
2015 年 A 股大股灾纪实与反思

——20 个 惨烈故事

——20 篇 至深感悟

——20 篇 反思建议



以此纪念 2015 年这场铭记终生的股灾！

水晶球财经出品

前言

2015年6-7月，爆发了中国股市历史上前所未有的惨烈股灾。

仅仅三周时间，超过90%的股票跌幅高达50——70%。持续性的千股跌停及千股停牌，成为千古奇观。而国家采取了投入超过1万亿的资金做多、限制卖出、动用公安机关查处恶意做空等举措“暴力”救市，与空方上演了一场惊心动魄的多空大决战。

而最终的结果是，虽然流动性恢复了，但股市20万亿财富灰飞烟灭，近3万个500万以上账户消失，60万中产阶级被消灭。

这不仅仅是一场股灾，更是对中产阶级的“血腥杀戮”！

在这场罕见的股灾中，发生了哪些惨烈故事？投资人得到了哪些惨痛教训？究竟是什么原因导致了这场史无前例的股灾？中国股市又该如何避免股灾并走向成熟？

前事不忘，后事之师。作为中国最有价值的财经证券社交平台-----水晶球财经网特地汇编了《2015年A股大股灾纪实与反思》电子书，其中包括20个亲身经历的惨烈故事，20篇至深感悟，20篇反思与重建。相信这是迄今为止对这次股灾最完整、最全面、最深刻的记录与反思，值得研究和收藏。

以此纪念2015年这场铭记终生的股灾！

本电子书属水晶球财经独创，版权所有！

水晶球财经

水晶球财经网一牛人都在这里，精华都在这里！

水晶球财经网是一个专注于财经证券的大型交流社区，由数名全国性财经媒体资深人士共同发起。目前，已有大批著名证券专家、券商分析师、私募名人、民间高手入驻水晶球财经网。先行入驻的牛人有：**李志林、花荣、童牧野、洪榕、桂浩明、赵笑云、李大霄、陈实、徐彪、徐一钉、沙黥农、仇彦英、宋清辉、王国强、吴国平、真庸、冉兰、邓学文、李坚、苏渝、陈志平、冯远春、老怪中国、赖茂播、展锋、皮海州、郭施亮、小黎飞刀、揭幕者、胡兰贵、马仁辉、蜀人三只眼、吕健中、西点老 A、顶点财经、财富密钥等。**

水晶球----西方用来占卜的工具，独具预测未来的魔法。水晶球象征有求必应、时来运转。我们相信，神秘、灵性的水晶球，一定能带给您吉祥和圆满！

欢迎到水晶球财经网（[sjqcj.com](http://www.sjqcj.com)）注册、发帖、交流。

水晶球财经网联系方式：sjqcjw@163.com QQ: 1912736167

欢迎订阅水晶球财经网微信公众号：[sjqcjw](https://www.sjqcjw.com)



