

## 增强型积极投资策略

### —— “120-20” 策略的 20 大误区

Bruce I. Jacobs    Kenneth N. Levy CFA



随着基金经理和投资者对积极型操作中增加 alpha 机会的不断探索，增强型积极投资股票策略 (enhanced active equity strategy) (包括 120-20 和 130-30 长短仓组合) 受到越来越多的重视，但是金融界对这种策略存在着一些误解。此项策略如何使投资者更加灵活地进行买多和卖空操作？其与市场中性型长短仓 (market-neutral long-short) 策略孰优孰略？与传统的只做多头 (long-only) 策略相比，增强型积极投资股票策略是否由于卖空和杠杆的使用，风险大大增加？本文将对普遍存在的种种误区一一明辨。

增强型积极投资股票策略，例如 120-20 和 130-30，原理是建立与相对与本金一定比例的空头头寸（通常是 20% 或 30%，但是也可以达到 100%）以及相同比例杠杆多头头寸。这一策略在现代主要经纪业务结构下才得以实行，因为允许将卖空收益用来做多，而购买多头头寸不够的本金也无需进行保证金交易。

以 120-20 组合为例，本金 100 元，卖空 20 元，用此收益加本金购买 120 元的多头头寸。空头的 20 元和杠杆产生的 20 元多头相互抵消，投入市场的还是 100 元。这一组合与市场变动同步（ $\beta$  等于 1）而同时获得完全的市场回报。

如果投资组合经理能够甄别跑赢大盘和跑输大盘的股票，120-20 的组合就可以获得高于市场的回报（当然风险也更高）。在可比的投资理念下，120-20 组合也可以超过只做多头的策略，因为前者对做空的要求降低，使投资者可以进行在只做多头中无法进行的做空操作，而由于可以将做空收益购买多头头寸，120-20 组合可以进行在无杠杆的只做多头（unleveraged long-only）中无法进行的加仓操作。总的来说，与只做多头的策略相比，增强型积极投资股票策略为基金经理在建仓等方面提供了更多的灵活性，使其能够更好地落实自己的理念，同时又提供了更多的风险-回报选择空间。

随着基金经理和投资者对积极型操作中增加超额回报机会的不断探索，增强型积极投资股票策略受到越来越多的重视。在此之前由于 1999 年后股市转入熊市，投资者一窝蜂地涌向对冲基金以及市场中性型策略，如可转换证券的套利，合并套利以及长短仓操作等等。这些策略大多通过卖空降低市场风险，提高收益。

增强型积极投资股票策略与其他积极型股票策略相比（包括只做多头和长短仓策略）有些本质的区别。金融界对此存在着某些误解，《华尔街日报》上曾有一篇文章指出增强型积极投资策略由于使用卖空机制，风险过大（Patterson 2006）。下面我们将对此以及其他种种误区一一审视，以求明鉴。

**误区 1：只做多头（long-only）的投资组合已经能够将证券的仓位减持到基准仓位以下，因此卖空带来的优势微乎其微。**

超额收益来自于积极调整仓位的操作——即组合的仓位与基准仓位不同。一个积极的只做多头的组合将增持高收益预期的股票，而减持低收益预期的股票。它可以大幅加仓任何证券，以达到较大的正积极仓位。但是，如果不能卖空，它就不能大幅减持许多证券以达到较大的负积极仓位。只做多头的组合至多只能按照一种证券的基准仓位来减持这种股票；最大幅度减持就是不持有该种证券。

S&P500, Russell 1000, Russell 3000 等指数中权重大于 1% 的股票只有大约 15 只，S&P500 中一半股票的指数权重在 0.10% 以下，Russell 1000 中一半股票的指数权重都在 0.03% 以下，Russell 3000 中一半股票的指数权重在 0.01% 以下。因此，要真正减持大多数证券只能通过卖空实现。

**误区 2：对卖空的限制不会影响组合经理做多优良证券的能力**

一个 120-20 的投资组合可以卖空，然后使用所得收益购买额外的多头。因此，当拥有相同的资金时，该组合比只做多头的组合持有更多/或更大的积极多头（active overweight position）（假设只做多头的组合不通过借入增加其多头）。这个 120-20 的投资组合的额外

