

华宝量化投资译丛

欧奈尔门徒的卖空准则

SHORT - SELLING WITH THE O'NEIL DISCIPLES:

Turn to the Dark Side of Trading

吉尔·莫拉雷斯 (Gil Morales)

克里斯·卡彻 (Chris Kacher)

著

王威嘉 杨程稀 董书成 译

唐海鹰 校



WILEY

上海财经大学出版社
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS



华宝量化投资译丛



欧奈尔门徒的卖空准则

SHORT - SELLING WITH THE O'NEIL DISCIPLES:

Turn to the Dark Side of Trading

吉尔·莫拉雷斯 (Gil Morales) 著

克瑞斯·卡彻 (Chris Kacher)

王威嘉 杨程稀 董书成 译

唐海鹰 校

图书在版编目(CIP)数据

欧奈尔门徒的卖空准则/(美)莫拉雷斯(Morales, G.), (美)卡彻(Kacher, C.)著;王威嘉,杨程稀,董书成译.—上海:上海财经大学出版社,2017.2
(华宝量化投资译丛)

书名原文:Short-Selling with the O'Neil Disciples

ISBN 978-7-5642-2662-6/F·2662

I. ①欧… II. ①莫… ②卡… ③王… ④杨… ⑤董… III. ①股票交易-基本知识 IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 014242 号

责任编辑 袁 敏

封面设计 杨雪婷

OUNAIER MENTU DE MAIKONG ZHUNZE

欧奈尔门徒的卖空准则

吉尔·莫拉雷斯(Gil Morales) 著
克瑞斯·卡彻(Chris Kacher)

王威嘉 杨程稀 董书成 译

唐海鹰 校

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海华业装璜印刷厂印刷装订

2017 年 2 月第 1 版 2017 年 2 月第 1 次印刷

710mm×1000mm 1/16 18.5 印张(插页:1) 342 千字

印数:0 000—3 000 定价:50.00 元

图字:09-2015-777 号

Short-Selling with the O'Neil Disciples

Turn to the Dark Side of Trading

Gil Morales, Chris Kacher

Copyright © 2015 by Gil Morales and Dr. Chris Kacher.

All Rights Reserved. This translation published under license.

Authorized translation from the English language edition, Published by John Wiley & Sons. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyrights holder.

Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

本书简体中文字版专有翻译出版权由 John Wiley & Sons, Inc. 公司授予上海财经大学出版社。未经许可,不得以任何手段和形式复制或抄袭本书内容。
本书封底贴有 Wiley 防伪标签,无标签者不得销售。

2017 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

总序

2011年“上海领军人才”名单公布，我也侥幸忝列其中，政府还有一笔资金资助。科研经费拨下来，细思极恐，我等身无长物，如何做得了科研？惶恐之余，虑及事无大小，能用这笔钱做点真正对社会有益的事，也算取之于民、用之于民吧。对读书人来讲，最便捷的事就是写书了，可我对写书最为犯难。所谓“著书立说”，总以为要有“说”才敢动笔，否则浪费纸张、破坏环境事小，贻笑大方、误导纯良事大！于是想到了拿来主义，何不找些国外的好书来翻译，以飨中国读者。

时逢国内量化投资刚刚起步，华宝体系内投资、信托、基金、证券的量化投资也正处在构建团队、搭建框架阶段，即使作为内部培训，我们也需要一些量化投资的基础教程。基于多方面考量，“华宝量化投资译丛”选择了《趋势跟踪圣经——专业投资者如何积累财富及管理风险》、《欧奈尔门徒的卖空准则》和《期权投资——运用技术分析设计制胜策略》三本书。

