断崖式下跌与高杠杆之殇

证券时报记者 汤亚平

“中国应该庆幸亚洲金融危机发生在1997年7月而不是在一两年之后。中国也应该庆幸股市暴跌发生在2015年6月至7月,而不是在一两年之后。”——这是中国社会科学院学部委员余永定最近刊文《我们该庆幸股市暴跌发生在现在》的一段令人深思的话。

“该庆幸的是什么?没有过早地资本项目全面开放。”余先生说,“中国是一个大国决不能在根本性问题上出现颠覆性错误。”

“无法想象沪指单日跌逾5%甚至10%是一种什么样的崩溃式下跌,多少股民伤心泣血,多少人的财富积累一日之间化为乌有。我们无法估量,无从统计,故名之为‘股灾’。”——这是一位中国股民在其《又见股灾》的无奈感叹!他庆幸自己遇到的杠杆牛市以其前所未有的惨烈下跌,教训了无数人。

眼下,继抗击千股跌停之后,中国股市又安然度过人民币汇率千点下跌。在庆幸国家队维稳完胜之余,我们也该对股灾进行反思。

一场前所未有的股灾

作为这场股灾的亲历者和见证者,笔者是这样描述的:用血流成河不足以喻其惨,用惊弓之鸟不足以喻其险;用一泻千里不足以喻其跌,用史无前例不足以喻其绝。

6·19“端午劫”:媒体当天铺天盖地报道:周五(6月19日)两市再度暴跌,盘中沪指连续跌破4600、4500点两道整数关口,两市逾2600只股下挫,近千股跌停。沪深两市总市值蒸发约4万亿。截至收盘时,沪指报4478.36点,跌306.99点,跌幅6.42%;深成指跌幅6.03%;创业板跌幅5.41%。全周(6月15日至6月19日)下跌13%,创七年以来最大单周跌幅。接下来,6月份QDII、债券基金和混合型基金、股票型基金录得负收益,分别下跌-2.04%、-2.65%、-6.25%、-12.27%。当时多数分析认为,随着近期市场调整的展开,此种急速下跌本身就是牛市正常伎俩,下跌或一步到位。可是,没有人想到,这只是一场预演。

6·26暴跌:当天一位股民在朋友圈不停地发微信:这是终将载入A股历史的一天,惨痛的一天,悲伤的一天——股灾日!逾2000只股票疯狂跌停,沪指暴跌7.4%!深成指暴跌8.24%!创业板指暴跌8.91%!A股告急!

6·26是股灾日。实际上,从6月15日沪指创下反弹高点5178.19点后A股便开启暴跌模式,到7月9日创下调整新低3373.54点,是第一轮探底过程。短短三周暴跌1805点,惨烈程度前所未有。正如一位股民所言:“杠杆牛市以它前所未有的惨烈下跌,教训了无数人”。

7·27暴跌:沪指大跌8.48%,创八年最大单日跌幅!深成指跌超7.56%,创业板暴跌7.4%。IC1508合约也封死在跌停板之上。当日两市有超过1800只非ST类股票收于跌停,这是自6月15日以来42天中第9次上演千股跌停。

股民梦碎“七翻身”:六绝之后,许多股民寄望七翻身,况且7月还是A股牛市一周年重要月份。2014年7月22日,大盘一根长阳拔起,结束了前期的横盘震荡,摆脱了2000点的束缚,以8连阳之势,开启了一轮轰轰烈烈的牛市行情。可是,牛市一周年来临之际,不仅没有给市场好脸色,连“七翻身”也成为泡影。继6月暴跌7.25%之后,A股今年7月更下挫了13.36%,而7·27暴跌可以说是最后“踏上一只脚”。

高杆杆成股灾元凶

高杠杆配资其实在二十世纪九十年代就存在。当时要透支还需要一定的背景,一般来说券商只是作为一项优惠措施提供给优质客户。

自本轮牛市启动以来,券商两融、场外配资一直是市场中重要的参与资金。在行情不好时,一些融资客、配资客触及平仓线后即被强制平仓,平仓带来的资金撤离,引起股指下跌,又进一步触及其他融资客、配资客的风险底线,由此带来的恐慌情绪蔓延到整个股市,最终酿成本轮前所未有的股灾。

在利益的驱动下,这条杠杆牛上聚集着银行、信托、券商、配资公司,以及以恒生电子为代表的配资系统服务提供商们,他们共同瓜分了这一超万亿规模的产业。

火线追凶之一:签订三方协议。银行的钱托管到信托,信托公司在券商处开户,随后接入股票配资平台,后者再以HOMS等系统进行分仓管理和操作。一家总部在北京的大型券商就是如此操作,其服务的场外配资规模已超2000亿元。根据其估算,目前通过伞形信托进入市场的资金在万亿左右,而去年年底时,这个数字大概是4000亿元的规模。

