

# 做空中国

是阴谋还是市场？

严行方◎著

ZUOKONG  
ZHONGGUO

**全球对冲基金不宣而战，合力做空中国，  
究竟是政治阴谋还是市场行为？**

在当前国内外宏观背景下，中国经济、中国股市、  
中国人民币真的会被做空吗？

中国社会科学出版社

国家一级出版社★全国百佳图书出版单位

# 做空中国

是阴谋还是市场？

严行方◎著

◆ 中国社会出版社

国家一级出版社★全国百佳图书出版单位

## 图书在版编目 (CIP) 数据

做空中国：是阴谋还是市场 / 严行方著. —北京：中国  
社会出版社，2012. 7

ISBN 978 - 7 - 5087 - 4037 - 9

I. ①做… II. ①严… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 087597 号

---

书 名：做空中国：是阴谋还是市场

著 者：严行方

责任编辑：杜 康

---

出版发行：中国社会出版社 邮政编码：100032

通联方法：北京市西城区二龙路甲 33 号新龙大厦

电 话：编辑部：(010) 66061723

邮购部：(010) 66081078

销售部：(010) 66080300 (010) 66085300

(010) 66083600

传 真：(010) 66051713 (010) 66080880

网 址：www.shcbs.com.cn

经 销：各地新华书店

---

印刷装订：中国电影出版社印刷厂

开 本：170mm × 240mm 1/16

印 张：16

字 数：220 千字

版 次：2012 年 7 月第 1 版

印 次：2012 年 7 月第 1 次印刷

定 价：32.00 元

# 序

## 拜托，这是市场，不是阴谋

2011年11月，外资做空中国的金融战争全面打响。与过去的外资做空中国相比，这场金融战争来势汹汹，密度大、强度高，政治、经济齐动手，大鳄、小虾全上阵，演出的是一幅“群魔乱舞”图。从时间上看，至少会延续一两年甚至更长，千万不可掉以轻心。

这场做空中国的战争，爆发点始于2011年11月，中国国家主席两次在国际场合表明“中美贸易不平衡问题与汇率无关”后，美国总统立刻加大对中国的施压，声称“中国必须遵守国际贸易规则，并应像成熟经济体那样行事”。所以，接下来看到的是这样一张做空中国全景图：2011年9月，美国黑石集团大规模抛售上海物业；随后，美国友邦保险、中德安联保险等紧紧跟上。11月，美国高盛集团、美国银行大幅度减持中资银行股；国际货币基金组织发布报告，指称中资银行“体系脆弱、面临风险”；世界贸易组织发表声明，今后几个月内将研究国际贸易规则是否能用来“惩罚（中国）操纵汇率”；美国国务院在印度尼西亚巴厘岛召开的东盟峰会、东亚峰会上公开宣称，“应该打击”中国国有企业竞争力；美国做空机构“浑水研究”发布报告，质疑中国概念股“分众传媒”信息披露不实，“分众传媒”市值一天内蒸发掉13.6亿美元；美国做空大师詹姆斯·查诺斯在接受采访时公开宣称要做空中国某银行股，结果使得11月16日当天我国A股市场一天就净流出资金239亿元；与此同时，美国一大批高端制造业在悄然撤出我国实体经济。12月，人民币兑美元即期汇价出现史

无前例的连续 12 个交易日跌停……种种迹象表明，这些做空中国的外资正在企图“双向掠夺中国财富”——先做空中国，然后等待美元加息升值再回来抄底，最终完胜中国！

但显而易见，从本质上看，这场做空中国仍然属于市场行为，而不是什么政治阴谋。把一切都归结为阴谋大加挞伐，就像无论做什么事、说什么话都先划分不同“阶级”一样上纲上线，无疑是丧失自信、逻辑混乱的表现。不但不能解决问题，而且会产生误导、贻误时机。

可以说，对冲基金这样来势汹汹做空中国，同样出乎我国意料。虽然从某些角度看，我国国内经济确实也有做空需求，并且人民币兑美元汇率已经连续 6 年升值，也应该适当贬值了；但目前的这种人民币升值预期被逆转，并不是我国愿意看到的——对于我国来说，人民币贬值的最佳时机已经错过，现在是完全被人牵着鼻子走！