《趋势跟踪圣经——专业投资者如何积累财富及管理风险》向读者介绍了最古老的投资规则之一——趋势跟踪投资。这些年与华宝系合作的客户中，就有运用趋势跟踪策略大获成功的许多案例，元盛CTA产品就是其中的优秀代表。本书作者安德鲁·亚伯拉罕认为，无论是在牛市还是熊市，只要有良好的风险控制能力和耐心，利用趋势跟踪策略都能抓住非常好的盈利机会，一些交易名家由此成为亿万富翁。在书中，作者通过大量历史业绩数据来验证趋势跟踪策略的运用。经历了发生在商品、货币和利率市场上的数不清的繁荣和衰落之后，作者洞察了一些最优秀的趋势跟踪交易者——他们究竟是如何限制风险并坚持进行高利润波段操作的。通过了解投资大师的投资逻辑和方法，读者将学会在自己的投资组合中如何应用这种策略。作者在本书中直截了当地告诉读者：赚钱不容易，需要耐心和纪律，回撤和亏损是交易的一部分。投资者需要了解自己的内心，内心何时强大、何时脆弱，如何

去处理自己的负面情绪,特别是贪婪和恐惧。如果投资者对自己缺乏坦诚,那么失败就几乎无法避免。很少有像本书这样强调交易心理的趋势投资类著作。

《欧奈尔门徒的卖空准则》是一本讨论卖空这一“暗黑”投资技术的优秀著作。卖空是一个有效市场不可分割的部分,在新股发行改革的大讨论中,鉴于上市公司治理结构的严重缺陷,我们曾经建议在新股发行阶段应该引入与询价机制对应的个股卖空机制,以对大股东和发行人形成强制约。作者吉尔·莫拉雷斯拥有丰富的投资经验,并将他在投资过程中的经历、思考和总结贯穿于全书之中。相比于传统的做多交易,卖空需要面对更加剧烈的市场波动,因此对投资者的心理和投资规则都提出了更为苛刻的要求。在本书中,作者首先分享了他对于卖空的理解,从多个不同的角度展开对卖空的讨论,这其中包括卖空的六大原则、卖空的各种走势形态以及卖空时点等卖空交易的核心要素。最后作者为读者提供了大量卖空的案例,这些案例可以帮助读者更好地理解书中介绍的卖空理念。值得注意的是,本书虽然是讨论卖空的著作,但其内容对于单向做多的投资者也很有帮助。因为选择卖空的标的和时机,实际上等效于决定是否以及何时卖出持有的股票。另外,本书也介绍了很多基于走势图形的量化技术分析方法,希望能够对喜欢技术分析的读者有所帮助。

《期权投资——运用技术分析设计制胜策略》的作者格雷格·哈蒙详细地分享了运用技术分析交易股票和期权的独特方法。这部分内容对于刚刚在国内开始期权交易的投资者,都是很好的入门教材,在50ETF期权交易伊始,华宝证券就特别注重对投资者的服务,大力开拓此项业务,该项业务市场份额一度排名第一。书中阐述的投资体系由四个模块构成:第一部分从识别市场趋势和分析市场影响因素开始,帮助投资者迈出投资中最重要的一步;第二部分介绍了传统技术分析的各种方法,投资者可自行选择适合的工具;第三部分以简明的语言描述了期权合约及策略,配合图表和案例来呈现,揭开了期权领域的神秘面纱;第四部分汇总之前的内容,展示如何设计交易、执行交易以及定期调整交易策略。本书既是一本学习股票和期权的工具书,也是一本关于如何灵活巧妙地交易股票和期权的参考指南,以通俗易懂的陈述来帮助每一位投资者做好期权投资准备。

这三本书有两个鲜明的特点:一是讲了大量的技术分析。并不是我们特别痴迷于技术分析,正好相反,我们这批90年代初进入股市的投资人多是从技术派转为基本面派的。但是,当下我们这个行业绝大多数投资经理是行业研究员出身,而且在管理基金之前几乎没有实际做过大笔资金交易,这其中当然也不乏有像葛亮博望坡之战那样“初出茅庐第一功”的情况,但更多的是让投资者交了太多的“学费”,我们把这种情况叫“本本族开大卡车”,不出事故才怪!而更要命的是,我们股市的换手率太高,说明了即使标榜自己是“价值投资者”的机构,其实在实际操作中