调查显示,暴跌前以融资为主的融资融券业务,杠杆比例大多为1:2,少数激进券商会将比例增至1:3。杠杆意味着可以将融资融券的抵押物包括资金账户资金和证券账户证券资产放大2至3倍从券商融资炒股。这样的恶果是,通过股票抵押,获得高于抵押值最高3倍的资金,然后进入股市。

火线追凶之二:线下配资广告无孔不入。如果把杠杆配资产业的链条拉长,则包括P2P公司、担保公司、小贷公司甚至一些地下钱庄等,均混入股票配资领域,争夺市场蛋糕。

“股市那么火,我想去看看。”成了网络流行语。在网络上搜索“股票配资”,可以轻松找到多家提供此服务的互联网平台,每一家的宣传标语都很诱人,“我出资金,你炒股,即时到账即刻操盘,利息全网最低”,“2~8倍杠杆,涨停就赚100%”。

即便身处一座小县城,也可见配资的醒目广告。媒体报道,河北正定县城一家名为“智投富登”的公司门前树立的广告招牌上写着,“我出资,您炒股,赚了全归您”,以及“操盘资金放大5倍,涨停就赚60%”。其公司股票配资杠杆从1:1到1:5不等,对应这些杠杆比,月利率依次为1.3%至1.7%。

而在现代化都市上海、深圳,配资公司反而较隐蔽,采用打电话、派发名片、传单拉客。深圳股民几乎每天都会接到3~5个配资电话。

火线追凶之三:民间配资公司。依据目前民间配资加伞形信托的入市状况测算,配资公司大约有1万家,平均规模约为1亿元到1.5亿元,保守估计,整体的配资规模约为1亿元到1.5万亿元之间。

零门槛高杠杆的股票配资5倍至10倍杠杆,但其配资的利息也比券商两融要高,这就是所谓账户管理费。以巧牛网为例,若投资本金为10万元,放大配资倍数至5倍可得到配资金额50万元,按使用资金1个月计算,客户每月需支付本金1.8%的利息,则单月利息为9000元,也就是说股民要先拿出109000元才可以获得巧牛网的配资,股民所需支付年化利率高达21.6%,堪称高利贷。

火线追凶之四:HOMS系统成众矢之的。7月13日,证监会组织稽查执法力量赴恒生电子股份有限公司,核查有关线索。这标志着监管层已介入清查由第三方系统提供的配资行为,HOMS系统提供商浮出水面。