可是话又说回来，只要欧洲债务危机继续深化、美国经济衰退扭转无望，全球各国以及国际货币基金组织就会热衷于从做空中国中分享我国经济成果。有鉴于此，本书在具体阐述外资做空中国经济、做空人民币、做空中国股市时，重点探讨了我国应该采取怎样的对策。

因为归根到底，我国拥有全球规模最大的外汇储备、规模最大的经常账户顺差，是全球第二大经济体，足以抵挡国际对冲基金的冲击；并且，人民币离岸市场与国内外汇市场的相互隔离，也意味着投机者在离岸市场投机人民币，并不会对我国国内金融市场构成实质性冲击。

与此同时，我国当然也有必要设法消除国外的集体误解和集体焦虑，切切实实从这种立体做空中吸取教训，扎扎实实理顺国内经济关系，确保我国宏观基本面的稳定与安全。

果真如此，这种做空就缺乏市场基础，更难获得相应投机利润，因为经济才是金融的真实基础；果真如此，这场外资立体做空中国就会由坏事变成好事，出现我们乐意见到的“塞翁失马，焉知非福”！

平行方

## 目录/CONTENTS

### 【上篇】不宣而战：做空中国 / 1

全球对冲基金不宣而战，合力做空中国，究竟是政治阴谋还是市场行为？在当前的国内外宏观背景下，中国经济、中国股市、中国人民币真的会被做空吗？本篇条分缕析，为您介绍各种做空迷局，深入剖析全面做空中国的内因和实质。

透视各种做空迷局 / 3

做空中国的三条渠道 / 9

木秀于林，风必摧之 / 19

全球流动性正在走向枯竭 / 25

国内经济也有做空要求 / 31

中国概念股自身不硬气 / 37

货币泛滥，旱涝成灾 / 52

美元独霸地位的需要 / 60

楼市撑不住实体经济 / 67

爱面子必然“吃亏是福” / 73

做空是市场不是阴谋 / 79

## 【中篇】 来者不善:趁火打劫 / 93

对冲基金做空中国,来者不善,善者不来。做空虽然体现了某些国家的意志,但本质上是市场行为。资本的逐利性决定了当做空比做多更有利可图时,做空就成为必然。本篇抽丝剥茧,为您介绍各种做空渠道,以及它们能从中得到什么好处。

抱团取暖,目标对准中国 / 95

多管齐下,立体围剿 / 101

做空中国已经形成食物链 / 106

“浑水”这样“摸鱼” / 110

“香橼”味道酸而苦 / 132

“高盛”真是盛气凌人 / 140

对冲基金,无风不起浪 / 148

公募基金,崽花爷钱不心疼 / 153

散户跟风,众人拾柴火焰高 / 157

做空大军中假外资出没 / 160

从日本“进入”中国 / 167

离岸市场成避风港 / 172

政府救企业,包袱越背越重 / 180

## 【下篇】突破重围：见招拆招 / 185

面对对冲基金做空中国，我们无疑应当迎头痛击。既不能自认倒霉，甘愿成为对方的提款机；也不能当冤大头，花钱买鞭炮给别人放。本篇提出要求，在解决好国内问题的同时，要抓紧完善金融市场法律法规，降低金融衍生工具破坏力。

做空中国不会持续太久 / 187

怨天尤人不如亡羊补牢 / 192

化危为机，化险为夷 / 198

蚍蜉撼树，无碍大局 / 208

不放弃应有的市场干预 / 213

公开事实，谣言止于智者 / 219

利用欧债危机倒逼经济转型 / 228

大规模拓展对外投资 / 233

重新审视个人是否适合炒股 / 238

走过去，前面是个天 / 241



## 【上篇】

# 不宣而战：做空中国

全球对冲基金不宣而战，合力做空中国，究竟是政治阴谋还是市场行为？在当前的国内外宏观背景下，中国经济、中国股市、人民币真的会被做空吗？本篇条分缕析，为您介绍各种做空迷局，深入剖析全面做空中国的内因和实质。