目录

| | |
|--|--------|
| 第一部分 惨烈故事 | - 6 - |
| 1.1 股民故事..... | - 6 - |
| 故事 1: 一个普通投资者的股灾实盘全记录 | - 6 - |
| 故事 2: 850 万融资强平, 一个中产几十年财富的覆灭 | - 10 - |
| 故事 3: 一个配资散户的在本次大跌中的回忆录 | - 20 - |
| 故事 4: 游走在平仓边缘三次---我的经历与反思 | - 22 - |
| 故事 5: 一个小散的 A 股奇遇记 | - 24 - |
| 故事 6: 跳楼者“王自梅”的故事 | - 26 - |
| 故事 7: 一个股民的“痴狂”生活——55 万亏得精光 心力交瘁 | - 31 - |
| 故事 8: 恶意沽空机构魅影——一位前十大流通股股东被强平的背后 | - 33 - |
| 1.2 基金经理..... | - 37 - |
| 故事 9: 私募基金交易员的一天: 游走虚拟中国和真实世界的两极 | - 37 - |
| 故事 10: 基金经理自述最艰难三日, 动性警报解除前的煎熬 | - 40 - |
| 故事 11: 一位在 6 月初逃顶的私募基金经理“股灾记” | - 42 - |
| 故事 12: 一知名基金经理的投资笔记——这样抄底血本无归 | - 44 - |
| 故事 13: 私募回忆“最绝望一天”——电话被打爆 回头看是罕见良机 | - 46 - |
| 1.3 国家队..... | - 48 - |
| 故事 14: 国家队队员亲述——本轮股灾救市中最可怕的一天 | - 48 - |
| 1.4 上市公司..... | - 50 - |
| 故事 15: 一名新董秘的股灾停牌日记 | - 50 - |
| 故事 16: 找不到真实合理的停牌依据, 董秘哭晕在键盘上 | - 53 - |
| 故事 17: 中航工业董事长谈护 A 股——敌人是冲着五星红旗来的 | - 55 - |
| 故事 18: 中信证券王东明高呼“救市就是救自己” | - 60 - |
| 故事 19: 银河证券一把手——我们和国家队是这样救市的 | - 61 - |
| 故事 20: 从牛市到救市, 配资大佬亲历的“惊险”人生 | - 63 - |
| 第二部分 至深感悟 | - 69 - |

| | |
|---------------------------------------|---------|
| 刘强：对于这次 A 股股灾的几点反思！ | - 69 - |
| 狼啸天：本人股灾中的经验教训 | - 71 - |
| 股灾之后的五点感悟 | - 74 - |
| 一个技术派散户的反思：时刻盯盘，赔得更多 | - 75 - |
| 我是腾腾爸：股灾反省，我错在哪? | - 77 - |
| 股灾反思：字字千金的顶级高手交易之道 | - 81 - |
| 我为什么把止损看的比天还重要 | - 83 - |
| 应健中：仓位管理比啥都重要 | - 85 - |
| 股灾后，不再做股市韭菜需要做的 8 件事 | - 86 - |
| 一个专业投资人逃顶后的总结：股市为什么在 5178 点会拐弯? | - 89 - |
| 2015 股灾的来龙去脉及最后收场 | - 91 - |
| 2015 股灾源自杭州 | - 97 - |
| 股灾后反思九宗罪：收益从 110%降到 0 | - 100 - |
| 资深投资人马仁辉：股灾能总结学习或记住些什么? | - 102 - |
| 投资思考：“压力测试”之后的反思与感悟 | - 104 - |
| 从百年不遇的股市大跌中幸存，我学会了五件事 | - 105 - |
| 救市之后的反思，是不是股民都要看看 | - 107 - |
| 一个股灾“幸运儿”的生存之道 | - 109 - |
| 立春：认清牛市的逻辑——没有创新牛，必无改革牛 | - 113 - |
| 张东伟：股灾暴跌是投资人必须的经历 | - 115 - |

第三部分 反思重建

| | |
|--------------------------------|---------|
| 任泽平：本轮股灾根本原因是有毒资产加杠杆 | - 117 - |
| 李迅雷：该如何拯救全球涨幅第一的 A 股? | - 120 - |
| 董登新：检讨是灾后重建的关键 加速改革是救市根本 | - 122 - |
| 邓海清：A 股反思——不弃病根，动荡仍难免 | - 125 - |
| 冷国邦：私募大佬的股灾反思笔记 | - 128 - |
| 立春：A 股的成人礼---不尊重市场者戒! | - 129 - |
| 易宪容：政府全面救市的影响及后果 | - 135 - |
| 吴裕彬：股灾的真相绝非你想象 | - 137 - |
| 暴跌启示录：杠杆“双刃剑”下慢牛或真正实现 | - 139 - |
| 高善文：建议废除涨跌停板 | - 142 - |
| 刘胜军：股灾大反思：过去、现在与未来 | - 144 - |
| 徐高：不要辜负这次“股灾”所交的学费 | - 148 - |
| 任泽平：历次股灾原因、救市、效果和启示 | - 150 - |
| 曹远征：本轮股市波动的四个教训 | - 158 - |
| 李稻葵：政府应该在什么点位上出手护盘? | - 159 - |
| 陆挺：重拳应对危机 | - 160 - |
| 刘利刚：中国股灾的警示 | - 165 - |
| 陈龙：股灾最深层的原因是价值回归 | - 166 - |
| 韩志国：股市崩盘的深层原因 | - 170 - |
| 沈建光：背水一战的中国股市保卫战 | - 171 - |

