

美国麦格劳-希尔股票经典系列

# 一本书读懂

# 卖空交易

[美] 汤姆·托利 著  
顾小存 译

All About  
Short  
Selling



Mc  
Graw  
Hill

Education

本书包括你卖空必须知晓的一切——  
如何管理由卖空带来的风险  
做空交易所交易型基金、期权和期货的技术  
评价卖空资产投资组合的战略

 经济科学出版社

# 一本书读懂卖空交易

[美] 汤姆·托利 著  
顾小存 译

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

一本书读懂卖空交易/[美] 汤姆·托利著; 顾小存  
译. —北京: 经济科学出版社, 2011. 12  
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1279 - 5

I. ①一… II. ①托…②顾… 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 (2011) 第 236326 号

责任编辑: 周胜婷

责任校对: 刘欣欣

技术编辑: 王世伟

## 一本书读懂卖空交易

[美] 汤姆·托利 著

顾小存 译

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京东海印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 14.5 印张 240000 字

2012 年 5 月第 1 版 2012 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1279 - 5 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 目 录

|      |                                           |     |
|------|-------------------------------------------|-----|
| 第一章  | 什么是卖空以及卖空如何有助于您投资 .....                   | 1   |
| 第二章  | 卖空的特征 .....                               | 11  |
| 第三章  | 卖空的风险与成本 .....                            | 25  |
| 第四章  | 基础分析 .....                                | 37  |
| 第五章  | 卖空者的基本会计分析 .....                          | 53  |
| 第六章  | 解析资产负债表 .....                             | 69  |
| 第七章  | 损益表 .....                                 | 89  |
| 第八章  | 现金流量表 .....                               | 103 |
| 第九章  | 技术分析 .....                                | 113 |
| 第十章  | 预测熊市 .....                                | 129 |
| 第十一章 | 交易战略 .....                                | 141 |
| 第十二章 | 期权的做空交易 .....                             | 155 |
| 第十三章 | 做空大宗商品 .....                              | 167 |
| 第十四章 | 用共同基金、对冲基金、交易所交易型基金和<br>逆交易所交易型基金做空 ..... | 181 |
| 第十五章 | 特殊卖空情况 .....                              | 195 |
| 第十六章 | 风险管理 .....                                | 205 |
| 术语   | .....                                     | 215 |

# **第一章 什么是卖空以及 卖空如何有助于 您投资**



### 关键概念

- 为什么要卖空
- 什么是卖空
- 如何卖空
- 卖空的历史

理财人士的主要信条之一是着重进行长期投资。他们认为，随着时间的变迁，动荡的市场形势会稳定下来，股票的价值会稳步增加。这种买入并长期持有战略可以带来平均 7% ~ 8% 的回报率——而这种回报是包括分红的。历史经验似乎是如此告诉我们的。

但事实真的是这样吗？股市可能在 10 年甚至 20 年间停滞不前吗？是的，有这种可能。但是请别忘了，2000 ~ 2010 年间的 10 年常常被称为“下跌的十年”，期间标准普尔 500 指数平均每年下跌 0.5%（当然，扣除通货膨胀因素后跌幅更加惨重）。就算是 20 世纪 30 年代美国经济大萧条期间都没有出现这种情况。

的确，数据可能有误导性，因为 2000 年是牛市的巅峰。如果从 2002 年开始比较，数据会更有说明性。不过，为业内人士所认同的是，2000 ~ 2010 年的 10 年极不稳定。总体来说，这 10 年间股市有过两次主要下跌，即 2000 ~ 2002 年和 2007 ~ 2008 年。这 10 年也见证了各种负面事件，如房地产泡沫破裂、美国安然公司和世界电信公司的会计丑闻、“9.11”恐怖袭击、伊拉克和阿富汗战争，以及两次经济衰退。

但可能有两个“下跌十年”吗？回顾美国历史，这并非没有前例。比如，1929 年的经济崩溃导致了旷日持久的熊市。直到 1954 年，道 - 琼斯工业指数才恢复。另一个例子是 1964 ~ 1982 年间的另一次熊市，这次熊市严重挫伤了市场。日本也有过这种糟糕的事例。自从 1989 年开始日经指数下滑，股市的市值现在依然比巅峰时期缩水了 75%。

不幸的是，美国经济目前面临着重大阻碍，使股市很难有重大收益。想想太平洋投资管理公司的顶尖理财专家托尼·克雷申奇、穆罕默德·阿勒艾瑞恩和比尔·格罗斯的观点吧。他们认为，美国经济在今后较长一段时期内会增长缓慢。原因之一是，2008 ~ 2009 年间失去的工作岗位大多不会再恢复。汽车、房地产、建筑、零售等工业领域和金融业经历了重大结构调整。美国企业也学会了利用提高生产力的技术来减少雇员，以及将业务外包给中