常常丢弃了其最擅长的基本面研究，而用了其最不擅长的技术分析（也许技术分析也没有用到）。所以，对一个组合经理来说，掌握一定的技术分析方法是必备的技能，而对于量化投资来说，技术分析则更是必不可少。而在当下行业研究过剩、技术研究不足的情况下，这套书就更有现实意义了。二是这几本书的作者都算不上绝对的“大牌”。近年来，市面上关于巴菲特、索罗斯的书可谓汗牛充栋，关于芒格、安东尼·波顿、西蒙斯等大师投资理论的书也不计其数。向大师学习当然很有必要，但是每个行业的天才其实是常人学习不了的，其投资套路往往跟同行中多数人并不一样，就像网球的费德勒、乒乓球的庄则栋。大人物高山仰止，而优秀投资人往往让人感觉更真实，容易企及。再者大人物往往谈理念多、谈细节少，再经过著作者自己的理解加工，更有“神龙见首不见尾”之憾。而这几本书近似交易日志，娓娓叙事，有精雕细刻之效。国人向来不重细节，常谓之“雕虫小技”，殊不知，“虫”大家都见过，像不像一望便知，而“龙”大家都没见过，大而化之即可，“雕虫”其实比“雕龙”更难。

在我看来，量化投资最容易“即插即用”的是把每个投资经理成熟、成功的投资方法加以固化。最近我们在对一个大投顾客户的案例研究中就有惊奇的发现。这个客户是从2010年9月开始聘请我们做投顾的，客户要求主要资产必须投在与其主业相关的五大行业，而且每一项投资都必须事先得到客户的批准或明确的授权。流程可谓冗长，每年还要结算一次。这些行业在过去的几年里整体表现低迷，通过基本面的选股就大受限制，通过频繁的交易更是不可能，但我们最终还是找到了一种有效的方法，取得了不俗的投资业绩。该客户的平均资产管理规模为72亿元，2010年9月至2015年11月累计市值增长率为118.92%，整体业绩表现在76只可比的开放式股票型基金中排名第1位，在374只可比的开放式混合型基金中排名第40位，在530只可比的阳光私募基金中排名第98位。每年绝对收益和相对收益情况（某些年份结算日为11月底）如下：

时间区间	市值增长率 (%)	公募股票基金		公募混合基金		阳光私募基金	
		业绩排名	基金平均收益率 (%)	业绩排名	基金平均收益率 (%)	业绩排名	基金平均收益率 (%)
2010.09~2010.12	35.26	1/76	5.80	1/374	9.13	14/530	9.61
2011.01~2011.12	-7.52	2/96	-21.46	9/393	-21.95	135/714	-16.64
2012.01~2012.11	-1.18	5/149	-8.73	75/464	-6.58	367/1 096	-4.53
2012.12~2013.11	17.62	98/194	23.52	447/524	33.49	705/1 358	20.11
2013.12~2014.11	26.52	29/240	16.04	104/611	16.34	439/2 174	16.93
2014.12~2015.11	107.16	1/311	31.28	11/742	43.18	138/4 458	22.59

通常说到交易就是指高频交易,以为只有这样才能获利,这个案例说明像这种乌龟速度的交易方式也可以通过交易获利。事后的测算表明,如果用量化方法对这套投资策略加以细化和固化,那么效果会更好。

与国外量化投资 30 年的发展历程相比,国内的量化投资才刚刚起步,仍是在不断积累、不断学习的过程中。翻译这些海外优秀投资人的著作,也是一个和海外投资大家,尤其是量化投资专家学习、交流的过程。在图书翻译过程中,整个翻译团队获益匪浅,我也希望通过译丛的出版,与国内的投资者分享这份收获,共同推动国内量化投资业务的发展。

华宝投资翻译团队应当为翻译上的错误负责,如果读者在阅读过程中发现任何不妥之处,请通过 liu_shuo@hwabaotrust.com 邮件地址与翻译团队取得联系。期待着各位读者的建议或评论,祝各位读者在证券投资中取得成功。

最后,我要感谢华宝投资参与书籍翻译和校对的同事唐海鹰、张明、刘硕、王威嘉、杨程稀、浦杰、周雨卉、朱锋、董书成、吴曦。他们在繁忙的投资工作之余,花费了大量的个人时间进行书籍的翻译和校对工作。感谢上海领军人才项目的资金支持,使译丛得以顺利翻译出版。图书的出版得到了上海财经大学出版社的大力帮助,在此我对所有参与本译丛出版的工作人员表示衷心的感谢。



