.34	0.48
标普 500 指数	7.39%	14.72	0.86	2.18	0.35	0.48

三、中国市场中性发展趋势和产品特点

由于中国市场的私募基金数据获得困难，本部分仅对中国市场的公募中性策略基金进行分析。因为公募基金和私募基金的激励制度差异，实际上，更加优秀的中性策略基金主要是存在于私募基金中。分析公募基金仅能展示行业发展的一个方面，而不能代表整个中性策略的发展程度。

(一) 中国市场中性策略基金：起步较晚，发展较快

在中国市场，市场中性策略基金还处于起步阶段，2010 年随着国内资本市

场融资融券和股指期货业务的放开，给卖空操作提供了基本工具。机构开始开发新产品，将股指期货加入投资组合中，市场中性策略逐渐被更多的机构投资者采用。2013年12月市场第一只市场中性策略公募基金嘉实绝对收益策略定开混合发行，随后两年该类基金数量和规模均大幅增长。公布的数据显示，市场中性策略基金数量从2013年的1只，增长到2014年的8只，截至到2015年8月18日，2015年新发基金数量已有4只，基金总量已经达到12只。已公布的10只市场中性策略基金的半年报数据显示，资产总规模创新高达268.4亿元，2015年规模呈现爆发式增长，主要贡献来自于嘉实对冲套利、工银绝对收益-A、工银绝对收益-B。而2014年4季度，由于A股市场的火爆行情，偏股型基金赚钱效应明显，市场中性策略基金被大规模赎回。

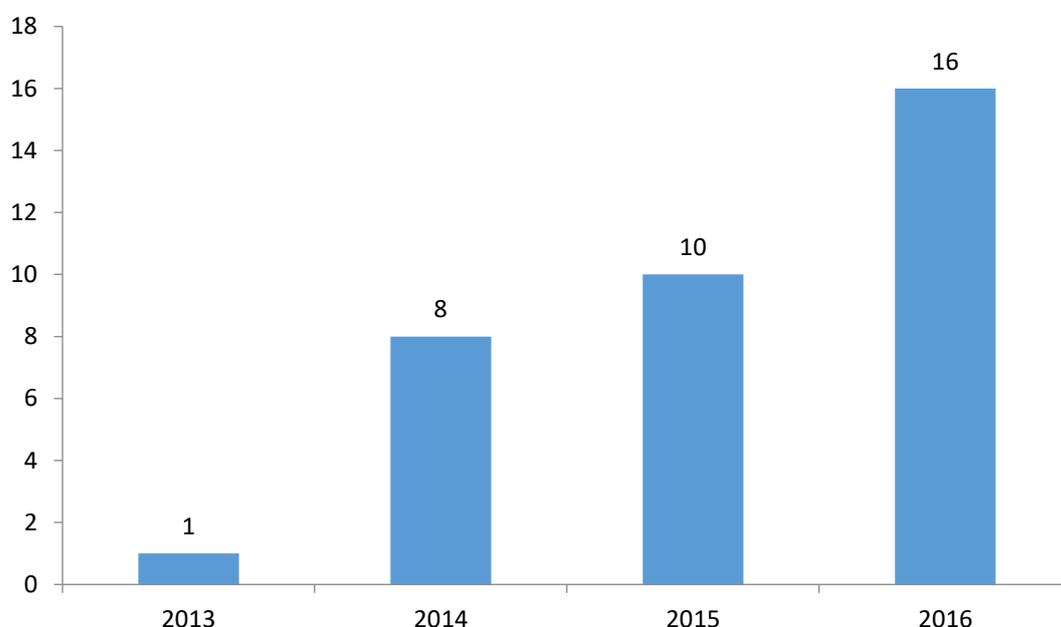


图5 中国市场中性策略公募基金数量

（二）中国市场中性策略基金：占比非货币公募基金 0.49%

截止2016年5月，中国市场上量化公募基金126支，其中市场中性策略的基金共16支，规模方面，量化基金的规模总量为756亿元，仅占非货币公募产品总规模的1.6%，量化基金的潜在发展规模巨大，且量化公募基金也偏股型基金为主，偏股型基金规模占比达80%。其中，市场中性策略基金占公募量化基金整体规模的31%。因此，目前中国市场上的公募中性策略基金占非货币公募基金