国、印度等经济体。

另外，财富总量也在大幅度减少。自从美国资本总净值达到 66 万亿美元的峰值以来，到目前为止已经缩水了大约 10 万亿美元。这可能会拖累消费，特别是正值婴儿潮时期出生的人口老龄化并开始退休之时。这些婴儿潮出生的人们不想破产，故会着重选择比较保守的投资。经济增长的另一个阻力是监管的加强。诚然，金融体系几近崩溃意味着联邦政府必然会加大干涉力度。但这会给企业运营加大难度。虽然美国金融机构受到的监管会加强，但其信用扩展会受限。事实上，消费者仍然会承担沉重的债务负担。而且，经济增长预期越低，对信用的需要也越低。

经济救助的花费会导致更高的税收。因为经济发展一旦到了特定的阶段，联邦政府势必要采取行动，降低不断膨胀的财政赤字。由于婴儿潮时期出生的人进入退休高峰——这意味着更高的医疗和社会保障津贴——寻求减少开支的方法将更加艰难。

面对潜在的挑战——以及全球经济的复杂性——投资者将来可能会面临更多的风险和不稳定性。这并不是说投资者应避免操作股票或将钱投于安全性极高的证券，如美国国债。事实上，这意味着很重要的一点是将眼光放长远，不能仅仅停留在购买证券上——考虑如何在投资价值降低的情况下获取收益。当然了，其中一种有效的方法就是利用卖空投资技巧。

## 坏股票多，好股票少？

虽然每个投资者都可能有鸿运当头之时，但这种情况通常不能持久。只有少数投资者能够 10 年来一直成为股市的佼佼者，如沃伦·巴菲特和彼得·林奇。即使是这些创造了奇迹的人——比如比尔·米勒——也常常遇到收益下滑的时期。

要得到高于市场回报的收益，关键是找到几只明星股票。选择诸如早期的星巴克或微软之类的股票可以帮助投资者优化投资组合抵消亏损。林奇给这些投资取了一个著名的名字——“十倍股”（因为它们的价值增长 10 倍，甚至更多）。

有望管理巴菲特价值 1000 亿美元的投资组合的李路就是一个榜样。自 1998 年开始，他的对冲基金年均复合回报率达 26.4%，相比之下，标准普尔的回报率是 2.25%。不过，其成功很大一部分源于对中国一家迅速壮大





的电池公司比亚迪公司的投资。<sup>①</sup> 无须说，发掘这种“本垒打”公司何其难也！事实上，李路一生也只找到这一个。其实，更大的可能是——甚至对顶尖投资者来说也一样——通常选择的股票会下跌。换句话说，卖空者收益的机会更多。

以下是黑星基金公司的一项研究结果。该投资公司研究了 1983 ~ 2006 年间全美股票的走势。由于该研究进行期间股市是大牛市，按理来说回报应该还是比较丰厚的，但是结果恰好相反。大约 39% 的股票没有盈利，18.5% 的股票下跌至少达 75%，只有 1/4 的股票的价值不低于市值。<sup>②</sup>

## 为什么要卖空

直到最近，卖空一直是一个很少提及的话题。通常只有在股市大跌的时候，卖空才会在头条新闻中出现。股市出问题时，卖空者很容易成为被指责的对象，这也不足为奇。正因为如此，人们对卖空有许多误解。许多投资类书籍很少提到卖空，即使提到，所占的篇幅也很小。然而，2007 ~ 2008 年间的金融恐慌后，卖空越来越受到投资者的关注。它已经成为美国全国广播公司《财经频道》(CNBC) 和《华尔街日报》、《巴伦周刊》(Barron's) 等顶级出版物的每日话题。事实上，《美国全国广播公司财经频道》的知名记者荷伯·格林伯格经常进行卖空交易。

所以，即使你不进行卖空交易，了解这个话题也是很重要的。你或许没有意识到，你的一些投资可能事实上属于卖空交易。或者，你可以利用卖空的分析技巧，避开经不起大跌的股票。但是，如果你进行卖空交易——或者有意愿进行卖空交易——当然会得到重大益处。或许，卖空交易最大的益处是降低投资组合的整体风险。如果你投资组合中有 80% ~ 90% 是多头，那么卖空投资可以抵消股市大跌造成的部分损失。2007 ~ 2008 年间的金融恐慌期间，这种方法肯定对许多投资者大有裨益。另外，请记住，一些世界顶级投资者，比如对冲基金的经理们，通常采用卖空交易来平衡投资组合里的弱项。亿万富翁乔治·索罗斯和朱利安·罗伯特森就是典范。

卖空交易还可以带来快速回报。通常情况下，股票总是跌幅比涨幅大，

① <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703977004575393180048272028.html?dbk>.