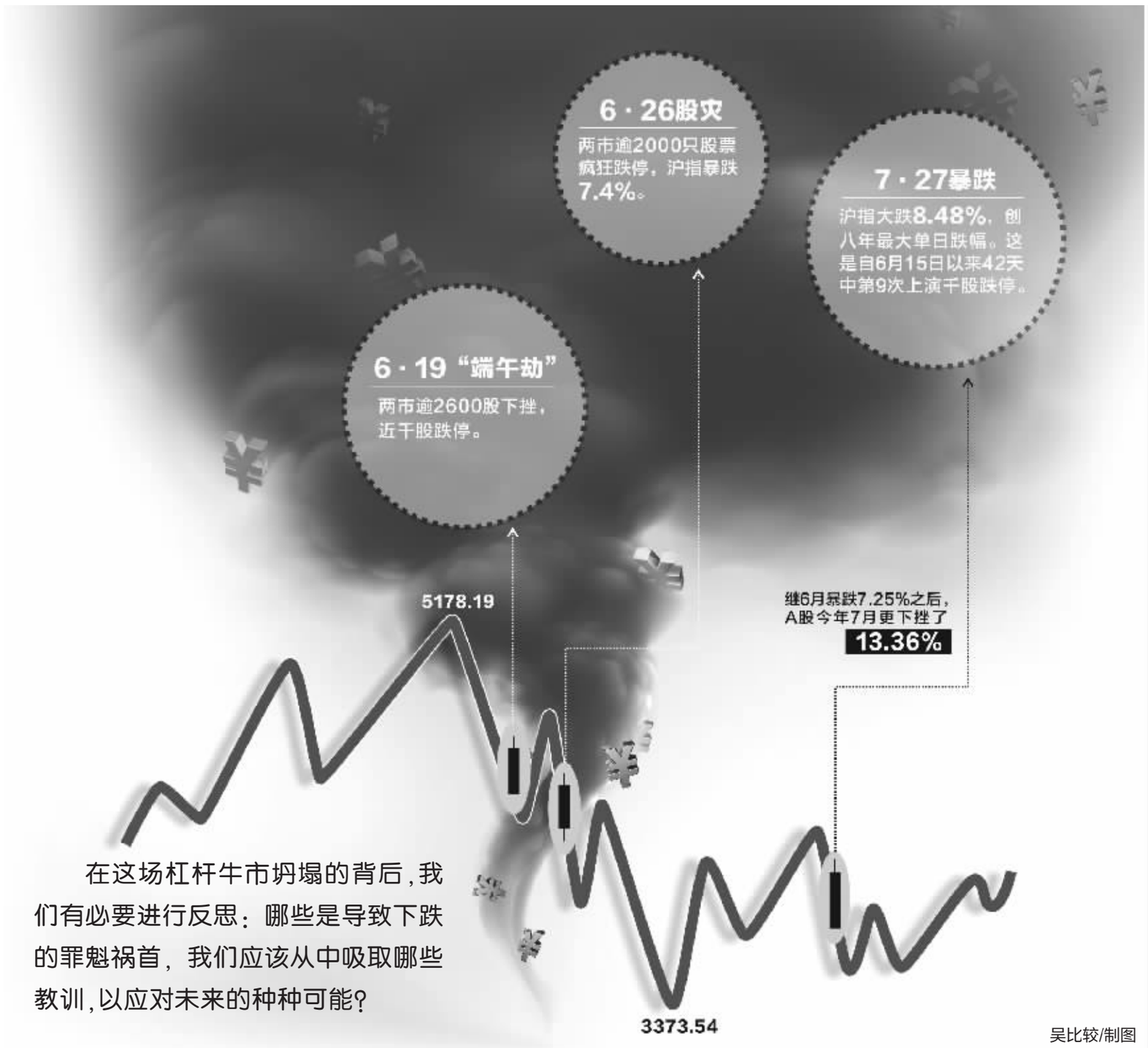
今年初以来,多家券商在自查自纠与HOMS系统相关的业务中,发现无法对HOMS系统进行监控,且称即便券商关闭所有数据接口,配资公司依然可以想出对策。就此,开发HOMS系统恒生电子成为成众矢之的。

HOMS系统可以将证券账户下的资金进行分仓管理,实现对于仓位的监控,以及设定好比例后,自动进行“警戒”和“平仓”,场外配资平台亦可接入该系统,进行股票配资活动。恒生电子按照流量向配资公司收取手续费,收例大致维持在万分之一左右。

火线追凶之五:短线高频交易。7月31日至8月3日,沪深交易所对38个存在异常交易的证券账户采取了限制交易措施,使程序化交易渐渐浮出水面。

本次被限制交易的账户,其违规行为主要分为两种情形:一是当日累计撤单量占比过高,某账户一日累计申报卖出近1.6万笔,金额超过15亿元,申报后的撤单率高达99.18%;二是涉嫌日内短线操纵行为,影响个股交易量及价格,诱导投资者买卖,以趁机高价卖出或低价买入股票。

上述账户之一的司度(上海)贸易有限公司的账户,因与国际对冲基金Citadel存在关联关系颇受关注。8月5日,外媒报道,全球最大的高频交易公司之一Virtu Finan-cial宣布启动在中国的交易,更令业界哗然。由此来看,这场与“魔鬼”的较量还远未完结。



在这场杠杆牛市坍塌的背后,我们有必要进行反思:哪些是导致下跌的罪魁祸首,我们应该从中吸取哪些教训,以应对未来的种种可能?

吴比较/制图

杠杆操作之理性反思

证券时报记者 汤亚平

反思一:合理引导市场的存量资金逻辑。在杠杆资金中,包括融资融券、银行信贷、伞形信托、P2P股票配资、分级基金等都是具备“杠杆”性质的资金。但近期监管层针对“杠杆资金”的一系列行动,实际上并不是针对“杠杆”本身,而是大量违法违规资金入市。

历史证明,信用融资者也是市场中最为活跃的交易者,不能因噎废食。如果时刻把一些“父爱式”、“保姆式”、“越位式”忧虑转化为监管措施,是不利于市场化的。天天喊着把杠杆都撤了才好,这也是一种“扮靓”的误导。

A股总流通市值由2014年6月末的20万亿元上升至2015年6月末的47万亿元,而从6月15日到6.26股灾,A股市值蒸发20亿,等于将场外配资一笔勾销。这更证明了要引导市场的存量资金的逻辑。

管理层旨在将整个A股市场的投资环境,从增量资金逻辑逐步引导至存量资金逻辑。也就是说:股票的上涨不再仅仅依托于增量资金的强势介入,而是需要投资者依据自身的风险偏好来投票。也只有在这样的大环境下,投资者风险偏好才能最大程度地发挥作用,质地优良的上市公司才能真正地脱颖而出,从而主导A股市场的整体走势。