2017 年 1 月 5 日

前言

这本书是我2004年替人代笔的著作《如何卖空赚钱》^①的续本和第二版更新。尽管前书十分畅销并介绍了卖空的基本概念，但是它没有介绍卖空基本方法的细节。前书的介绍完全依赖于周K线图，尽管周K线图对于了解卖空潜在标的的宏观模式很有帮助，但我们还是需要借助日K线图以寻找卖空入场点。因此，2004年出版的著作不包括日K线图，意味着它忽略了卖空最核心的部分。而本书的特点，正是它绝大部分内容基于日K线图，因此它为读者提供了更加详尽和贴近实战的卖空案例。这本书与前书的重大区别是，它能够让读者感受和理解在真实的市场环境中卖空是如何执行的，而这只有基于日K线图才能做到。

在本书中，我们更新了不断发展的卖空理论。在此之前，一些旧的卖空“黄金法则”已经过时，例如在《如何卖空赚钱》中的介绍，以及我和我的同事克瑞斯·卡彻(Chris Kacher)在第一本合著《像欧奈尔信徒一样交易：令我们在股市中大赚18 000%的策略》^②第六章中的介绍。关于卖空有一个广泛流传的教条，即只能在熊市中做空。这完全是错误的，而且本书中的资料明确证明了这一点。随着我持续在市场中卖空并获得更多的经验，我的研究和对我交易的研究分析进一步发展了更多重要的卖空方法。

我的研究工作的一个主要进展是在卖空中运用分形模式。我的同事克瑞斯·卡彻经常在股市的技术分析中发现分形模式，即一个技术走势模式包含更小的相似的子模式。我非常感谢克瑞斯帮助我发现技术分析图上的这一特征，这一发现

^① *How to Make Money Selling Stocks Short*, by William J. O'Neil with Gil Morales (John Wiley & Sons, October 2004).

^② *Trade Like an O'Neil Disciple: How We Made 18 000% in the Stock Market* (John Wiley & Sons, 2010).

对于卖空非常有帮助。例如,分形模式可以是周线图中的一个杯柄平台结构,其中手柄的部分由另一个更小的子杯柄结构组成。如果我们再看同一段走势的60分钟图就可能会发现,在手柄上的子杯柄结构的手柄处,是一个更小的杯柄结构。这就是分形模式的一个基本案例。

有些情况下我们也可以在同一周期频率的走势图中看到分形模式,例如一个头肩结构的头部包含更小的头肩结构。在这样的情况下,子头肩结构可以直接在周线图中看到,而不必转到更为细节化的日线图或者分钟线图中。无论如何,分形结构对尽早发现股票的顶部非常有帮助,特别是这些发现远远早于仅依靠周线图的分析。这也再次说明了,仅仅依靠周线图进行卖空交易或者讲解卖空是有很大的缺陷的。在本书中,我们对此缺陷进行了全面的改进。

本书第十章的卖空模型与上一版本也有很大的差异。新的模型包括周线和日线的走势图,并且都有详细的标注。每一个卖空案例都包括讨论,并且预留了读者进行深入研究的空间。我强烈推荐 HGS Investor Software^① 这款软件,它是一款优秀的针对股票市场的分析和作图工具。它的一个重要优点是它可以非常容易地在不同分析周期下回顾股票的历史价格和成交量。当然,这款软件也非常适合做多的投资者进行历史回顾研究。

本书和2004年版本之间的最后一个区别是,这一次我非常荣幸能够得到克瑞斯·卡彻的研究支持和辅助。因为我们两个人中只有我在进行卖空交易,所以本书由我撰写。虽然我是本书的第一作者,但是克瑞斯·卡彻的研究支持和辅助编辑极有帮助。

最后,我认为这本书中的资料不仅对未来的卖空者有帮助,而且对那些专注做多的投资者和交易者也非常有用。事实上,了解卖空的本质是了解领涨股如何筑顶。这样的判断不仅在“好股票变坏”的时候有助于空头赚钱,也能够帮助持有领涨股的投资者在股票变坏的时候卖出。当考虑本书是否适合你的时候,这是一个重要的考虑因素。

对我来说,卖空交易所需的所有常识方法和交易智慧都贯穿于威廉·欧奈尔(William J. O'Neil)、理查德·威科夫(Richard D. Wyckoff)和杰西·利维摩尔(Jesse Livermore)的著作中。在下文中,我们将他们简称为OWL。尽管我的投资方法和理念是1997~2005年之间我在威廉·欧奈尔公司^②任副总裁和内部投资经理,以及管理欧奈尔机构咨询业务期间逐步形成的,但是我目前的交易风格更类似

① www.highgrowthstock.com.