的比重仅为 0.49%，发展空间巨大。

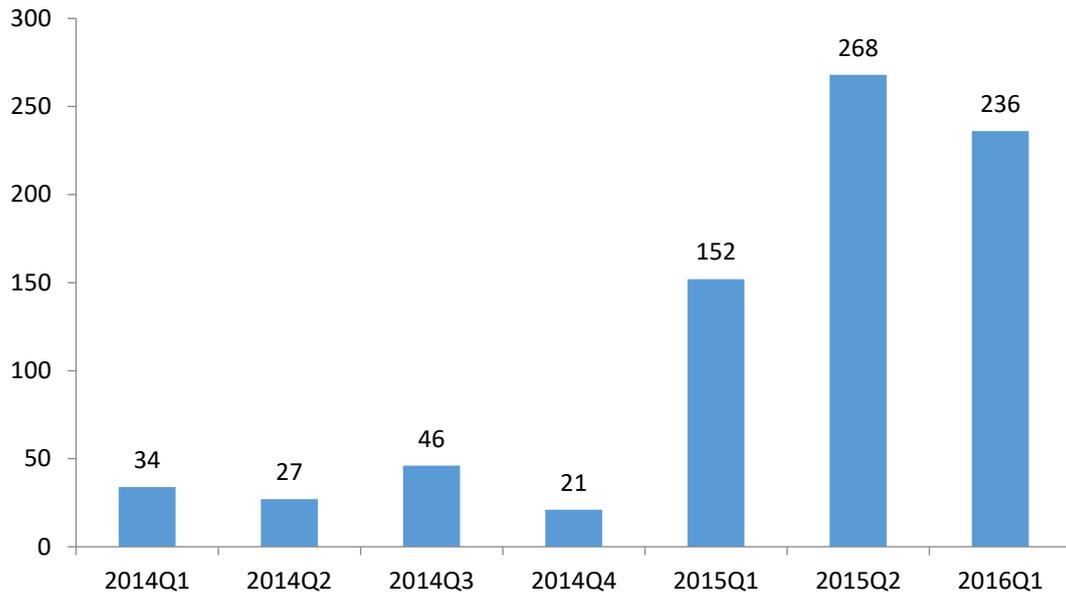


图 6 中国市场中性策略基金历史规模

由于中美中性策略基金发展的阶段不同，美国相对成熟，中国则是起步阶段。因此，2014 年以来，很多在华尔街管理过大型量化中性策略基金的管理人纷纷回国创业，投身于中国市场的量化中性策略开发和运行。

（三）中国市场中性策略基金公司分布

从规模上看，各基金公司所管理的市场中性策略基金总规模存在巨大差异，且集中度较高。截至 2015 年二季度末，市场共有 8 家基金公司有市场中性策略基金，90%的资产规模集中在前三大基金公司，其中工银瑞信旗下一只市场中性策略基金总规模为 160.71 亿元，占比高达 58.79%；嘉实基金旗下两只基金总规模 58.33 亿元，占比 21.34%；南方基金旗下一只基金以 27.02 亿元位列第三，占比为 9.88%。2015 年 8 月 6 日永赢基金推出一只市场中性策略基金永赢量化混合，目前募集规模为 29.98 亿元。华商旗下的量化产品也主要集中在偏股型主动量化基金中，而工银瑞信的量化产品主要由市场中性策略构成，旗下工银绝对收益策略混合是目前市场中性策略中规模最大的产品。

