

做空中国股票三大主流模式解码

券商自营做空期指意在为现货套保；融券做空A股者自称坚守价值投资；海外机构香橼和浑水围猎中概股专盯“有缝的蛋”

证券时报记者 李东亮

谁在做空中国股票？券商自营大举做空沪深 300 指数期货为现货套保；自称坚守价值投资的投资者融券做空个股；海外机构香橼和浑水围猎中概股专盯“有缝的蛋”——这三种方式显然已成为做空中国股票的三大主流模式。

在不少人眼里，无论股市涨跌，总有长袖善舞者能通过做空市场获利。证券时报记者调查发现，作为目前做空沪深 300 指数期货的绝对主力，券商套保自营盘其实结结实实承受了市场下跌的压力；国内投资者融券做空是基于价值投资的坚定奉行，并多出于对股价被严重高估的判断；香橼和浑水等海外机构做空中概股，杀杀杀是伺机曝光海外上市中国企业的欺诈和造假行为。

券商自营：做空期指只为现货套保

每逢沪深 300 指数出现非理性下跌，期指往往成为被怀疑对象，券商自营的套保盘也往往难自证清白。而实际情况却是，在股市持续下跌中，堪称做空主力的券商自营套保盘虽做空期指逾两百亿元，A 股持仓部分却亏损累累。

中金所和多家券商自营部门负责人均认为，期指单边持仓占用的保证金规模不足百亿元，不可能带动市值超过 20 万亿元的股票现货指数下跌，单向做空的主力机构并不存在。

不少投资者对券商自营套保盘的理解主要源自诸如此类数据：例如，截至昨日，中证期货、国泰君安期货和海通期货三大券商系期货席位持有空单量分别高达 11386 手、9336 手、6967 手，所持空单量遥遥领先其他期货公司席位，合约价值总额达到 183.58 亿元。而据记者调查发现，这其中 75% 左右的空单量确实为其股东券商的自营套保盘。

巧合的是，券商自营总是在指数下跌时快速增持空单。以今年 6 月 20 日以来上证指数本轮下跌为例，公开数据显示，6 月 20 日，上述三大期货席位持有空单量分别为 7610 手、6146 手和 5677 手。而经过两个多月的快速下跌，截至昨日，这三个席位持仓空单量分别达到 11386 手、9336 手、6967 手。这期间沪深 300 指数跌幅 13.84%，创出本轮调整新低。

粗略估计，在 6 月 20 日至 9 月 4 日期间的下跌过程中，中信证券、国泰君安证券和海通证券通过做空期指获利超过 20 亿元。业界难免会得出结论：众券商自营通过做空指数获利。

真相并非如此。记者发现，与公募基金等机构等待底部形成后的右侧交易机会不同的是，国泰君安证券等多家大型券商不仅在下跌中维持了较高的仓位，还在下跌过程中选择了加仓。但为避免股价继续下跌带来的损失，这些券商同时为部分仓位进行了套保操作。

赵表明券商自营通过期指套保稳定了现货市场。”中金所相关人士说。他认为，如无券商自营维持了较高的仓位并在近期增持了部分股票，上证指数应该早已跌破 2000 点了。

券商自营会否通过做空期指大获其利？中金所和众多券商自营部门负责人均称，“绝无可能”。因为按照目前的相关规定，期指套保的额度必须小于持有股票市值，券商自营仍有 20%~50% 的仓位并没有进行套保。由于已套保的现货和期指组合方向相反，因此盈亏只能基本平衡。未套保的自营盘是否盈利完全取决于股价变动，股价上涨仍是券商 A 股自营唯一的获利方式。

既然券商自营无做空期指谋利的可能，是否存在其他机构做空了期指？多位券商自营人士表示，没有哪家金融机构敢在期指上单向做多或者做空，实际上除券商自营盘的空单外，其他席位的多空单也基本平衡，不存在大型机构单向做空的可能。中金所的相关人士也表示，监测数据并不支持部分投资者通过做空期指进而做空 A 股市场的猜测。