② William O'Neil+Company, Inc.

于 OWL 风格而不是欧奈尔风格。卖空是一个复杂的游戏，它像一颗钻石一样有很多不同的面。同时，它也是一个迷人的过程，它帮助每一个交易者和投资者在逐步发展和完善他们技能的过程中更加深入地了解自己。

就像克瑞斯·卡彻和我在我们的第一本书中写的那样：

就像运动员和寻求刺激的人从事普通人难以想象的危险活动一样，交易员寻找的刺激并不是来自于成功的交易，而是来自于切身参与交易的经历以及交易过程中的曲折和冷静。冲浪挑战者也有类似的体验，每一个巨浪都迫使他们专注于当下调整前进方向。专注于当下，使人只关心目前的问题而不是昨天的问题或者明天的挑战，此时只有“现在”。

没有什么地方能够比成功的卖空更好地体现这一理念了。考虑到卖空所面临的风险，它可以被认为是在股票市场中冲浪并挑战巨浪。毫无疑问，作为一名交易员，在市场上绝大多数多头输到衬衫都不剩的时候，没有什么带来的满足感能超过踩对点并做空大赚一笔的感觉了。最后，祝大家好运！

吉尔·莫拉雷斯
于美国加州普拉亚德雷
2014年11月

致谢

“欧奈尔门徒”是被我们的同事凯文·马德尔创造并首先提出来的，他在 20 世纪 90 年代参与创立了 MarketWatch.com。在马克·德普(Marc Dupee)和凯文·N.马德尔(Kevin N. Marder)的《与顶级交易者的对话》(Gordon 出版集团, 2000 年 9 月 15 日)一书中, 我们访谈的内容都在第 1 章“门徒”中。在我们 2010 年写第一本书的时候, 就使用了“门徒”这一说法, 我们最后决定宣称自己是“欧奈尔门徒”。我们的投资方法充分参考了杰西·利维摩尔(Jesse Livermore)、理查德·D.威科夫(Richard D. Wyckoff)和威廉·J.欧奈尔(William J. O'Neil)的著作, 欧奈尔(O'Neil)在我们的现实生活和在过去的日子中指导着我们在他的机构中作为组合投资经理的日常工作。作为门徒, 我们已经采取了我们从这些大师处所学到的东西, 并与更多在市场的长期和短期中具体和精确的方法相结合。我们在我们的书中、媒体和报告会上讲授和讨论这些方法, 包括我们的网站 www.virtueofselfishinvesting.com。因此, 我们认为这是正确的时间来承认凯文·马德尔是“门徒”的发起人, 我们感谢他提供了这个名词, 我们也成为了“欧奈尔门徒”。我们感激承认我们的追随者和订阅者, 在与他们一起讨论问题、反馈的过程中, 帮助我们改进如何传授我们的方法作为欧奈尔、威科夫和利维摩尔(OWL)的门徒。这本书在这方面没有分歧。我们也乐于承认我们从 HGSI 投资软件公司(www.highgrowthstock.com)及其三个主要成员——乔治·罗伯特(George Roberts)、罗恩·布朗(Ron Brown)、伊恩·伍德沃德(Ian Woodward)——获得的帮助和支持。HGSI 投资软件已成为我们的“选择武器”, 涉及股权分析、筛选和制图软件程序, 并且该产品包括许多模板、视图以及直接基于我们的工作和方法相关的图表, 正如我们在书中和我们的网站上讨论的。他们热情的支持让我们能够在我们的书中充分利用他们的图表, 这是对于我们方法、技术的合规性认可及有效性佐证。为此,