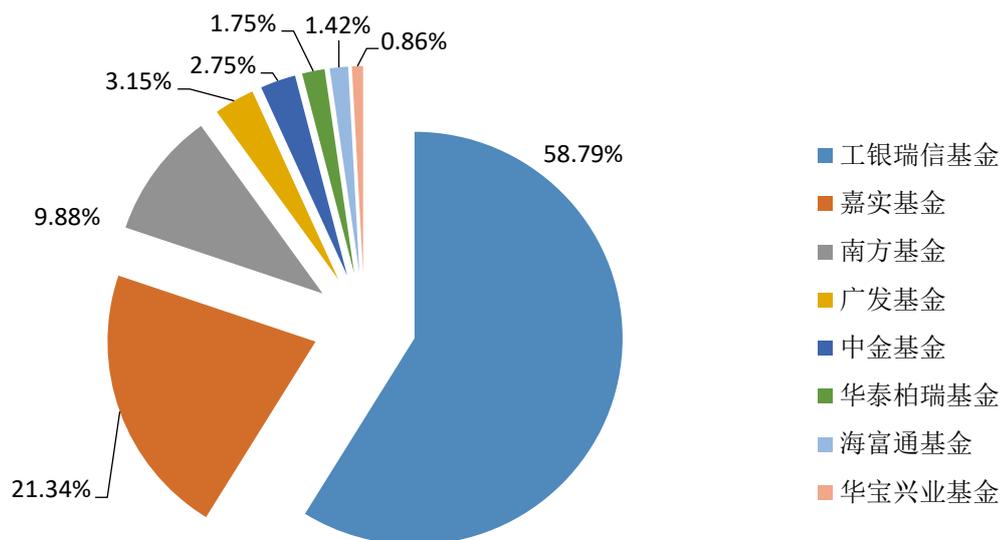


图 7 市场中性策略基金资产规模占比

(四) 中国市场中性策略基金整体业绩表现：熊市不跌反涨

市场剧烈波动，偏股型基金净值大幅回撤。市场中性策略基金立足获取绝对收益，以稳健的净值表现稀缺产品。2015年6月中旬开始的史无前例的暴跌行情，市场中性策略基金不仅净值没有下跌，反而逆势稳步上涨，受到市场关注。截至2018年9月7日，除6月下旬刚成立便遇上股灾华泰柏瑞量化基金，其他基金成立以来和今年以来均获得正收益，其中海富通阿尔法对冲在同类产品中的收益率最高，达到42.35%，南方绝对收益策略收益率为26.96%，华宝兴业量化对冲-C和华宝兴业量化对冲-A也较为突出，分别获得23.97%和24.96%的回报率。尽管从数据上看，市场中性策略基金收益率并不算很高，但是值得一提的是，追求稳健和绝对收益的市场中性策略基金在市场巨幅震荡时，控制回撤的能力出色，做到了在市场出现系统性风险时，基金净值不跌反涨。

表 5 中国市场公募量化基金业绩表现（截止 2018 年 9 月 7 日）

代码	基金名称	成立日期	截至2018年9月7日收益率
000414	嘉实绝对收益策略	2013-12-06	17.18%
000585	嘉实对冲套利	2014-05-16	6.75%
000667	工银绝对收益-A	2014-06-26	10.60%
000672	工银绝对收益-B	2014-06-26	6.14%

000753	华宝兴业量化对冲-A	2014-09-17	24.96%
000754	华宝兴业量化对冲-C	2014-09-17	23.97%
519062	海富通阿尔法对冲	2014-11-20	42.35%
000844	南方绝对收益策略	2014-12-01	26.96%
000992	广发对冲套利	2015-02-06	13.69%
001059	中金绝对收益策略	2015-04-21	2.37%
001073	华泰柏瑞量化	2015-06-29	9.56%

四、市场中性策略的中性机制探析

（一）贝塔中性，追求阿尔法

市场中性策略定义即投资者买入相对低估的股票，同时卖出相对高估的股票，通过一买一卖，对冲掉组合的系统性风险，待买卖股票恢复至合理估值水平获利平仓。策略的核心假设是：股票间存在合理的相对估值，虽然某段时间相对估值会偏离合理水平，但最终市场会进行自我修复，相对估值会回到合理区间。