多头就像其空头头寸一样有机会带来超额收益（与只做多头的组合相比）。而且，与只做多头的组合相比，新增多头和空头可以使仓位更加多元化，从而使业绩表现更加连贯一致。

而且，更加微妙的是，组合经理做多优良证券的能力受到对卖空制约的限制。例如，假设某位经理强烈认为某个行业中一些公司的股票严重低估，但认为行业应保持在中性水平。为了体现该行业在市场中所处水平，这位经理必须在增持优良股票的同时，减持该行业中的其他证券。如果没有卖空机制，就不能大幅减仓，特别是当高估证券不到基准仓位时。反过来，这种限制又会制约组合做多该行业中优良股票的能力。可以卖空的组合便有能力大幅做空某些股票，同时大幅做多某些股票。结果，与只做多头的组合相比，该组合便可以带来超额预期收益。

**误区 3: 一个 120 - 20 的股票投资组合可以通过合并两个组合来构造，一个只做多头的 100 - 0 组合和一个 20 - 20 的多 - 空头组合。**

这种类型的组合是可能的，但是它抵消了多 - 空头投资组合（long-short）绝大部分优势。只有当同时整体考虑优化所有的多头和空头头寸、并且覆盖基准证券，产生单一的组合时，多 - 空头组合的真正优势才能出现：

“重要的问题不是如何在只做多头的组合和多 - 空头组合之间分配资金，而是如何在整体优化中，运用做多做空来体现一只基准证券的价值。”（Jacobs, Levy, Starer, 1998 p4）

**误区 4: 对于空头头寸有限的组合（如 120 - 20 组合）来说，做空的能力对业绩表现产生影响很小。**

对于许多证券来说，关于某个股票已经高估的看法并不能有效地反映在一个只做多头的投资组合中，因为该组合减持证券的能力受到很大约束。即使是数额有限的卖空也能大大增加组合的空头。例如：与只做多头的组合相比，一个 120 - 20 的组合如果卖空等于本金价值 20% 的股票，就可以将 80 种股票平均每种减持 0.25%（或者对 40 种股票平均每种减持 0.50%）。因此，S&P500 中权重为 0.10% 的中等股票，可以对其减持 0.35%（或者 0.60%），相比之下，在只做多头的组合中，最多只能减持 0.10%。Russell3000 中权重为 0.01% 的中等股票可以对其减持 0.26%（或者 0.51%），而在只做多头的组合中，减持量是微乎其微的。

请注意，做空的机会并不一定意味着买入多头的机会。高估比低估更常见、并且程度更大，这是有一定的理论基础的（Jacobs, Levy 1993; Miller 2001）。此外，价格对好消息和坏消息的反映可能是不对称的。例如，业绩不佳对证券价格的影响可能比意外优良的业绩表现对价格的影响大。因此，与对业绩意外优良的股票做多的能力相比，对业绩不佳的股票做空的能力更有价值。

如果投资者发现 120-20 结构在寻求股价表现机会中有着太多的限制，他就可以增加空头头寸（因此更多的做多）。增强型积极投资组合能够把空头（和额外的多头）的头寸放大到主经纪商在杠杆交易上政策允许的最大值。比如，投资者可以卖空相当于投资额 100% 的证券，并用得到的资金加上原来的本金去做多头交易，产生一个 200-100 的投资组合。

**误区五 增强型 200-100 积极投资策略等同于风险中性的多空投资组合,后者持有 100% 的头投资,100% 的空头投资,以及 100% 的市场工具投资（market overlay）。**



风险中性的多空结合投资组合一般持有数量及风险敏感度相同的多头和空头头寸,这样两者相互抵消了各自的市场风险(即  $\beta$ )和相应收益.这一组合的收益(或风险)与进行买多卖空操作的单个股票相关,是完全主动的投资策略.风险中性的多空投资组合和市场工具投资(如股指期货,掉期及交易所交易基金等)的相结合,使得基金经理或者投资者既实现了市场比例,又获得了积极多空组合的投资收益(Jacobs and Levy 1999). 结果就是 100%的多头加 100%的空头和 100%的市场工具投资的组合.乍一看,它与增强型 200-100 积极投资策略类似,但是两者却有着本质的区别.

从定义上说,多空组合投资是被动的投资策略,投资者不能指望获得高于市场指数增长幅度的收益,去除掉投资成本之后,甚至还少于市场收益.但是,增强的 200-100 积极投资策略却更为主动,它不是通过指数来被动地建立自己的权重,而是通过将 100%的多头净收益再投资而建立.对于每 100 美元资本,投资者都能进行 300 美元的股票投资来获得收益和控制风险.另外,它的比例是投资于个股而组成,而不是像多空组合那样仅仅局限于基准指数.