## 透视各种做空迷局

谈论对冲基金做空中国，首先要搞清什么是做空、做空都有哪些手段？只有这样，才能更好地看清各种做空迷局。

### 有关做空的几个概念

为了更好地说明问题，下面把有关做空的几个名词分别解释如下：

#### 做空、空头、看跌

“做空”也叫“空头”、“看跌”、“放空”、“卖空”，是与“做多”、“多头”、“看涨”等相对而言的概念。

所谓“做空”，通俗地说，就是投资者对市场发展前景不看好，认为将来的股票价格（期权）会下跌，所以趁现在价格相对较高的时候卖出股票，等将来股票价格下跌到自己的目标价位后再买回来，这样就能从中获取一定的差价收益。

因为一开始投资者的手里并没有股票（期权），手里是“空”的；并且这种市场操盘方式是以首先卖出为基础的，所以称为“做空”。

做空和做多虽然是相反的概念，却不是一成不变的。在某种条件下，做空和做多会相互转化，但这需要时间。正因如此，无论对于做空还是做多的判断，都会落后于实际市场走势。古今中外，各种“股评”就像刻舟求剑的寓言故事一般不切实际，原因就在于此。

### 做多、多头、看涨

所谓“做多”，通俗地说，就是投资者对市场发展前景比较看好，认为将来的股票（期权）价格会上涨，所以趁现在价格相对较低的时候买进股票，等到将来股票价格上涨到自己的目标价位后抛出，这样就能从中获取一定的差价收益。

正因如此，如果股票价格长期保持上涨势头，那么就把这种股票市场称之为多头市场。多头市场并不是说股票价格只涨不跌，而是大涨小跌、涨多跌少。在这种情况下，每一次股票价格下跌，都是买入的好机会；因为买入这种股票后，将来从价格上涨获利中赚钱的概率很大。

做多方式的基础是首先要买进股票或商品，然后才能谈得上将来卖出。这时候的投资者一开始手里就已经“多”了一笔股票或期权，所以称之为“做多”。

### 空头仓位

空头仓位是指投资者在股票交易过程中，买入的股票（期权）数量少于卖出的数量，空头数量所占的百分比大。这样从总体上看，就表现为投资者在不断地卖出股票（期权），表明他对市场前景比较悲观。

多头仓位的概念与此相反。

### 空头陷阱

空头陷阱是指空方设置的陷阱。具体地是指：当股票价格或股票指数在高位区域，以高成交量横盘时，突然会下跌到一个新的低位区，造成向下突破的假象，目的是为了引出恐慌性抛盘；而当恐慌性抛盘如期而至时，股价或指数又会迅速回升到原来的密集成交区，并向上突破原来的压力线，使得那些在低点卖出的投资者一脚踏空、叫苦不迭。

多头陷阱的概念与此相反。就是说，多头陷阱是指多方设置的陷阱，具体地是指，当股票价格或指数屡创新高时，迅速突破原来的密集成交区，到达一个新的高点；然后，会突然迅速滑落到原来的密集成交区，并跌破原有支撑点位，目的是要使得那些在高位买入的投资者严重被套。

## 有关做空的基本诀窍

前面提到，做空就是自己手中没有股票，或者没有这么多股票，却要卖出股票，那么，这时候拿什么来“卖出”呢？实际上，这就需要向券商（经纪人、信托公司、金融机构）借入股票来卖出了。

必须注意的是，这部分向券商借入的股票必须在当天回补，否则等到股市收盘后无法进行交割，就会构成违约交割。

对于向投资者借出股票的经纪人、信托公司、金融机构来说，这种借出行为可以说包赚不赔。一方面，它们会从这种出借中收取利息或保证金；另一方面，这种做法又会使得股票升值，而这种升值本身也是卖空者的一种支出。在这个过程中，它们还会利用各种法律措施来保护自己，尤其是会要求卖空者把收取的价款存入它们的账户，作为抵押。

做空，代表的是市场实际操盘方向，即空方的力量大于多方，而不是指某一类人，更不是指卖出的人多就是做空。所以，无论卖出还是买入，对于投资者来说只能作为一种参考，不能作为自己究竟是做多还是做空的决定因素。