为了达到市场中性，投资者一般持有等市值的多头股票和空头股票；并且在选择股票的时候，也会综合考虑投资标的的系统性风险，最好是多空股票的系统性风险大致相当，使得多空对冲后，组合的系统性风险基本可以忽略。即所谓的Beta中性：组合的净值不会仅仅因为市场整体的波动而发生变化。

相对于传统的股票投资策略，市场中性策略赋予投资经理更精确表达自己观点的权利：如果投资者只是对于两只股票的相对估值有观点，而对于整体市场和行业没有观点，则可以通过市场中性策略，做多看好的股票而做空不看好的股票，剥离掉市场整体风险和行业风险，仅对个股风险进行下注；采用传统做多策略的投资者则必须同时承担市场风险，行业风险，以及个股风险。

（二）市场中性机制案例分析

图8是构建市场中性策略的示例流程：假设初始投入资金1000万，虽然在实际操作中，以下步骤都是同时完成的，但是为了更好的展示细节，我们还是将其拆分成若干步流程。

1. 投入初始资金1000万元，交付给证券经纪人；
2. 用其中的900万资金在市场上购买看多的股票A；
3. 买到价值900万的股票A放置在证券经纪人账户，作为融券做空的抵押；

4. 股票经纪人从股票出借者手中借入价值 900 万的看空股票 B;
5. 在市场上出售借入的股票 B;
6. 证券经纪人收到卖出股票 B 所得资金 900 万;
7. 将卖出股票 B 所得 900 万资金给股票出借者作为抵押;
8. 剩余 100 万资金存在证券经纪人处作为流动性缓冲。

根据沪深交易所发布的最新细则,A 股市场融资融券最低保证金比例为 50%,即在融资买入和融券卖空的过程中,初始自有资金比例不得低于 50%。在本示例中,初期多头头寸加空头头寸一共价值 1800 万,投资者自有资金 1000 万,保证金 900 万,保证金比例为 50%,还有 100 万的流动性缓冲;这 100 万的流动性缓冲主要是考虑到当股价发生变化的时候,可能需要追加保证金,其次融资融券也需要支付利息,流动性缓冲也用于支付利息费用。

这是一个市场中性策略组合的典型构建过程,当然在不同的市场规则下,交易细节可能会略有不同,比如对冲的标的可以是融券,也可能是股指期货,这取决于持有一篮子股票的对标指数,但大致的流程还是类似的。