增强的 200-100 积极投资组合的成本大致与也进行市场工具投资的风险中性的多空投资组合相等。

#### **误区6: 股票型市场中性多 - 空头策略 (equitized market-neutral long-short strategy) 比增强型积极证券投资策略更灵活**

一些人可能认为,在做多或做空证券上,增强型积极证券投资组合的灵活性不及股票型市场中性多 - 空头投资组合.后者通过其市场中性部分得到完全积极的头寸,并通过市场覆盖来做到对证券市场的完全投资.然而,理论上来说,两者对于市场的覆盖几乎是相同的,拥有的积极头寸是一样的,因此,它们的表现也应该几乎一致。(Jacobs and Levy, forthcoming 2007)

股票型市场中性多 - 空头组合通常是“不整齐”的组合.它的本质是拥有同一种证券的多头头寸和空头头寸的投资组合.比如,一个组合对于某一证券做了一笔相当于本金0.60%的空头交易,与此同时,通过市场覆盖,它持有同一证券笔相当于本金0.05%的多头头寸.那这个投资组合就对这个证券做了相当于本金0.55%的空头交易.剩余0.05%的空头头寸与0.05%的多头头寸相互抵消,对于组合的收益与风险都没有影响。

如果对于任何一种证券的重叠的多头与空头头寸能相互抵消、同时不影响这个组合的整体表现的话,这种“不整齐”的组合就能变成“整齐”的组合.在之前提到的证券中,同时减少0.05个百分点的多头头寸与空头头寸,会使这个组合对这个证券拥有0.55%积极的空头头寸.由于该空头头寸与“不整齐”平衡组合所持有的积极头寸数量一致,投资组合的风险与收益并没有发生变化。

在实际操作中,“修剪”股票投资组合并不那么可行,因为覆盖市场往往通过像期货合约或者掉期之类的形式进行.然而,增强型积极的投资组合对于市场的覆盖是通过投资个股来进行的.增强型积极的组合可以是“整齐”的,没有重叠的多头头寸与空头头寸.因此,增强型积极的组合比股票型市场中性多 - 空头组合更为简洁,更少使用杠杆操作。(Jacobs and Levy, forthcoming 2007) 同时,因为增强型积极的组合通过单个证券的头寸来获得对整个市场的覆盖,投资者可以在缺少指数型产品的条件下,也能对于整个市场进行覆盖。

### 误区七 增强的积极投资组合暗含的风险要高于只做多头的投资组合,因为前者还做空头

无论某一投资组合的减仓是通过持有低于基准指数权重的比例,或是完全不持有该股票,还是通过进一步做空,相对于基准指数收益而言,这一组合的收益或损失都存在风险.当然,增强型积极投资组合确实产生了只做多头的组合所没有的风险.

多头投资可能带来的损失毕竟有限,因为股票价格不可能降为负值,而做空的损失在理论上则是无限的,因为股票价格可以无限上涨.但是,实际操作时这一损失可以借助分散投资和再投资降到最小.分散投资组合中某些头寸的损失会被其他头寸的收益所抵消.就像之前说的,做空使得加仓和减仓操作具备了只做多时所缺乏的多样性.当价格变动时,维持原有头寸比例的买卖减少了风险无限化的可能,因为当股票价格上涨时,会进行对空头的平仓和补仓操作.

### 误区八:增强型积极投资组合对投资者来说是免费午餐。

没有一个投资组合是免费午餐.增强型积极投资组合一项显著成本就是支付给股票经纪的股票借贷手续费.经纪人负责为投资者借入卖空的股票,同时寻找空头合约的买方,(收取的)手续费大致为卖空股票价值的 0.50% (120-20 组合则约为资本额的 10bps)。增强型积极投资组合带来的管理成本也要高于只做多头的投资组合,如果考虑到比例的维持产生了更为频繁的交易,则交易成本也会更高.更多的减仓和加仓操作,也带来了更高的内在风险成本。