反思二:把坏事变好事。恒生电子的HOMS系统一度成为焦点,甚至被不少人士视作此次股灾的推手。但应该看到,恒生HOMS系统让民间配资从地下手工记录操作变成了系统记录,如果简单粗暴地将配资系统关掉,会倒逼民间配资再转入到地下,监管反而无法追溯。下一步做法应该是进一步规范,将HOMS中性系统利用起来,把场外配资阳光化、规范化。

反思三:对恶意做空绝不能手软。7月31日至8月3日,沪深交易所对38个存在异常交易的证券账户采取了限制交易措施,使程序化交易渐渐裸露沙滩。此前,限制做空的两招成效:一是证金公司加大对中小市值股票购买力度,恢复市场人气;二是公安部会同证监会彻查近期恶意做空的幕后黑手,震慑空头肆掠行为。

在本轮股市暴跌中,除了去杠杆引发强平造成的恐慌性之外,还有一个元凶在幕后与政府维稳负隅顽抗,那就是部分股指期货空头利用股指四两拨千斤之势肆无忌惮地恶意做空。三大股指期货中,中证500期指合约(IC1507)市场规模最小,容易受资金控制,操作成本低,而且IC1507对应的现货——小市值个股也正是前期涨幅较大的。IC1507每次都是最先下跌、杀跌速度最快,从而带动市场下跌,成为空头“做空主力”。

地方国资改革或接力央企

证券时报记者 郑灶金

本周地方国资改革主题逐渐升温,上海、广东等改革预期较为强烈的两个板块频频走出牛股,这或预示着地方国资改革有望接力央企改革主题。

上海本地股的国资改革预期一向较为强烈,本周涌现出不少牛股。例如上海九百、东风科技、新世界本周涨幅均超过六成,浦东金桥、中国海诚等周涨幅也超过四成。

安信证券认为,上海各级国有企业肩负着经济发展和民生福祉的重担,但国内生产总值(GDP)贡献率接近50%的国有经济增速已经开始快速下滑,对于上海经济的持续健康发展将造成非常不利的影响,因此,上海国有企业急需国企改革来改善国有资产的经营效率并激发国有资本的活力。

未来,随着中央层面国企改革顶层规划“1+N”中的更多方案逐步落地,上海市国资委将大概率加快国企改革的推进速度并发布相关规划的细节。投资标的方面,可从三条线索把握,即以国资证券化为主线,从两大国资流动平台(上海国盛集团和上海国际集团)、集团单一上市公司、加快上海金融中心建设三条线索出发,把握上海国企改革的投资机会。重点推荐标的包括:陆家嘴、申达股份、上海机场、隧道股份等。

广东板块本周表现不错,其中不乏具有国企改革或央企改革的概念。如深圳地区的通产丽星、特发信息周涨幅均超过四成;深深房A、深振业A等也均涨逾三成;非深圳地区的个股中,具有国资改革概念的广州浪奇、珠江钢琴等也涨幅居前。

齐鲁证券认为,广东省作为经济大省和国企重镇,国资体系体量庞大。因地理位置毗邻港澳,外贸稳居龙头地位,对外发展和扩张利于国企做大做强做优,国改对接自贸区发展与“一带一路”将是下一阶段经济转型工作的重点。但国企资产证券率普遍偏低,近一年内企业上市数量与募集金额均处于低位,改革需求迫切。在集团公司资产方面,重点关注省内集团业务集中,拥有唯一上市平台的企业。

其他地区的国企改革中,湖南、天津、山东等地较受市场关注。湖南的国企改革中,齐鲁证券称,在形成大型集团公司的目标推动下,拥有核心业务唯一上市平台的企业拥有更大动力对产业进行整合,尤其大股东持股比例相对较低的行业龙头上市公司,集团有充足融资能力对外并购优质资产,注入上市平台,或集团整体上市存在较大可能性。重点标的包括华菱钢铁、湘电股份、电广传媒、通程控股、快乐购、湘潭电化等。

天津的国企改革中,齐鲁证券认为,市属国资集团在资产注入和整合上市方面有很大的发展空间。从具体操作层面上主要把握以下脉络推演:一是对于集团唯一上市平台,关注集团转型升级战略目标,资产注入,实现整体上市的可能性;二是对于拥有多个上市子公司的,业绩突出、主营业务收入稳定的,关注集团内业务整合,多元化业务等方式改善股权结构,优势互补的可能性;三是对于目前盈利状况良好,未来成长能力可期,且又处于国家鼓励扶持的行业领域的,给予重点关注。