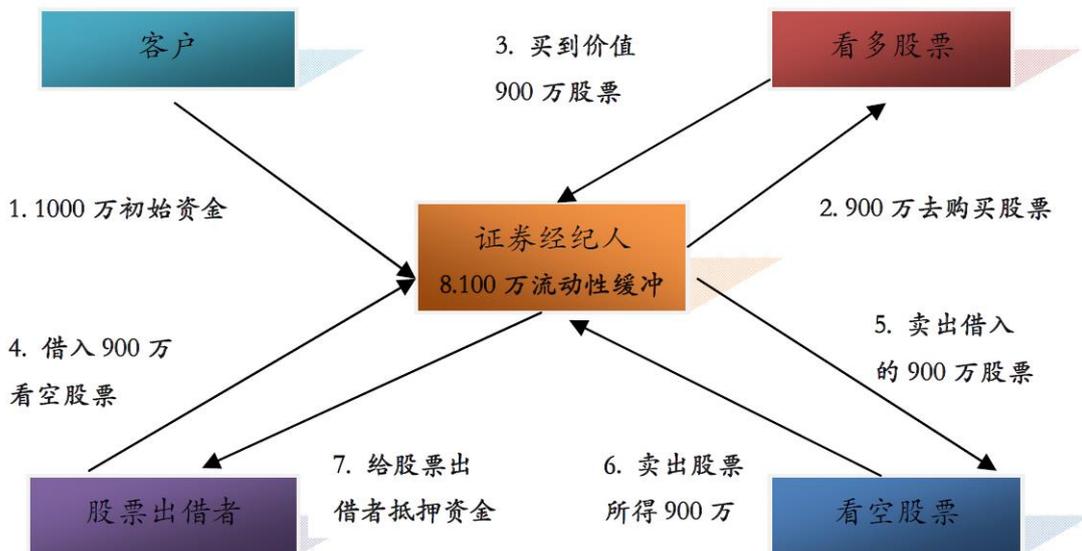


图 8 市场中性机制案例图

图 9 和图 10 分别进行市场上涨和市场下跌的虚拟情境分析。市场上涨分析中,假设沪深 300 上涨 20%,多头股票 A 上涨 24%,空头股票 B 上涨 16%。期初投资者账户有价值 900 万多头股票,900 万空头股票,以及 100 万现金;期末,

多头股票上涨 24%，市值 1116 万，利润 216 万，空头股票上涨 16%，市值 1044 万，利润-144 万；净利润 216 万-144 万=72 万，多空回报率 24%-16%=8%，总的回报率为 72 万/1000 万=7.2%。

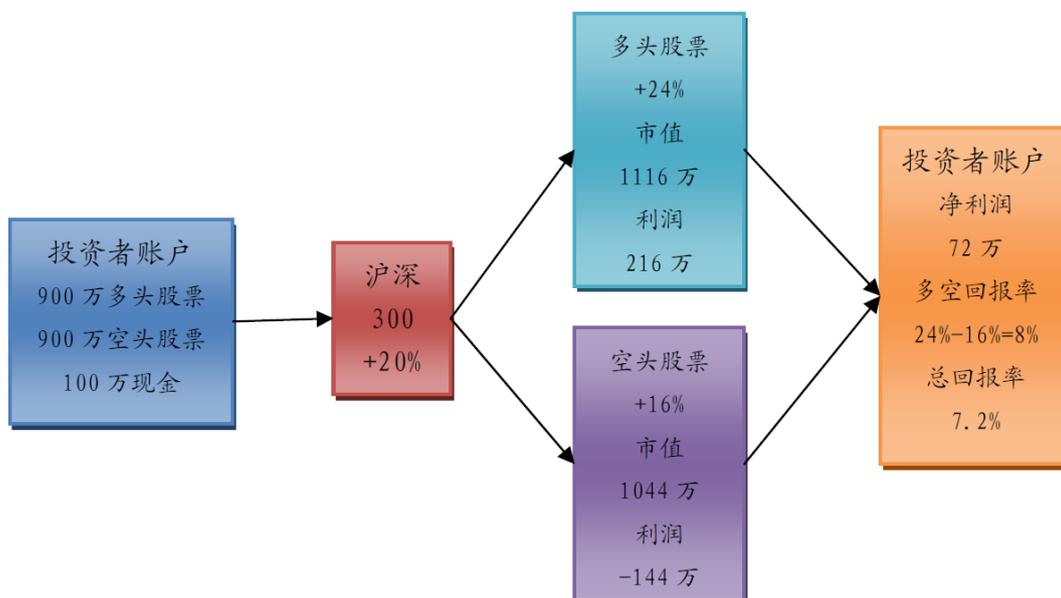


图 9 市场上涨情景分析

市场下跌分析中，假设沪深 300 下跌 20%，多头股票 A 下跌 16%，空头股票 B 下跌 24%。期初投资者账户有价值 900 万多头股票，900 万空头股票，以及 100 万现金；期末，多头股票下跌 16%，市值 756 万，利润-144 万，空头股票下跌 24%，市值 684 万，利润 216 万；净利润 216 万-144 万=72 万，多空回报率 24%-16%=8%，总的回报率为 72 万/1000 万=7.2%。