对应于这些更高的成本,增强型积极投资组合所带来的收益首先就是比只做多头的投资更为有效的股票组合管理.基金经理能够操作更多的股票,从而能更为全面地运用其投资理念,换言之,在相同的投资理念下,比只做多头的组合有更好的表现.另外,更为频繁的加仓减仓能更好地分散投资,从而维持股票的一致表现.因此,尽管不是免费的午餐,增强型积极投资组合却是更为丰盛的午餐。

### 误区 9 增强型积极投资股票组合的杠杆效应会带来同样高的市场回报和风险

在 120-20 组合中,杠杆效应体现在每投资 100 元都会带来 140 元的风险,但事实上通过杠杆产生的 20%的多头头寸与 20%空头头寸可以相互抵消.这样的组合中,100%的资金是实实在在地投入到市场里,面临的是市场的系统性风险 ( $\beta$  等于 1); 而通过杠杆效应和增加的灵活性则可以带来与基准水平相比超额的回报和余值风险.倘若基金经理善于证券挑选和组合构建,那么投资者超额的回报将完全可以弥补增加的风险。

### 误区 10 增强型积极投资 120-20 组合达到的效果不过是传统只做多头组合使用 1.4 倍的杠杆的效果

在只做多头的组合中,投资者可以通过杠杆借贷本金 40%的资金用来购买多头头寸,但是由于只做多头组合不能做空,这就使其与不能使用杠杆的只做多头组合是一样,减持证券的能力受限.与此相比,120-20 组合可以通过更加完整的投资策略增加自身的灵活性.此外,利用 1.4 倍杠杆进行借贷操作的只做多头组合面临更大的市场风险,而且会使本可能免税的投资者需要缴税。

### 误区 11 杠杆在增强型积极投资股票策略中的使用会使免税的美国投资者面临缴税的情形

大家可能会认为超过 100% 多头头寸的组合一定会借机借贷本金，那么本来免税的投资者因借贷买多产生“负债收购”(acquisition indebtedness)，需要按照“无关业务应税收入”(Unrelated Business Taxable Income UBIT)缴税。然而在增强型积极投资股票策略中，用来做多的额外资金来自卖空的收益，而不是本金贷款。根据美国 IRS 95-8 规定，借贷卖空没有实际债务产生，因此也就不会产生“无关业务应税收入”。

**误区 12 由于杠杆使用受到联邦储备 T 条例的限制，150-50 组合成为增强型积极投资股票策略中杠杆效应最大的组合。**

共同基金以及其他公司受到 1940 年投资公司法案的限制，不能取消托管在经纪人处的多头头寸。这样就可能导致其不能使用股票借贷帐户，并继续受到 T 条例中杠杆使用的限制。这些基金和公司可以使用增强型积极投资 120-20，甚至 150-50 组合，但是再大的杠杆就无法使用了。

与此相对，使用独立帐户和其他工具的投资者可以在主经纪人处设立股票借贷帐户。有了这个帐户，投资者不再是主经纪人的客户，而是股票借贷交易的对应方（区别于保证金帐户）。在此协议下，借股卖空不受 T 条例杠杆使用的限制。通过设立股票借贷帐户，杠杆使用仅受经纪人内部借贷政策的限制。

**误区 13 增强型积极投资股票策略必须为空头头寸提供现金担保（按市值计价），这样做使交易复杂化，而且现金缓冲的要求会降低投资回报。**

传统保证金帐户要求借贷证券卖空的投资者必须提供至少相当于证券现市值的担保。第一次使用借贷方式的投资者通常会把卖空的收益作为担保。随着卖空头寸市值的变动，投资者有时需要向帐户补充资金。

为避免向经纪人借贷以满足担保条件，投资者通常会将帐户作为现金缓冲。帐户可以使用最多 10% 的本金，投资者有时需要卖出多头头寸以补充担保。此时为了保持组合平衡，投资者需要卖出相应的空头头寸。在此情况下，无论卖空收益还是 10% 的本金都无法带来利润（只是挣点利息罢了）。

在改进的经纪结构下，投资者帐户需要满足维护本金要求（maintenance margin requirements）--通常情况下相当于空头头寸价值的 100% 外加经纪人收取的比例（此项担保由多头头寸覆盖）。投资者不需要为空头头寸提供等值的担保。经纪人通过收取股票借贷费来完成对空头头寸等值现金的覆盖。此外，投资者在多头头寸上获得的股息将超过支付给证券借贷方在空头头寸上获得的股息。这样一来，投资者就无需现金缓冲。强化积极组合通常只保留小部分现金，相当于只做多头组合中的摩擦现金（买卖后持有的现金资产）。

