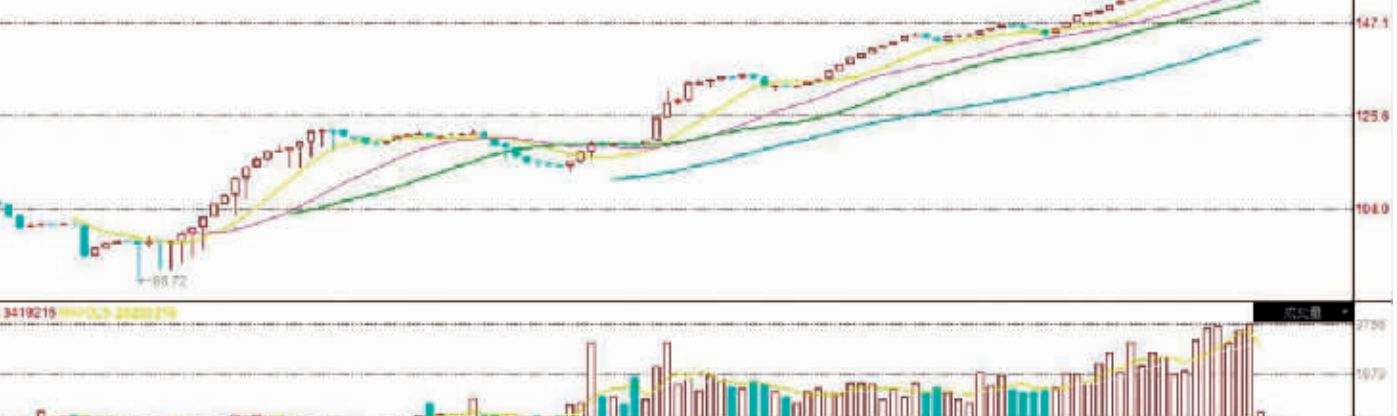


揭秘外资做空 A 股真相

■秦小华/文

外资做空 A 股的论调,正持续发酵。外管局的金融投资机构数据显示,外资的卖出只是短期的交易行为,并没有离开中国资本市场。A 股的下跌,源于投资者信心的崩溃,与单一指数被做空无关。一个成熟的资本市场,应该以包容、开明、自由的心态,来对待各种多空的言论,乃至谩骂。

企业债券走势图



资金没有逃离 A 股

最近一段时间以来,有关外资做空中国 A 股的言论,在持续发酵之中,有甚嚣尘上之势。细观有关外资做空 A 股的有关言论,已非今日之始,其实自 2011 年早已存在。

无论是高盛的卖出 A 股建议,还是尼克斯联合基金总裁吉姆·查诺斯有关中国金融危机早晚发生的预言;无论是安硕富时中国 25 指数基金中达 3.2%的空头头寸;还是海外基金经理从中国股票基金陆续撤资高达 31 亿美元;无论是惠誉将中国长期本币信用评级从 AA-下调至 A+,还是索罗斯 2011 年 6 月就表示的中国经济可能存在硬着陆风险的预言,均有被人为扩大的嫌疑。

值得指出的是,最近出现的有关外资做空言论,是在 2200 点反复争夺过程中出台的,其时上证指数从 2444 点下跌 200 多

点,跌幅已达 10%。一个很简单的推理是,为什么外资不在 2444 点做空,而在 2200 点做空?

纵观所有做空 A 股的相关言论,只有一条,可以作为外资撤出 A 股的证据,那就是海外资金从中国股票基金陆续撤资高达 31 亿美元,折合人民币 200 亿元。不过,有理由相信,海外基金更多选择地是短期卖出的交易行为,而并非真正地从中国资本市场撤离。

国家外汇管理局数据显示,截至 3 月 31 日,197 家 QFII 额度总计 417.45 亿美元,24 家 RQFII 额度总计 700 亿元人民币,其中,基金系 593.5 亿元,证券系 193.5 亿元。从数据上看,QFII 与 RQFII 总额度合计 3200 亿元,最近一段时间流出的 200 亿元仅占该额度的 6.25%,不足以成为 A 股下跌的推动力。