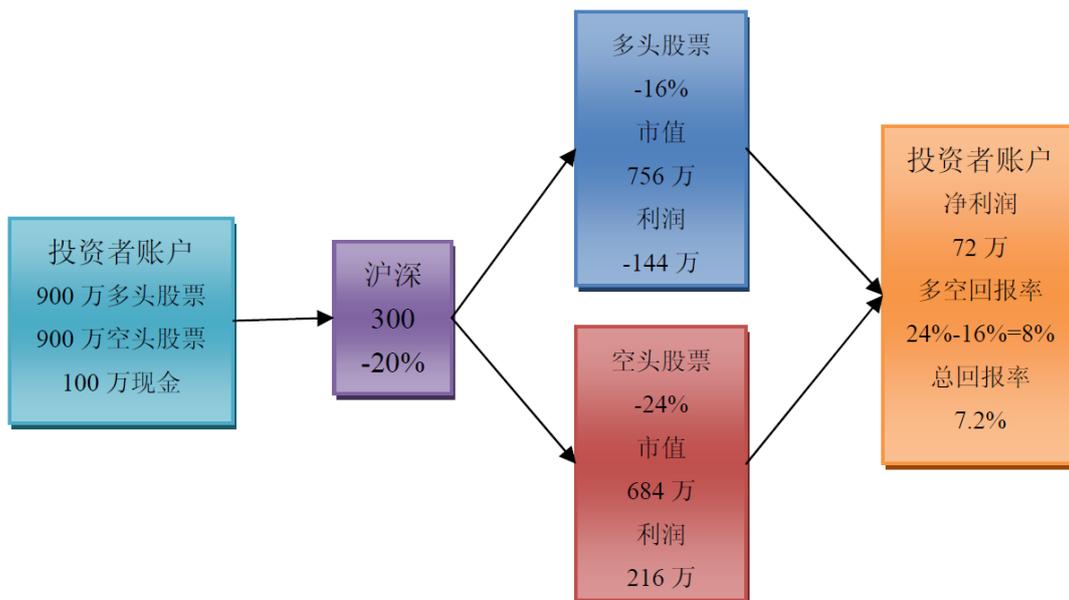


图 10 市场下跌情景分析

可以看到，在两种虚拟场景中，组合的投资回报率是一样的，亦即投资组合的收益不受整体市场状况的影响。市场中性组合的收益源自多空股票的相对表现，只要多头股票的市场表现好于空头股票，组合就能够稳定的盈利。市场中性组合的表现取决于基金经理的选股能力，与对于整体市场的判断无关。

（三）市场中性策略的特性：不受市场波动影响

图 9 和图 10 阐明采用市场中性策略好处：消除市场风险，市场中性组合的净值变化不再受到市场整体波动的影响。有一利必有一弊，这样做的代价是：组合净值无法享受市场整体上涨的增长。

市场中性策略的另外一个优势在于能够充分利用基金经理的市场判断，在传统的做多策略中，基金经理对于某些不看好的股票最多只能剔除出股票池，而无法从不看好的股票上获利，而在市场中性策略中，基金经理则可以积极做空不看好的股票，从而充分利用其对于股票市场的判断。

通过对比多头组合和空头组合损益特征，可以看到中性策略组合在损益特征上的优势。图 11 是多头组合的损益特征，市场组合可以是完全复制市场的被动投资组合，假设通过主动性操作可以获取稳定的超额收益，即主动的多头组合损益线是市场组合损益线向上平移的。