A 股融券做空者：信奉价值投资

截至目前，沪深交易所融券余额已稳定在 10 亿元以上，尽管与超过 600 亿元的融资余额相去甚远，但这

些融券做空行为还是被业界奉为做空 A 股的萌芽。光孚投资管理公司投资总监黄生即是其中具有代表性的一位，今年以来，他做空中 A 股上市的中信证券、苏宁电器以及在香港上市 SOHO 中国，屡屡得手。

中信证券股价暴跌已经过去，但引发的思考却远未结束。因在中信证券暴跌前高调做空而一战成名的职业投资者黄生成为广受关注的对象，他的新浪实名微博吸引了 23 多万名粉丝。不少投资者认为，黄生是投机分子和谣言的获利者。

但黄生接受记者采访时表示，做空中信证券完全是因为他是价值投资的坚守者。“一个真正的价值投资者，面对股价被严重高估的股票是不会无动于衷的，融券卖出正是获利的有效途径。”他告诉记者，股价被严重高估和被严重低估同样都有投资机会。

黄生表示，中信证券收购里昂证券时支付价格过高，后续还将面临两种企业文化冲突、欧债危机导致资产恶化可能加大、人员流失率高等不利因素。

此外，借助揭露财务欺诈，在海外市场上一度攻城拔寨的浑水和香橼两机构也给了黄生很多启发。黄生称，今年 3 月份做空苏宁电器时，主要依据除了该公司占用供货商的短期资本进行房地产的长期投资，犯财务上的短融长投这一大忌外，苏宁在财报中把资产负债率与净负债率混为一谈也是原因之一。

多家券商两融业务负责人也表达了相同的观点。根据他们的经验，目前融券者往往比融资者投资水平更高，且都是价值投资的信奉者，这类投资者对公司的了解程度、研究能力和对价值判断能力均高于一般投资者。

值得一提的是，除了由券商主导的市场以外，融资融券还存在一个场外市场。记者调查发现，在这个场外市场中，券种的借入者基本为包括机构和个人在内的职业投资者，而借出方主要为大小非和被严重套牢的投资者，而这一现象也被不少营业部负责人证实。

记者调查显示，这种场外市场的操作方式是，交易双方签订买回协议。按照协议，借出方将账号、密码告知借入方，借入方可择机卖出，但要在约定时间买回股票，大小非股票一般要在半年报和年报披露前 1 个月之前买回，年成本约为 10%，由营业部负责账户监测。

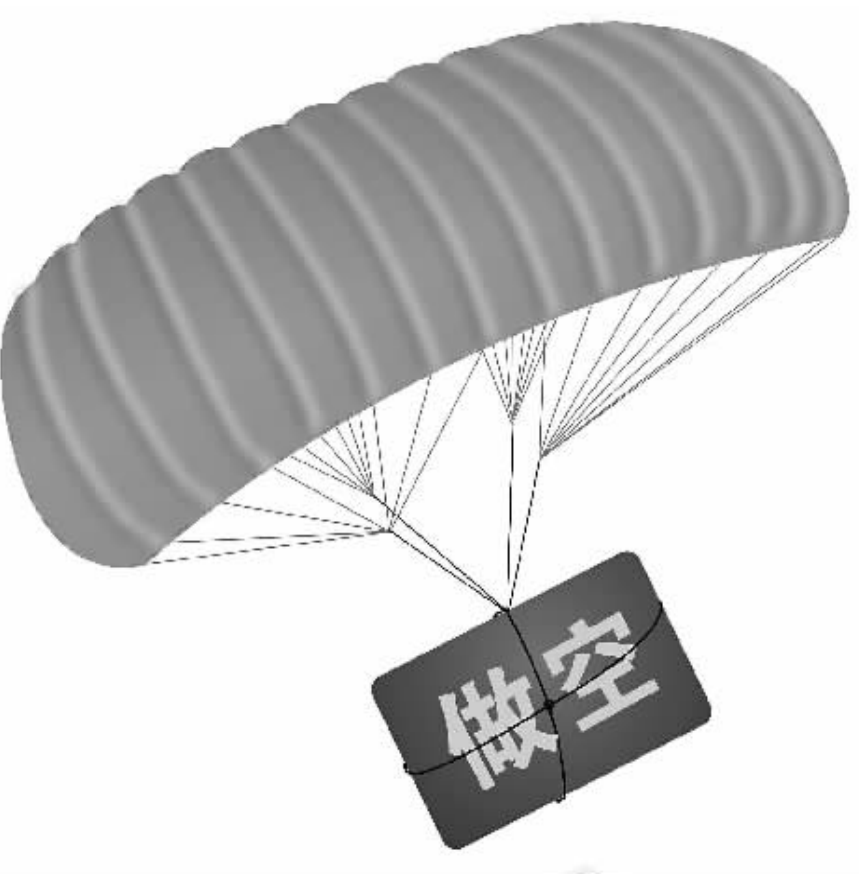
黄生承认，目前两融的场外市场规模不容易判断，这个市场虽由来已久，但未来融券交易的主战场还是券商主导的场内市场。