我们深表感谢。最后,我们要感谢以下在这个项目上给予我们帮助的 John Wiley & Sons 公司的工作人员:朱迪·豪沃思(Judy Howarth)、图拉·巴坦切夫(Tula Batanchiev)、艾文·巴顿(Evan Burton)、库玛德哈维利·纳拉辛汉(Kumudhavalli Narasimhan)、德利斯·穆尔(Darice Moore)和帕梅拉·吉森(Pamela Van Giesen)。这些个人为其他行业设定了标准。

克瑞斯·卡彻
吉尔·莫拉雷斯
于美国加州普拉亚德雷
2014年11月

目 录

总序 / 1

前言 / 1

致谢 / 1

第一章 卖空概述 / 1

第二章 卖空的本质 / 13

第三章 卖空的走势形态 / 44

第四章 入场与离场:做空机制 / 64

第五章 案例研究一:苹果公司(AAPL)2012~2013年 / 105

第六章 案例研究二:奈飞公司(NFLX)2011年 / 116

第七章 案例研究三:绿山咖啡公司(GMCR)2011年 / 122

第八章 案例研究四:3D系统公司(DDD)2014年 / 129

第九章 案例研究五:钼矿公司(MCP)2011年 / 138

第十章 卖空模板:一本卖空模型的书籍 / 148

作者介绍/278

卖空概述

卖空本质上是识别股票趋势从上涨到下跌的转变，并且在下跌中盈利的过程。在这个过程中，投资者或者交易员卖出并非真正持有的股票，期望股价继续下跌以更低的价格将股票回购，同时将利润收入囊中。卖空的卖方必须先向其经纪人借入股票，并可能需要支付很小的费用。如果股票价格下跌，卖空者买回卖出的股票，那么就能以更低成本平仓空头头寸，偿还借入的证券，并从价差中赚取利润。这当然不是无风险的交易，因为卖空也可能由于初始卖出之后股票价格上涨，导致买回股票的成本超过初始卖出的收益并造成亏损。因为股票价格理论上可以上涨到无限，而它们的下跌空间是有限的，即股票价格不能低于 0 或下跌 100%，所以卖空的潜在损失是无限的。当然，这个结论假设卖空者没有设置止损，即设置一个明确的价格，如果股票价格上涨超过这一价格，就立即回购股票以避免更大的损失。

对一些人来说，卖空代表着市场的“黑暗面”，而历史往往将卖空描绘成为一项罪恶的行为，言辞中充满了负面的阴谋论调或批评态度。在 1929 年股市大崩盘期间，杰西·利维摩尔通过在市场极度低迷的时期卖空，在当年赚到了 1 亿美元，这在当时是一个天文数字。这一消息向公众披露后，利维摩尔成为极端情绪下公众发泄愤怒的对象，人们甚至指责他的卖空交易是造成股市崩溃的部分原因。而现实中，利维摩尔只是观察到了市场转变的事实并采取了适当的行动。1929 年股市崩溃的真正原因是当时每个人都挤入市场以至于当时在市场以外已经没有剩下人继续购买股票。同时，仅仅 10% 的保证金要求使得投资者可以只用 10 美元购买价值 100 美元的股票，这制造了巨大的资产泡沫并提供了泡沫快速毁灭性破灭的最佳条件。

不同环境中股票的价格是不同的，而卖空是促使股票价格向价值回归的催化剂。相比于没有卖空的市场，卖空能够帮助股票更快地回归其内在价值。供求关

系已反复证明,即使卖空者像互联网泡沫时期蜂拥而至,例如 21 世纪初的亚马逊公司(AMZN),当投资者认为当前股票价格低于其价值时,卖空也不可能长期压制股票价格。