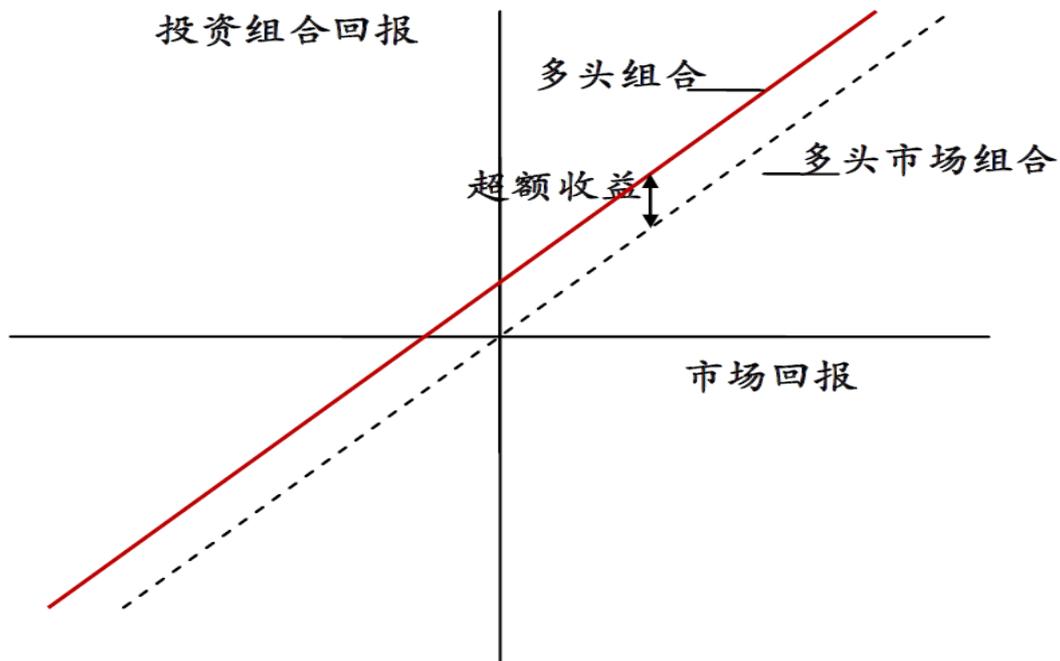


图 11 多头组合损益

图 12 是空头组合的损益特征，在国外金融市场，融券卖空后所得资金是可以获取利息收入的，所以空头组合的损益是空头市场组合+利息+主动性超额收益的组合损益，即空头市场组合向上平移两次而成。