深圳市上善若水投资合伙企业投资总监侯安扬表示，根据他对海外机构做空机制的长期研究，国内做空者目前使用的做空模型和研究水平要到达国外同行的水平，尚有很长的路要走。

海外机构猎杀中概股：专盯有缝的蛋

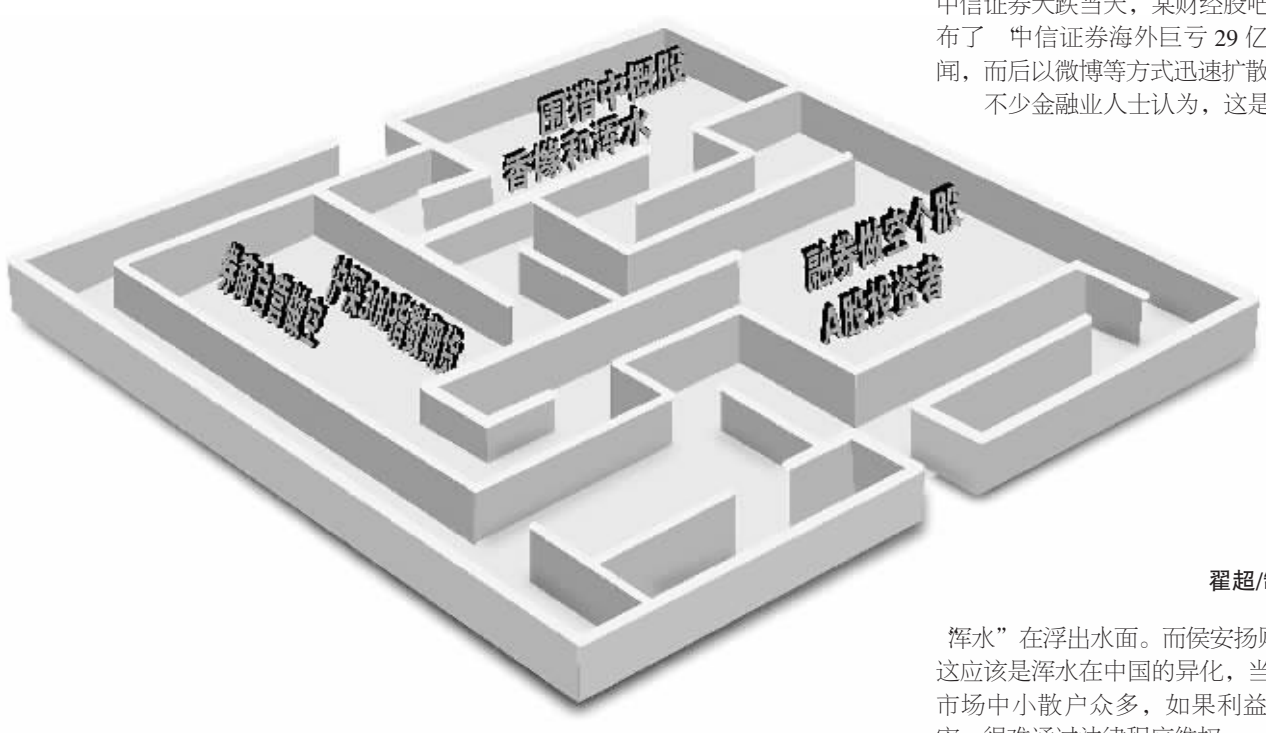
2000 年，中概股元年。新浪、网易、搜狐分别于这一年的 4 月 13 日、6 月 30 日和 7 月 12 日赴美上市。