**误区 14: 鉴于逼空（short squeeze）和提高报价规则（uptick rules）的存在，卖空机制是有问题的。**

逼空情况通常限于非流通股，这些股票总体来说不会进入机构的投资组合。如果一支股票真的成为逼空的对象，能出借的股票供应不足通常反映在机构经纪人提供的折扣率下降，或者是机构经纪人的警告。如此，仓位能够在要求借出的股票返还给机构经纪人之前，按比例缩减或是抵补。

以前，卖空要遵守提高报价规则（最后一次报价要高于前一次）。最近，美国证券交易

委员会废除了这个规定。但是，自 2007 年 7 月 6 日起，经纪人禁止在卖空中应用任何价格规则。

### 误区 15: 增强型积极投资策略中的卖空将使得股市下跌

增强型积极投资组合的净股市投资比率为 100%。组合中的卖空与杠杆式做多相抵消。增强型积极投资组合中对某支股票产生的价格压力从整个市场上会看是相互抵消的。因此，增强型积极投资策略不会对大市涨跌产生影响。这种投资策略本身并不是正反馈的，不会在股价上涨时继续买入导致股价持续上涨，也不会股价下跌时卖出导致进一步下跌。

注释

逼空：由于市场供应不足或是需求过盛迫使价格上升的情形

机构经纪人是指为机构投资者——特别是对冲基金——提供结算、保管、融资及股票借贷等服务的证券经纪商。

### 误区 17: 把只做多头策略转换成增强型积极投资策略，对基金经理的资产容量（asset capacity）没有影响。

在增强型积极投资策略中，可以使用多于投资者投入的资金进行投资，所以，此策略比非杠杆只做多头策略相比运用了更多的市场流动性。在增强型积极投资组合中，任何对资产容量的压力都可能被平均市值较小的证券放大。由于卖空交易可以达到只做多头策略得不到的空头头寸，而且，对卖空的限制对小盘证券的制约通常比大盘证券强，因此，一般说来，增强型积极投资组合中的空头的平均市值比基准市值小。为了对冲小盘股的空头，投资组合中的多头的平均市值通常比基准市值小（这样，就净值而言，增强型积极投资组合的市值便与基准市值持平）。小盘证券无论是被做空还是做多，都比大盘证券的流动性弱。

基金经理在衡量自己的资产容量时，应该重点关注他们的整体股票仓位，而不是所管理的资产。按照每个仓位的平均交易量对资产容量进行衡量时，理所当然要把每只证券的流动性考虑在内。

在评估基金经理的资产容量时，投资者应该意识到，采用增强型积极投资策略的基金经理持有的证券仓位高于他们管理的资产价值。

### 误区 18: 增强型积极投资组合的表现可以通过三个尺度来衡量：一是多头相对于基准指数的超额收益，二是空头相对于基准指数的超额收益，三是与它们相关的剩余风险（residual risk）（即非系统性风险）。

如果增强型积极投资组合依据整体最优的原则合理构建，那么多头和空头的表现是不能有效分离的。在整体最优原则下，多头或空头会反映出对另一个头寸的对冲；因此把一个头寸看作一个独立实体是没有意义的，就好像在只做多头的投资组合中把一只股票同组合中其他股票隔离开来看，认为相互之间没有什么联系，这种看法毫无意义。此外，考虑到基准指数的平均市值通常大于组合中多头或空头的平均市值，只有在把投资组合看作一个整体的时候，基准指数才能用来作为衡量组合表现的标准。它的表现可以通过整个投资组合的超额收益以及相对于基准指数的剩余风险来衡量。

### 误区 19: 增强型积极投资组合是对冲基金的一种形式。

增强型积极投资组合和对冲基金一样，通过卖空和杠杆作用来增加收益机会。但是，增



强型积极投资组合和对冲基金投资之间有很大区别。

对冲基金通常缺乏风险调整的业绩基准,这有可能导致它们的风险高于预期而且费用偏高。当奖励费用是按照投资组合的绝对收益来征收或者按照投资组合超过短期国债收益率的收益来征收时,对冲基金的投资者就会发现他们为获得指数收益(被动收益)支付了过高的费用或发现他们支付了由短期市场波动而非基金经理投资技术带来的收益的费用。