② <http://www.blackstarfunds.com/files/TheCapitalismDistribution.pdf>.



速度也更快。原因之一是一旦有不利消息传出时，投资者便会恐慌，并抛售大量股票。而在这种情况下，很难找到买家。

事实上，卖空交易证券已变得越来越容易了。华尔街已经引进了一些创新形式，如交易所交易型基金（ETF）。这样，投资者在股指降低的时候也能获得收益。另外，卖空交易还能应用到房地产、商品领域中。虽然卖空有这些好处，投资者还是不太愿意进行卖空交易。人们普遍认为卖空交易风险大，而且不太清楚交易过程。有趣的是，有些投资者觉得卖空交易股票是非美国式的做法。还有些人认为卖空交易者 是 2008 年金融震荡的罪魁祸首。不管怎样，事实是，卖空交易在任何现代市场上都很常见，而试图使之非法化的行动通常都失败了。

## 什么是卖空？

卖空在世界股票市场普遍存在。若想了解这种活动，可以参看 2010 年 6 月中旬纽约证券交易所的股份卖空活动。卖空股票总量达 180 亿股，占流通股的 4.75%。然而，虽然卖空交易占股市的很大一部分，事实上许多投资者对交易过程仍不太清楚。也许主要原因是它听起来与直觉相悖。怎么可能在股价下跌时获取收益呢？事实上，这是可能的，因为卖空交易反转了购买股票的过程。也就是说，你先卖出股票，之后再买入<sup>①</sup>——最好是以更低的价格买入。这样，你就能在交易中获益。

我们再详细解释这个问题。首先，投资者必须找到可以借的股票。这被称做“定位”或“借入”。几乎所有经纪公司都有专门从事这种证券的部门。请记住，借入股票如果不是不可能的话，也是十分困难的。比如，一只股票已经严重卖空，经纪公司不愿涉入交易。或者，一只股票交易尚少，因此可以卖空的股票也很少。这样，投资者就可以选择其他途径。途径之一是购买“看跌期权”。这种证券可在标的证券下跌时升值。另外，投资者可以就某一指数或甚至是股票签订期货合同。

这些方法都可以在杠杆作用的影响下快速产生利润，投资者只需将合同的总体价值提高 5% ~ 50%。但是，如果交易不成功，损失当然也是惨重的。

---

<sup>①</sup> 译者注：这里原文还是“卖出”（sell），显然是错的。



假设你可以借到 XYZ 公司的股票，你觉得这只股票在几个月后会下跌。你必须首先建立保证金账户，在账户里存有足够的资产。这通常需要 5000 美元或更多。然后，你以每股 40 美元的价格借入 100 股 XYZ 公司的股票。然后，你卖出股票，得到 4000 美元收益。这个过程通常可以在几分钟甚至几秒钟完成。本次交易产生的收益会以证券形式存入账户中。假如几个月后，XYZ 公司的股票跌到 30 美元，你可以通过“补回”空头获取收益。也就是说，你以 30 美元的单价购买 100 股，还给你的经纪公司。这样，你可以获取 1000 美元利润（4000 美元减去 3000 美元）。

## 卖空的争议性历史

卖空交易并不是新兴事物。16 世纪晚期，当证券交易所在欧洲出现时，卖空交易就开始了。当时最繁荣的股市在阿姆斯特丹，那里的股票市场在当时历经了大规模的牛市。在那个令人心醉的时期，东印度公司是一家顶尖公司。即使是在当时大牛市的情况下，也有像艾萨克·乐迈赫这样的投机分子。他是一个精明的商人，很清楚公司的价值，也知道如何预测危机。

根据调查，乐迈赫认为东印度公司将会经历一次大跌。所以，他大量地卖空股票，四处散播该公司的负面谣言。1610 年，东印度公司的股票惨跌，证明他是正确的。这个事件影响深远，导致牛市结束。投资者在寻求原因时，将矛头指向了乐迈赫和其他卖空者。结果，荷兰政府禁止了卖空交易。但这项禁令毫无用处，因为投资者发明了极具创造性的规避规则。

卖空的争议和禁令并没有就此结束。美国股市也经历过几次争斗。第一次禁令颁布于 1812 年，当时美国正苦陷于国内南北战争。但之后投资者还是发现了禁令的漏洞。另一个有利于卖空的条件是，纽约证券交易所当时还不太活跃，股市只有几十个公司交易。因此，19 世纪 50 年代末，美国政府终止了卖空禁令。