在一个开放程度不高的证券市场,有限的外资规模,其做空的力道几乎可忽略不计。

外汇管理局的数据显示,金融机构对华直接投资存量,2011 年末、2012 年末分别为 684.31 亿美元、811.52 亿美元。金融机构直接投资流量数据显示,来华直接投资净流入 2012 年全年合计 51.36 亿美元,流出 0.62 亿美元。几天内流出 31 亿美元,占全年流入总规模的 60.36%,是全年流出总额的 50 倍,明显不正常。

金融机构直接投资流入与流出数据意味着,海外基金经理从中国股票基金陆续流出高达 31 亿美元,更多地只是暂时卖出的市场交易行为,在资本项目未开放的前提下,国外投资资金不会轻易地做出离开中国资本市场的决定,他们的资金仍然会保留在账户里,不会选择流出。

债券风险不会即刻爆发

从做空渠道上看,目前,无论外资还是内资,在 A 股的操作上,做空渠道均十分匮乏,而且,证监会也曾规定,在股指期货方面,外资只能套保。这意味着,在国内市场,有限的外资渠道里,外资只可以对冲股票现货头寸的风险,而不能投机买卖。

关于债券的风险提示,投资者应该理性对待。评级机构下调评级,并不意味着债券风险即刻就会爆发,在监控和治理得当的情况下,债券累积起来的风险是可以被逐渐化解掉的。

与惠誉下调债券评级提示风险相一致的是,中国社科院 4 月 23 日发布的有关数据显示,1992 年至今,我国的城投债保持着完好的债务履行率,没有一起违约。从风险

管理与科学管理角度出发,社科院指出,没有违约率其实并不是一件好事,表面的安全实际上降低了城投债市场的风险管理水平,容易催生道德风险,应允许城投债适度的违约率。

当然,社科院的建议,实质上也暗示,地方政府应该从债务风险中解放出来,避免陷入人不敷出的债务陷阱,同时,社科院潜在的建议是,投资资金应该承担投资风险,而这正是投资的真谛——谁投资、谁受益、谁承担风险。

从 2004 年 4 月至今,国债指数从最低 91.10 点上涨至目前的 137.48 点,上涨幅度 50.90%。企债指数从 2004 年 9 月的最低 86.72 点上涨至今的最高 164.39 点,上涨幅

度 89.48%。资金对债券的追逐,推动债券价格上升,从而导致债券收益率下降。

尽管目前,国债和地方政府债不存在违约风险,无风险收益率正是吸引资金青睐债券的最重要原因,但企业债券存在违约的可能性大于政府债券,过大的债券规模,累积的风险不容小觑。

毋容讳言的是,关于地方城投债的最大风险,首先来源于数量和规模的模糊,而不是有关地方政府会否违约的风险。由于缺乏有效的统计,城投债具体数量规模至今仍是一个模糊的数据,这样的严重后果,会导致未经风险对冲敞口暴露风险无法评估,以及导致风险程度、等级的可控性不高。

做空指数不能左右 A 股

至于做空海外上市的安硕富时中国 25 指数,3.2%的空头头寸难于撬动 A 股高达几十万亿的市值规模。通过做空指数从而达到做空一个国家的资本市场,是很天真的幻想。理论上,不考虑经济增长的基本面,忽略资金成本、贪婪与恐惧的人性、市值规模等多种因素,是完全可以达到这样的目的,但正是忽略过多的因素,才显得天真和可笑。

众所周知,要撬动资本市场,必须寻找一个支点,并借助杠杆的力量,才可以轻易地达到目的。在中国的证券市场,买卖股票是去除杠杆化后的单一做多市场,此举意味着,资金无法通过利用高杠杆来撬动整个市场。

实际操作上,从供给与需求的经济原理出发,在一定资金规模下,某些机构确实

可以短期控制某只个股的短期走势,但维持股价上涨的推动力,需要庞大的资金支持,而且资金是有成本的。正是资金成本、时间成本制约着股价不能被长时间控制。

A 股历史上,不乏多只被操纵的个股。不过,最终都难逃因资金链断裂、股价跌回原形的悲剧。资金链断裂引起的股票抛售,典型代表非曾经风光一时的德隆系莫属。

一个市场的下跌和上涨,均由众多投资者在综合各种经济因素后,做出的一致行为所决定,而不是单一板块、主题、热点的上涨。也就是说,市场里某一部分概念、主题、热点板块和个股的上涨,并不是一个正常牛市的体现,整个市场的趋势性良性上涨,却包含着多个主题、概念、热点板块