对于做空的投资者来说，做空行为根据不同目的分为以下三类：

### 投机性卖空

这时候的投资者因为预计股票价格将来要下跌，所以现在卖出股票的目的，是为了在将来价格下跌后买进同样的股票，从而获取价差收益。

不用说，有这种想法的投资者人数多了，就会对股市的下跌形成较大影响。因为投资者出售股票时，实际上意味着这时候整个股市中的股票供应量在放大，这样就会促使股票价格随之下跌。

所以总体来看，这种卖空行为投机性最大。风险大，获利也大。

### 套期保值性卖空

套期保值一般分为两大类：一是买入套期保值（Long Hedge），也叫多头套期保值；二是卖出套期保值（Short Hedge），也叫空头套期保值。

例如，如果某投资者现在拥有 100 万元股票组合，并且现在的深证成分指数期货价格为 10000 点。他预计股市今后 3 个月内会走下坡路，

于是卖出了一张三个月期的深证成分指数期货合约。一段时间过后，假如深证成分指数期货价格下跌到了 9000 点，而他手中股票的投资组合市值下跌到了 88 万元，这时候他就会考虑买入一张深证成分指数期货合约来进行平仓。

显而易见，如果他不进行这样的卖空操作，财产损失将会达到  $100 - 88 = 12$ （万元）；而现在他通过这种做空操作，就可以从期货市场上获取赢利  $(10000 \text{ 点} - 9000 \text{ 点}) \times 100 \text{ 元}^{\text{①}}/\text{点} = 10$ （万元）。两者相抵，最终的实际损失就降低到了只有  $12 - 10 = 2$ （万元）。

显而易见，这里的卖空行为属于卖出套期保值。投资者卖出股票的目的，主要是为了避免将来股价下跌造成更大的损失，所以希望能通过卖出套期减少亏损、扩大赢利。

### 技术性卖空

技术性卖空又可以分为三种情况：一是以自己持有的股票为基础的卖空；二是以套利为目的的卖空；三是经纪人或证券商的卖空行为。

在这里容易看出，做空和止损的区别是：做空的目的是现在卖出股票后，希望在将来能够以更低的价格重新买回来。这也是一种高抛低吸手法，只不过程序颠倒过来了而已。而止损的目的是，现在卖出该股票就“认赔退出”了，并不想在以后买回来。容易看出，做空比止损更容易被投资者接受，投资者这时候的心态更稳定、行动也会更果断。

技术性做空中的每一种情况，又可以分为若干种不同类型，情况比较复杂，读者在这里只要做简单了解就行。因为归根到底，这些做空行为虽是本书所说的做空中国的操作原理，可是毕竟又不是一回事。

不用说，空头市场的基本操作手法就是卖空。道理很简单，因为这时候的市场趋势是下跌的，所以你手中持有的股票越少越好；手中的股票越少、现金越多，将来才能以更低的价格买回股票，获取价差。

相反，如果你的手中全是股票，或者股票仓位过重，这些股票的实际价值实际上是在不断下降的，出手越晚亏损越大。也就是说，这时候

---

① 这里假设深证成分指数期货合约乘数为 100 元。

每一次的价格上涨，实际上都是抛掉手中股票的好机会；即使股票价格一路下跌，也是早抛要比晚抛好。因为这时候的股价下跌“没有最低，只有更低”，甚至会跌到你根本不敢想象的地步。

当然，在实际操作中总会有投资者认为“现在”是底部了，从而买入新的股票或者买入自己原来卖出过的股票，但是谁又知道真正的底部在哪里呢。

从根本上看，在整个空头市场行情的下跌过程中，正是因为有许许多多投资者，在先是抛掉自己手中的股票后，又不断地以比自己卖出的价格更低的价格买回来，这样一种“错误操作”，恰恰是促使股票价格不断下跌的重要推动力。

### 做空的风险要比做多大得多

虽然做空、做多都是最常见的证券交易方式，但显而易见，做空的风险要比做多大得多。所以，做空绝没有有些人想象的那样“好玩”。

从道理上说，股票的价格上涨空间是无限的，所以对于做多的投资者来说，做多所造成的损失，最多就是买入成本（这时候股票的价格跌到了0，但这种情况是很罕见的）。而对于做空的投资者来说，将来有可能要以“没有极限”的价格进行回补，损失之惨重可见一斑。