增强型积极投资策略,如股票投资,通常是相对基准指数(如 S&P 500 和 Russell 1000)来管理的。这样,投资者就有一个客观的、风险调整的尺度来衡量投资组合的业绩,并以此来确定与业绩挂钩的费用。通常情况下,与业绩挂钩的费用只对超过基准指数收益的部分(也就是  $\alpha$  部分)进行征收。

与对冲基金相比,增强型积极投资策略的投资程序、组合持股情况和证券定价有更高的透明度,而对冲基金的投资程序和持股情况透明度很低。他们可能投资一些尚未有市场价格的资产。相反,增强型积极投资策略投资于流动性强、公开交易的资产。除此之外,许多对冲基金限制投资者赎回基金的能力,而增强型积极投资组合每天都可以流动。

**误区 20: 从资产分配角度来说,投资者应当将增强型积极投资策略与对冲基金和其他“另类投资”归为一类。**

增强型积极投资组合和对冲基金及其他另类投资有一些共同特征。但是,从投资者资产分配的角度看,增强型积极投资组合仅仅是一个具有更大弹性的股票投资组合,并非另类投资。它和可比的只做多头组合具有同样的股票指数基准,但是通过增加业绩优良股票的多头、加大业绩欠佳的股票的空头,它有潜力胜过只做多头组合的表现。它是积极股票管理策略的增强形式。

## 附录: 相关术语解释

### Market Neutral

A strategy undertaken by an investor or an investment manager that seeks to profit from both increasing and decreasing prices in a single or numerous markets. Market-neutral strategies are often attained by taking matching long and short positions in different stocks to increase the return from making good stock selections and decreasing the return from broad market movements. Market neutral strategists may also use other tools such as merger arbitrage, shorting sectors, and so on. There is no single accepted method of employing a market-neutral strategy

Managers who hold a market-neutral position are able to exploit any momentum in the market. Hedge funds commonly take a market-neutral position because they are focused on absolute as opposed to relative returns

A market-neutral position may involve taking a 50% long, 50% short position in a particular industry, such as oil and gas, or taking the same position in the broader market.

### Prime Brokerage

A special group of services that many brokerages give to special clients. The services provided under prime brokering are securities lending, leveraged trade executions, and cash management, among other things. Prime brokerage services are provided by most of the large brokers, such as Goldman Sachs, Paine Webber, and Morgan Stanley Dean Witter

Hedge funds were what started the prime brokerage option. Hedge funds place large trades and need special attention from brokerages

### Convertible Arbitrage



An investing strategy that involves the long position on a convertible security and a short position in its converting common stock  
This strategy attempts to exploit profits when there is a pricing error made in the conversion factor of the convertible security

## Merger Arbitrage

A hedge fund strategy with which the stocks of two merging companies are simultaneously bought and sold to create a riskless profit.  
A merger arbitrageur looks at the risk of the merger deal not closing on time or at all. Because of this slight uncertainty the target company's stock will typically sell at a discount to the price that the combined company will have when the merger is closed.  
A regular portfolio manager may focus only on the profitability of the merged entity. In contrast, merger arbitrageurs care only about the probability of the deal being approved and how long it will take the deal to close.

## Short Squeeze

A situation in which a lack of supply and an excess demand for a traded stock forces the price upward  
Short squeezes occur more often in smaller cap stocks with small floats  
If a stock starts to rise rapidly, the trend may continue to escalate because the short sellers will likely want out. For example, say a stock rises 15% in one day, those with short positions may be forced to liquidate and cover their position by purchasing the stock. If enough short sellers buy back the stock, the price is pushed even higher.

## Uptick Rule

former rule established by the SEC that requires that every short sale transaction be entered at a price that is higher than the price of the previous trade. This rule was introduced in the Securities Exchange Act of 1934 as Rule 10a-1. The uptick rule prevents short sellers from adding to the downward momentum when the price of an asset is already experiencing sharp declines. The SEC eliminated the rule on July 6, 2007  
By entering a short sale order with a price above the current bid, a short seller ensures that his or her order is filled on an uptick. The uptick rule is disregarded when trading some types of financial instruments such as futures, single stock futures, currencies or market ETFs such as the QQQQ or SPDRs. These instruments can be shorted on a downtick because they are highly liquid and have enough buyers willing to enter into a long position, ensuring that the price will rarely be driven to unjustifiably low levels