的轮动上涨。

自 2012 年 12 月以来的上涨,是主力资金推动地产和金融板块造成的虚涨。地产和金融,由于市值规模巨大,在上证指数里所占权重非常大。主力意图通过拉高指数,带给投资者牛市来临的假象。而市场的背离迹象分外明显,即指数上涨,多数个股没有跟随上涨,资金流出背离上证指数走势。这样的走势,是今日下跌的必然。

从另外一个方面看,在 2013 年初,基金仓位维持 88%以上高仓位。在缺乏增量资金介入的前提下,基金除了卖出,没有其它任何选择。而部分新批基金在建仓选择上,大量介入金融地产板块,从而导致整个资本市场投资结构失衡。

换句话说,资金规模可以影响指数的虚假走势,却不能改变原本的涨跌趋势。

辟谣外资做空的原因

做空中国资本市场的言论,更多地像是一种注意力转移技巧。在 A 股不断下移的重心里,投资者损失惨重,而管理层并未作出明确的救市之举,反而有重启 IPO 融资之冲动,这直接导致投资者对市场未来走势的信心缺失。

证监会新闻发言人 4 月 26 日坦言,目前我国资本项目尚未完全放开,境外资金投资我国股市主要是通过上市公司境外战略投资者、合格境外机构投资者身份进行,近期上市公司境外战略投资者、合格境外机构投资者并没有大规模卖出 A 股。

证监会急于辟谣外资做空 A 股,是有原因的。

2012 年 10 月,上证指数跌至 2000 点附近,投资者风声鹤唳,市场人气涣散。在这样的市场衰败情况下,沪深交易所、中国金融期货交易所分别组团,赴美国、加拿大、欧洲、韩国和日本、中东地区,向境外养老金等长期投资机构介绍中国资本市场和 QFII 制度发展情况,鼓励更多境外长期资金进入我国资本市场。

据报道,交易所境外路演期间,代表团与境外养老金等大型投资机构举行了 73 场一对一会谈,在资产管理机构集中城市举行了 8 场集体推介会,会见境外

投资机构近 200 家,上述境外机构管理资产总额超过 25 万亿美元。

随后,2012 年 12 月、2013 年年初,证监会大量放开 QFII 审批额度。企图利用有限的外资挽救颓废不堪的 A 股,这被市场人士解读为证监会救市措施之一。A 股也曾积极响应,在去年年末至今年 2 月,在地产和金融板块的亢奋上涨之下,一度反弹。

证监会发言人同时表示,目前我国经济增速还处于合理区间,中长期持续发展的基础并没有变化,对中国经济和股市具有长期的信心。该人士强调,综合有关信息判断,目前证据不足以支持说明,有大量境外资金通过非正规渠道进入我国股市债市,证监会将继续加强与外汇管理部门等协调配合,进一步完善境外资金进出股市监管机制。

证监会辟谣外资做空 A 股的用意,或在于为 QFII 提供适当的保护,以确保用坚定的管理者立场,维系境外投资机构对 A 股的投资信心,以便为孱弱的 A 股带来一定的流动性。

证监会的立场可谓用心良苦。不过,有分析指出,虽然证监会对外资没有做空 A 股的相关表述是客观的,但证监会仍然回避了,A 股为什么非理性下跌的问题。

信心崩溃引 A 股下跌

近几年来,关于 A 股巨额融资增加股票供给数量引致市场下跌的说法,不时见诸报端,一度成为分析 A 股走熊的主流观点。

据统计,2013 年,A 股解禁限售有高达 2 万亿市值将上市。普华永道 1 月 7 日预计,2013 年 A 股 IPO 有望达到 200 宗,融资规模在 1300 亿元至 1500 亿元人民币。央行近日发布的数据显示,3 月份我国社会融资规模达 2.54 万亿元,其中企业债券净融资达 3870 亿元,企业债券融资占社会融资规模比重达 15.2%。

直接和间接融资的天量规模,对社会资金供给提出巨大需求。从债务结构上看,我国的大部分债务表现为内债。我国债券的资金供给,主要来源于国内金融机构与国民本身,对外国资金的直接利用率不高。