尽管如此,在美国市场的早期,卖空实际上是被禁止的。由于 1812 年战争造成了大量的投机行为,当时这个“年轻”国家的金融市场非常脆弱且不稳定。直到 1850 年卖空禁令才被废除。在 2008 年,美国政府禁止对某些金融股票卖空,因为这些公司由于持有按揭坏账,遭遇了严重的甚至是致命的流动性危机。由于政府补贴和相关政策,银行被允许甚至被强迫降低贷款标准,将住房贷款发放给那些没有偿还能力的消费者,导致抵押贷款过度增长,并造成房地产泡沫。因为住房需求被人为放大,导致房地产价格飞涨。这些品质较差的抵押贷款被重新打包为抵押贷款支持证券(mortgage-backed securities, MBS),然后被标准普尔、穆迪等信用评级机构神奇地评为 AAA 信用评级。在 AAA 评级的光环下,投资者踊跃购买住房抵押贷款支持证券,其中包括很多金融机构和散户投资者的投资组合。当房地产泡沫在 2008 年最终破灭时,这些贷款违约导致大量持有它们的机构账面破产。

在面对历史和当前现实的时候,政府官员试图将人们对 2008 年金融危机的部分指责引向卖空者,因为这些掠夺成性的玩家对脆弱的金融股进行“裸卖空”从而打压其价格。然而事实上卖空者只是一群聪明的投机者,他们发现一个刚刚浮现的趋势并且顺着趋势投资。造成 2008 年抵押贷款和房地产业过剩的欺诈行为必须被揭露,而卖空者正是揭露和清理过程中的一员。同时,那些愚蠢到在下跌过程中购买金融股票的投资者显然没有意识到趋势的变化。了解当时状况的人都知道,住宅和抵押贷款过剩和泡沫破灭的最终结果只能是破产。这最终发生在那些曾经著名的金融机构身上,例如雷曼兄弟、美林和贝尔斯登,最终他们要么倒闭,要么被其他金融机构收购。

监管机构指责激进的卖空行为是导致雷曼兄弟和贝尔斯登倒闭的原因之一,但事实是无论卖空者是否做空金融股,2008 年金融系统崩溃都是不可避免的。如果美联储没有介入并以量化宽松这一创新的方式提供前所未有的流动性,更多的金融机构也会遭遇与雷曼兄弟和贝尔斯登同样的命运。最终,美国财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)介入并支持美联储,通过修改以市场价格估值的原则(mark-to-market rule, Rule157),放弃要求金融机构以市场价格为资产估值。通过允许银行和其他金融机构以任意价格而不是真实价格为不良资产估值,更大的系统性破产得以避免,至少是暂时地在纸面上得以避免。

讽刺的是,政府人为地刺激并扭转金融股的下跌趋势被认为是以合法的方式影响股票价格,但卖空却被视为不合理的邪恶行为。但是我们认为,卖空是所有股

票生命周期中非常自然的一部分,股票价格会随着公司的增长出现投机性上涨,但是达到一定程度后必须经历修正和调整,这个过程清理了前期的过度上涨,有助于随后建立一个新的上涨趋势,或者让那些没有核心竞争力的企业逐步消亡。在某种意义上,老企业的消亡有助于培育新的增长周期,这个过程中越来越多的创新型公司逐步取代老的、反应迟钝的、失去了创新动力和竞争力的大公司。因此,卖空只不过是创造和破坏的良性循环中投资,同时帮助企业成长的过程中清理过度投机带来的不利影响。

2008年金融危机和导致它的市场事件是最近一个很有指导意义的案例。现实情况是,2008年金融危机和随之而来的熊市开始时间,要早于2008年9月到2009年4月的全面危机时期。它悄悄地开始于2005年7月住宅建设股票的顶部。金融危机起源于银行和其他贷款机构荒谬地大量发放高风险住房按揭贷款,降低贷款标准,人为刺激房屋需求不断膨胀,类似于海洛因上瘾似的购房热潮推高房价,带动了住宅建设热潮,这种影响在股票市场中表现为住宅建设和与之相关的股票价格在2000~2005年期间保持强劲上涨。然而,当住宅需求在2006~2007年接近高潮时,住宅建筑股票已经开始筑顶,例如两只住宅建筑股票——托尔兄弟公司(Toll Brothers, TOL)和普得集团(Pulte Group, PHM),见图1.1和图1.2。



豪华住宅建筑公司托尔兄弟的股价与其他住宅建筑公司股价同时在2005年7月见顶,预示了3年后震动金融市场的住宅和抵押贷款危机的到来。

图 1.1 2003~2006年托尔兄弟公司(TOL)周线图