随后的 10 年，不少中资企业纷纷效仿三大门户网站，通过直接上市



和反向并购（将资产注入休眠状态的壳公司）远赴美国挂牌交易。公开资料显示，截至 2010 年，仅在交易状态的中概股就达到 120 家。

好景不长，就在 2010 年，美国专门做空中概股的机构突然增至 40 家以上，香橼、浑水就是其中“杰出代表”。



翟超/制图

水公司出现之前，空头大师吉姆·查诺斯就识破了安然公司的财务造假，并通过卖空大获其利。前几年金融危机肆虐之时，鲜为国内投资者了解的绿光资本掌门人大卫·爱因霍恩识破雷曼和贝尔斯登在金融衍生品上的危险处境，通过卖空而名利双收。“浑水模式”之所以比这些出道更早的空头大师们更为国人熟知，主要原因在于浑水主要做空中国公司。

公开资料显示，浑水成立于 2010 年 6 月 28 日，注册地在香港九龙尖沙咀柯士甸道 122 号丽斯广场 19 层 D 室。其创始人是一位名叫卡尔森·布洛克的美国人，主要做空国外上市的中国概念股。目前浑水在调查公司造假方面可谓驾轻就熟，多次狙击成功，令中概股颜面尽失。

侯安扬说，浑水公司的操作套路主要是伺机对或存在财务瑕疵的中国公司进行尽职调查，并联合一些机构和个人进行卖空，之后通过曝光负面题材，操作获利。“卖空获利”非其本质，“尽职调查”和“针对中国上市公司”才是它的要害。浑水公司做空分众传媒时，曾对其进行了长达半年以上的调研，对其股权结构变化、关联交易、财务数据进行了详细研究，甚至实地了解并确认其屏幕数量是否虚报，最后发布了一篇长达 80 页的研究报告。浑水的细致操作通常让被做空公司很难逐条辩驳。

不过，浑水也引发了争议。据华尔街日报中文网报道，创新工场董事长兼 CEO 李开复近日牵头 60 多名高管、投资者和企业家联名签署了一份信函，抨击以香橼为主的、主要关注中国企业的做空机构，指责他们把完全没有问题或问题不大的守法公司作为目标，利用美国读者无法核实真伪的状况，伪造信息撰写造谣报告。

而香橼的创始人莱夫特则称，李开复曲解了他的报告。他向媒体表示，如果我的内容是虚假的，那么你就不需要据此采取什么行动，我非常乐意在法庭上为我的报告进行辩护。

山寨浑水模式 危害不可不防

专访深圳上善若水投资合伙企业投资总监侯安扬

近期，健康元涉地沟油的报道、张裕“农药残留”报道、中信证券海外巨亏传闻以及对苏宁或将陷入困境的质疑，均引发了其股票断崖式的下跌。投资者仿佛嗅到了山寨“浑水模式”的呛鼻味道。