数据显示,资金面供给仍然宽松,但宽松的流动性并没有流向 A 股。对比 2 月和 3 月的 M1-M2 差值,3 月 M1-M2 环比 2 月值有明显的上涨。来自央行的数据同样显示,截至 3 月末,人民币存款总额高达 97.9 万亿元,同比 15.63%、环

比增加 4.51%。截至 3 月末,新增人民币贷款总额 1.06 万亿,同比增 4.83%、环比增加 70.97%。

目前,A 股的投机特征明显,这决定着资金供给对拉动股市上涨的重要意义。在资金流向,场内的国内资金可以自由流动,没有障碍,而国外资金非自由流动,其暂时卖出后的资金,考虑到投资时机选择因素,外资离开中国资本市场的可能性很少。资金供给上,增加的资金供给没有流向资本市场,这充分表明,资本市场上跌并非由资金流出导致的下跌,更多源于投资者信心的崩溃。

有投资者指出,从资本的趋利性引起资本流动来分析,在 A 股持续下跌期间里,全球资本市场保持快速上涨,促使资金卖出 A 股,流向高收益国家和地区。这样的解释,虽然有一定的道理,但缺乏外汇管理局金融机构投资资金流出的数据支持,而且,从全球基金在投资品种、地域选择的投资组合来看,全球基金更倾向于在全球范围内配置和分配资金,从而减少单一投资市场过度集中投资引起的风险。

包容对待市场行为

从历史走势看,但凡一度弱市,资本市场总会以各种言论、传闻,来宣泄和反映投资者心态与市场情绪。各种言论、传闻,反映着市场参与者对投资行为与市场反射的有效性。

索罗斯的反射性原理告诉我们,投资者对未来的预期,总是会主动地反应到现实的股价走势上。而管理层忽略了投资者对 A 股未来的走势预期。

当然,简单来说,不论是现实股价反映未来预期,还是未来预期反映现实股价所引起的下跌,都是投资者对资本市场市场信心崩溃所导致的下跌,而不是资金流出导致的下跌。资金流出,只是投资者对未来信心缺失的具体表现之一,也是投资行为反射的结果。

客观来讲,没有人和机构,会主动而自愿地承担因过量融资引起市场下跌的责任。而在一个受管制的资本市场里,任何理性性下跌均需要一个承担责任替罪羊。在排除资金方面的原因外,外资原本简单的卖出行为,就理所当然地成为推动资本市场上跌的罪魁祸首。尽管有些牵强得不近情理,却又有些无奈。

从某些方面来看,外资做空 A 股的责难,多少有些自欺欺人的嘲弄意味,是国内投资者自我保护主义的过头反应。与贸易保护主义和地方保护主义起源一样,当贸易环境、条件出现不利于自己的情况后,各种形式的保护主义就开始抬头。外资做空 A 股,遮掩着国内主力机构看不清楚市场走势,在非理性下跌过程

中,仍不顾成本疯狂出货的本质。

这是一种自然中的不正常现象,不是一个持开放创新心态的市场应该具有的特征。外资做空 A 股论的姊妹版,包括外资打压抄底论、外资账户高盈利论,诸多类似论调的背后,实则是狭隘心态、短浅眼光的体现。

理性与非理性,正是判断一个投资市场、投资者是否成熟的标准之一。不过,理性与非理性,是人性发展的最高境界,不可被轻易克服。这也是许多投资成功的大师经常判断市场底部的一个指标,据此,国内的心理线指标 (PSY) 被创造出来。其适用的道理很简单,在众人恐慌里,理性地看涨,在众人亢奋里,理性地看跌。

表面上看,理性与非理性的运用,仍然秉承着逆反心理学的大智慧。这背后的逻辑是,投资心态决定着投资成功,其实一点不假。有理由相信,持外资做空 A 股论的人,大多是无法取得投资成功的。不能坦然地接受和包容单纯的市场行为,又怎么可能获得投资成功的大胜利呢?

一个投资环境良好的资本市场,应该是开放、包容、自由的市场。各种与做空有关的观点,大多为市场行为和个人建议,作为任何市场参与者,均有对市场走势发表看法的自由。要走向国际化市场,必须能够对那些无论好还是坏的全部观点,乃至谩骂,保持开放和包容的态度,坦然接受。