例如，历史上最大的轧空案发生在2008年10月末。当时“保时捷”汽车突然宣布获得“大众”汽车31.5%的股票期权、年底前增持超过50%，并且在2009年增持至75%。消息传出后，使得之前大举做空“大众汽车”的空头夺路狂奔，竞相平仓，短短几个交易日内“大众汽车”的股票价格上涨幅度就超过200%，做空者损失惨重<sup>①</sup>。

在我国台湾，股市中有一只名叫“昱成建设”的股票，1997年8月时的买入价是每股65元。显而易见，如果投资者进行多头操作，最大的损失也就是这每股65元（股价跌到0）；而实际上，该股票的价格却从

---

<sup>①</sup> 范媛：《做空中国概念股组织的“神秘拼图”》，载《中国经济时报》，2011年12月6日。

每股 65 元快速上涨到 233 元，使得当时做空该股票的投资者不得不被迫一连 6 次追缴保证金，最大的损失相当于成本价的 3.58 倍<sup>①</sup>。

由此可见，做空手法的投机风险很大，所以并不是所有证券交易都允许做空；即使允许做空，往往也会有许多限制。事实上正是从这时候开始，台湾出台了俗称“昱成条款”的条例，在某只股票出现连续飙涨行情时，对该股票的做空交易作出种种严格限制。

从这一点上看，说做空手法是“强者的游戏”一点也不为过。所以做空手法多为基金、对冲基金<sup>②</sup>所用，中小投资者最好不要介入。

综上所述，做空和做多都是市场手段，并不存在“邪恶”与“正义”之分，否则就是上纲上线了。资本的本性就是逐利，只要不违法，干什么都行。甚至可以说，做空行为是任何市场不可或缺的一种鞭策力量，它能迫使市场不断增强信息透明度、提高产品质量、减少价格虚高和弄虚作假行为。尤其是在华丽包装背后隐藏着大量的财务造假和内幕勾当时，做空逻辑更显得顺理成章，更能为大众所接受。

只有当做空者一边做空、一边发布貌似中立的分析报告时，才可能和“可耻”沾得上边。

---

① Mr. P:《昱成条款期由来》，台湾财富网，2010 年 8 月 23 日。

② 对冲基金的概念本书经常要提到。所谓对冲基金（hedge fund），也叫避险基金或套利基金，是指由金融期货、金融期权等金融衍生工具与金融组织结合后，以高风险投机为手段，以赢利为目的的金融基金。对冲基金通过各种交易手段如卖空、杠杆操作、程序交易、互换交易、套利交易、衍生品种等来进行对冲、换位、套头、套期，目的是要赚取巨额利润。



## 做空中国的三条渠道

在了解了上述有关做空的一些基本概念和基本原理后，接下来我们就从总体上探讨外资是通过什么渠道来做空中国的。

总体来说，做空中国主要有以下三条渠道：

### 做空中国经济

做空中国经济，主要体现为伴随着人民币汇率的快速升值，中国外贸出口受到压制；与此同时，如果国内消费无法弥补这一点，中国经济发展速度就会出现下降。

众所周知，美元作为全球本位币，是美国独家发行的，这就注定了美元的战略地位构成美国的核心利益。美国要想保持在全球的超级大国地位，就必须维护美元的金融霸权地位。

所以能看到，当中国出口货物时，美国则在通过大量印制美元而出口美元。只要美元依然是全球结算货币，美国就能轻而易举地通过美元来调控全球经济。不用说，美国进行这种调控最主要的依据是美国的利益；与此相应地，在这其中我国经济的受损程度最大，因为我国在全球拥有的外汇储备<sup>①</sup>最多、持有的美国国债比重最大。

---

<sup>①</sup> 外汇储备是指一国政府所持有的以外汇计价的资产，主要包括外国货币、外币支付凭证、外币有价证券（如政府债券、公司债券、股票等）、特别提款权和其他外汇资产。外汇储备和黄金储备一起，构成一个国家的国际储备资产。