类“浑水模式”在 A 股市场的萌芽意味着什么？除去客观报道之外，假设部分传闻仅仅是做空者为了牟利而恶意搅浑一潭清水，监管层该如何出手制止并制裁这种行为？

证券时报记者 李东亮

随着转融通推出，特别是在股市连续下挫的背景下，融券做空如今正频频进入投资大众的视野，不少投资人士开始尝试融券做空，以图在股价下跌中获利。

深圳市上善若水投资合伙企业投资总监侯安扬接受证券时报记者采访时表示，目前 A 股市场上一些通过制造、发布可引发股价下跌消息、进而做空获利的行为，与真正意义上的“浑水模式”是不同的，甚至可能涉嫌操纵市场或内幕交易。他呼吁监管层应完善市场制度，保护广大投资者利益。

浑水炙手可热事出有因

侯安扬说，美国现行证券市场体系是允许投资者融券做空赚钱的。早在浑

对此，侯安扬认为，香橼和浑水也并非百发百中，浑水公司去年在中概股展讯通信上也曾失手，因此给市场造成了短期波动。浑水公司创始人也首次承认，他可能误读了展讯通信的财报。

防浑水变脏水

尽管“浑水模式”备受争议，但客观上却规范了中国在美上市公司的行为，连新东方的创始人俞敏洪在公司遭到浑水袭击后也承认，“中国也应该有浑水公司”。然而，令侯安扬担心的是，“浑水模式”的异化，将会结出“先融券做空，再制造谣言获利”的恶果。

日前，中国证监会通报了目前市场上流传的关于中信证券谣言的初步调查结果：几位股民因编造、传播中信证券巨亏等虚假信息将受处罚。8 月 13 日中信证券大跌当天，某财经股吧最早散布了“中信证券海外巨亏 29 亿”的传闻，而后以微博等方式迅速扩散。

不少金融业内人士认为，这是中国版

“浑水”在浮出水面。而侯安扬则认为，这应该是浑水在中国的异化，当下中国市场中小散户众多，如果利益受到伤害，很难通过法律程序维权。

侯安扬说，与浑水凭借发现和揭露虚假信息获利不同，中国式“浑水”不仅没有对相关公司做过实地调查，同时也缺乏严谨的研究分析，不但没有揭露虚假信息，反而涉嫌制造和传播虚假信息。当下网络媒体传播的影响力越来越大，更加考验投资者的辨别能力。即使公司辟谣后股价回升，但在中间过程已因波动造成了财富转移。

媒体应考虑公众利益

近期健康元采购地沟油事件闹得沸沸扬扬，成为媒体挖掘和报道上市公司负面消息的又一标志性事件。在侯安扬看来，媒体有责任和义务揭露事实真相。

侯安扬表示，与亚当·斯密在其成名作《国富论》中强调“个人为私欲去交易会形成市场秩序”的道理一样，浑水公司并不否认其利益直接与做空行为相关，新闻媒体也会因曝光某些事件而得到更高的知名度，相关记者也能在行业内得到认可。

根据证监会的通报，8 月 14 日下午，任职某财经媒体的股民曹某根据中信证券股价猜测发布“里昂证券出现大规模人员离职”虚假消息。侯安扬告诉记者，媒体报道也需要监管，而监管的抓手就是对公众利益的影响。

侯安扬认为，通过调查曝光企业的造假行为，让市场惩罚企业，就是更好地保护资本市场的公众利益；否则就是与公众利益相违背的。

侯安扬呼吁，中国投资者复制“浑水模式”必须十分谨慎。他认为，做空谋取合理回报，对市场健康发展并不是坏事，做空力量的存在是市场有效定价的必要组成部分，但是，一定要甄别“尽职调查”和“散布谣言”两种截然不同的做空模式。

他建议，从长期角度看，我国应做好投资者教育、完善市场制度。近期来看，监管层可以使用现代技术手段严格追查谣言来源、规范媒体、微博等首发和转发敏感信息行为，对虚假信息发布和传播者进行查处，形成威慑。