内战结束后，美国股市随着国家工业化进入了繁盛阶段。铁路以及其他工业公司从华尔街筹集了大量资金。当时，新的发明层出不穷，如电报和股票交易显示带。于是美国逐渐成长为一个经济超级大国。同时，股市交易也变得越来越复杂。由于监管不力，许多企业家——被称为“强盗贵族”——聚敛了大笔财富。而且，股市操控、虚假谣言甚至行贿也是他们惯用的手段。当时的环境的确称得上是弱肉强食。



## 一本书读懂卖空交易

丹尼尔·德鲁就是其中之一。他虽然是个文盲，但对囤积财富有着天生的敏感。他最终与杰·古尔德和吉姆·费斯克联手，在股市上投机——购买股票，进行卖空交易。他们唯一的目标就是尽量多地赚钱。

企业主管也参与了这种有争议的股票交易活动，当然，这不足为奇。美国钢铁和电报公司的总裁约翰·盖茨就是一个例子。他意识到公司发展开始变缓，作出了减产和裁员的决定。同时，他卖空本公司的股票，大赚了一笔。

即使是在几次主要的市场崩盘和萧条中，美国政府也没有采取任何措施限制卖空。原因之一是对自由市场的信仰。投资者不该赚钱吗——即使是在市场下滑之时？但随着1929年股市大崩盘和大萧条时期的经济低迷，这种态度也改变了。到1933年，道-琼斯工业指数暴跌了令人震惊的89%。

就在这些经济举步维艰的时期，一些人还是通过卖空赚了一笔。杰西·利弗莫尔就是其中之一。他对股票走势有着过目不忘的本领。因此，他能够看清股市走向，这最终成为“技术分析”的基础。1929年，利弗莫尔进行了他最大的交易。他通过卖空在股市赚了1亿美元。不过，这是个得不偿失的胜利。美国公众认为他是导致股市崩盘和经济出现严重问题的罪魁祸首。结果，利弗莫尔雇了保镖，最终在1940年自杀。

除了利弗莫尔外，还有一个华尔街交易者在1929年股市崩盘中大赚了一笔：伯纳德·巴鲁克。他甚至还就此写了一本书，叫《卖空交易和证券操控》。他试图在书里证明卖空无害。比如，他论证了这个概念在许多领域内都普遍存在。想想看，不是有许多农民还没种植就先卖掉作物吗？不是也有建筑者在房屋建好前卖期房吗？

巴鲁克虽然为卖空作了以上辩护，却没有在这个问题上取得太多成功。他尽量让自己的交易活动保持低调，这绝对是明智之举。他之后成为哈定、柯立芝、胡佛三位总统的顾问。这次股市崩盘之后，国会和罗斯福总统制定了大量的联邦证券监管措施，成立了证券交易委员会（CSEC）。更重要的是，联邦政府设立了针对卖空交易的众多监管措施，如“报升规则”（即股票下跌时进行卖空是非法的）和保证金账户要求，以降低风险和不确定性。但这些改革对阻止卖空无济于事。

事实上，到20世纪50年代对冲基金出现时，卖空的行为在华尔街已经是比较普遍的了。对冲基金经理在多变的市场熟练地进行卖空交易。有趣的是，他们会把目标定在可口可乐、通用电气公司、麦当劳等品牌公司。



20 世纪 80 年代，卖空又有了一个重要发展：卖空基金。这是由马特·费西巴赫、科特·费西巴赫和乔·费西巴赫三兄弟发明的。他们所做的就是寻找卖空机会——他们当然对此很熟练。同时，他们也进行大量的调查研究。

费西巴赫兄弟有时会发现诈骗阴谋。这其中就包括从事地毯清洁的百斯特公司，由于该公司很快破产，因此为费西巴赫兄弟带来了相当大的利润。这些成功使费西巴赫兄弟筹集了一笔 10 亿美元的基金。但随着 20 世纪 90 年代牛市恢复，回报逐渐缩小，该基金最终开始转向多头。

另一个著名的卖空基金出现于 20 世纪 80 年代，是由吉姆·查诺斯创建的尼克斯联合基金公司。他被认为是那一代最著名的卖空投资人。值得一提的是，他从卖空安然公司和波士顿市场连锁公司中赚了一大笔。