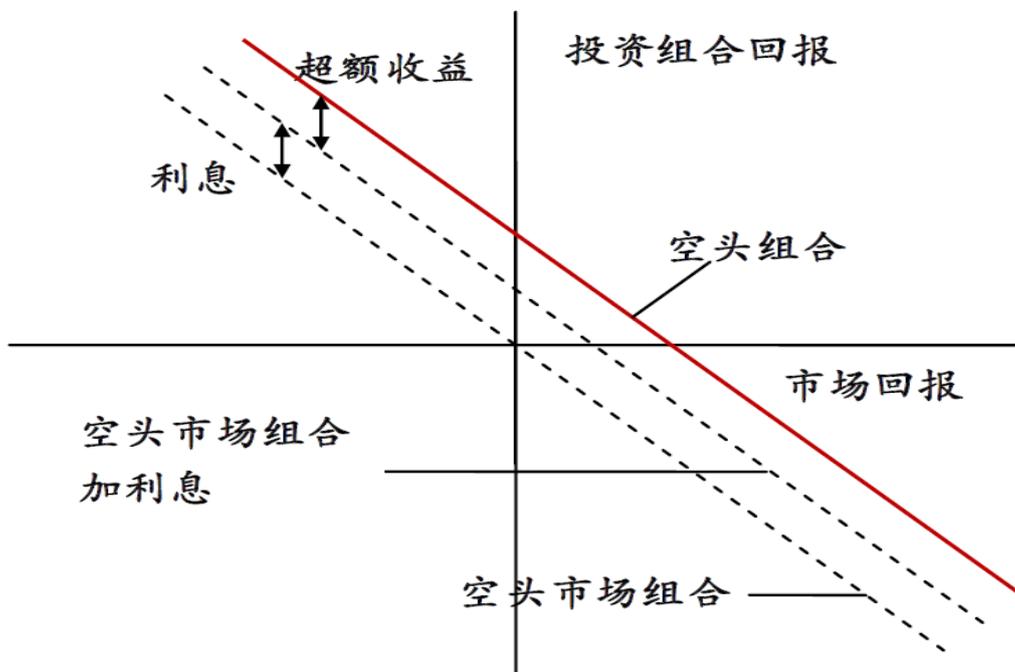


图 12 空头组合损益

市场中性策略组合则是一个多头组合+一个空头组合，其损益线是由多头损

益和空头损益叠加而成，如图 13 所示：市场中性策略组合产生稳定的正回报，而不像多头组合或者空头组合那样受到整体市场影响，有可能发生亏损。

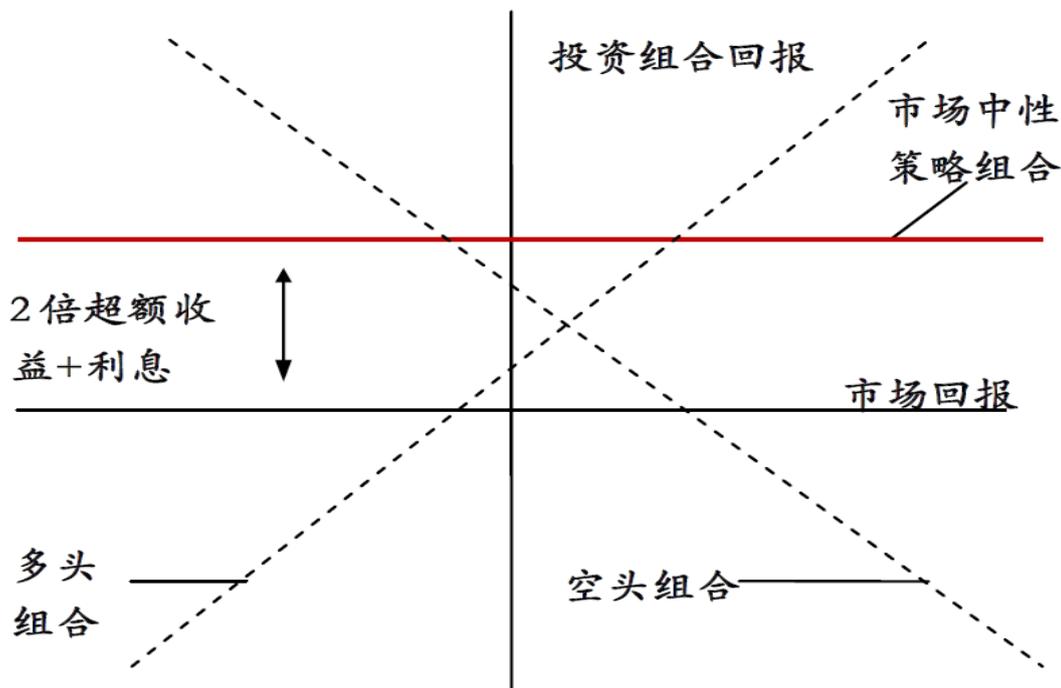


图 13 多空组合损益

五、总结

（一）中国未来 10 年的市场中性策略发展将会复制美国过去 10 年的发展

由于市场中性策略自身的特征，目前在美国成为企业年金、保险资金等长期资金的投资标的。由于美国市场相对成熟，机构投资者为主，量化交易占据了 70% 以上的市场成交量，市场接近有效市场。而中国市场 2018 年上半年 80% 的成交量依然是自然人贡献的，依然是一个散户为主的市场，在散户为主的市场有效性较差，而国内的量化交易又处于起步阶段，未来发展空间巨大。

（二）市场中性策略更加适合追求稳健收益投资者

市场中性策略的客户特征为注重风险控制，追求稳健收益，而不是单纯高收益，客户认为资产保值增值比单纯快速增长重要。整体来看，市场中性策略更像是偏向稳健收益且波动较小的类固定收益产品。如果增强市场中性产品的流动性，那么，将会成为市场上的稀缺产品。

（三）当前市场环境下是市场中性策略产品的配置良机

由于市场中性策略流动性较好，去掉空单就是指数增强产品，加上空单就是中性策略，可进可退。今年以来，国内外宏观环境动荡，中美贸易战不断升级，世界新兴经济体危机不断，未来市场的不确定性在不断加大。而中性策略不判断市场的涨跌，追求动荡市场中的绝对收益，尤其适合在不确定性市场的投资。因此，今年下半年至明年上半年将是市场中性策略的配置良机。