## 卖空的益处

虽然卖空饱受诟病，但事实上这种交易方式也有许多益处。不管怎样，它对现代市场的运行有至关重要的作用。2008 年年末，美国政府禁止卖空，事实上只是局限于大约 800 只金融股票。同时，禁令还规定了许多例外，比如为买家和卖家报价的做市商。正如伯纳德·巴鲁克曾经说的：“要想利用自由市场的优势，市场上必须既有买家又有卖家，既有牛市也有熊市。没有熊市的股市就像没有自由媒体的国家。那样，将没有人批评和限制，从而会导致灾难性的虚假乐观主义。”

另外，卖空还有利于降低资产泡沫。事实上，如果房地产业的卖空容易一些，房地产泡沫的影响可能不会这么严重。不过，约翰·鲍尔森等投资高手能够利用高级金融工具——衍生品——卖空房地产次贷市场。他靠此赚取了数十亿美元。有趣的是，大卫·埃因霍温和威廉姆·艾克曼等卖空投资人却发现部分公司有欺诈投资者的行为，如波士顿快餐连锁店、疯狂艾迪电子公司、阳光电子公司和安然公司。

卖空还可以使投资组合的“套期交易”成为可能，以使在股市下跌时保护收益。而且，这也是发挥高级投资战略的有效方式。“套利”是其中一种方法。同一种或类似证券存在价差时，这种方法可以创造利润。这种交易通常很迅速，因此需要高级的计算机系统来支持。



## 裸卖空

虽然卖空有许多益处，但这并不意味着它是完美的。就像其他任何大市场一样，进行有争议性甚至非法活动的投资者总是存在着。投资者没有借入标的股票便进行卖空交易时，就成为“裸卖空”（也被称做“交付失败”交易）。投资者这样做可能是因为难以找到可借的股票，或者卖空股票价格昂贵。不过，在美国股票交易——以及许多其他国家股票交易中——裸卖空是违法的。这也是美国证券交易委员会 SHO 监管条例规定的。为什么要这样呢？原因是该委员会认为裸卖空可能导致无限空头，最终导致股价暴跌。事实上，2007 ~ 2008 年的金融恐慌中，裸卖空曾经备受苛责。

尽管如此，争议仍然存在。许多公司和交易者认为裸卖空很普遍，但法律却很少制裁这种行为。事实上，交付失败的交易突然上升可能表明某只股票的裸卖空很严重。例如，美国证券交易委员会 SHO 提供了一份“门槛证券表”，列着超过 0.5% 的流通股票在 5 个交易日内连续交付失败的股票。颇具讽刺意味的是，卖空者把这个表当做卖空公司的操作指南。

争议很可能会像以前一样继续存在。但卖空交易作为一个有效的投资工具依然是不可否认的事实。从本章中可以看出，它不仅利于赚取巨大收益，而且还可以对投资组合进行保值。我们会在下一章阐述卖空交易中的重要概念，如保证金账户和税收问题。

## 第二章 卖空的特征





### 关键概念

- 现金和保证金账户
- 资本收益和损失
- 无价值的证券
- 卖空交易扣除
- 保管箱抵押

由于卖空是个专业领域，最好花时间选择一个经纪公司。你可以从谷歌里搜索，选择一个名字中带有“卖空”（short selling）的公司。这是一个很好的开始。你缩小公司选择范围时，可以参照经纪公司调查结果，如《巴伦周刊》或《美国财经杂志》。另外，还可以在美国金融业监管局的经纪记录中核查某公司的监管历史。（[www.finra.org/Brokercheck](http://www.finra.org/Brokercheck) 或者致电 800 - 289 - 9999）

进行卖空首先需要建立一个现金账户和一个保证金账户。尽管建立账户的过程涉及很多细节，但并不复杂。很重要的一点是不要鲁莽行事。当然了，如果你有任何问题，可以询问经纪公司。注意，你咨询的时候一定要选择对卖空交易比较熟悉的保证金专家。最后是税收问题。在卖空交易中，税收问题是关系到最终投资回报率（ROI）的重要因素。有许多规则可以限制交易中的税收优惠和潜在扣除。

## 现金账户

现金账户是最基本的经纪账户，也是你卖空前必须建立的第一个账户。建立账户的过程很简单，表格只有几页。你要在表格中填写社会保障号、工作经历、投资经历和目标、年收入和净值。这些问题看起来有些涉及私人问题，但经纪公司别无选择。它们必须遵守许多规则，其中最重要的一条就是“了解客户”。

当然了，经纪公司需要告知国家税务局和当地的税收部门。甚至还有要求规定防范潜在的恐怖主义威胁，例如《美国爱国者法案》。基于以上原因，你必须填写真实信息。这一点非常重要，尤其是在你和经纪公司产生纠纷时。同所有的经纪账户一样，现金账户也需要仲裁。第三方会在听证会上