附录： - 175 -

附录 1: 2015 年 6--7 月股灾大事记 - 175 -
附录 2: 美国金融史十大股灾 - 176 -
附录 3: 全球金融史十大股灾 - 180 -
附录 4: 1987 年美国股灾中投资大鳄的故事 - 182 -
附录 5: 巴菲特、索罗斯、彼得林奇等投资大师如何应对暴跌 - 186 -
附录 6: 投资圣经：投资大师的投资哲学 - 188 -



第一部分 惨烈故事

1.1 股民故事

故事 1：一个普通投资者的股灾实盘全记录

作者：文章来源于网络。

阿基米德说：“如果给我一个够长的杠杆和一个合适的支点，我就可以撬起地球。”在投资上，这根杠杆就是时间。

引子

我是中国股市中普通的不能再普通的一个投资者，从 2006 年进入股市，已经有将近 10 年的时间。

总体方向上，我是一个坚定看多中国的投资人。虽然心里长存各种意见和不满，但如果从每 10 年这么大跨度的时间范围来看，我仍然认为能够清晰看到中国的成长，以及在世界范围内重要性的增加。

我总是相信，如果你长期看多一个国家，那么最好的资产配置方式，就是买入这个国家的股票——也正是因为如此，我，一个普通的不能再普通的投资者，却在 2015 年 6-7 月，见证了历史。

股市全记录

6 月 12 日

上证指数当天日内触及 5178.19 点，为本轮最高点。

6 月 13 日

上证指数下跌 2%、中小板大幅下跌 2.45%、创业板更是暴跌 5.22%，本轮股灾正式宣告开始——但当时，恐怕没有人能够想到如此之大的跌幅，比起后来动辄 7%、8% 的暴跌，不过是小巫见大巫罢了。

6 月 16 日

继续暴跌，上证指数下跌 3.47%、中小板暴跌 4.03%、创业板下跌 2.85%。

6 月 17 日

大盘走出罕见的“深 V”走势，上午上证指数一度继续下挫超过 2%，到午盘后一路拉升，最终收涨 2%，盘中振幅高达 4.43%；中小板指数振幅更是高达近 5%，最终收涨 1.38%——第一批抄底资金进场了。

在 6 月 17 日这天，除了几只中签的新股以外，我清仓了自己当时持有的中青旅、乐普医疗和天齐锂业——现在看来，这可能是我入市 10 年以来，做过最明智的决定。

清仓的理由，并不是我有多么高明的市场判断，也不是有多么敏锐的市场嗅觉，而是当天如此大波动的“深 V”走势，让我切身的感觉到，在这样一个市场中赚钱，实在是太难了。

我觉得投资如同开车，真正好的司机，在大多数时间里应该把车都开的四平八稳，而不

是总在做惊险动作;不断上演惊险时刻,把车开的像极品飞车一样,怕离出事故也就不远了。

6月18日

市场大幅下挫,上证指数下跌3.67%、中小板大幅下跌4.28%、创业板更是暴跌6.33%——17日杀进去的抄底资金,大部分被套。

当天,我开始了我的外出旅行。

6月19日

持续暴跌,上证指数暴跌6.42%、中小板暴跌5.73%、创业板更是暴跌5.41%。

6月23日、24日

市场进入了两个交易日的短暂平稳阶段。

6月25日

最惨烈的暴跌正式宣告开始:当天上证指数下跌3.46%、中小板大幅下跌4.01%、创业板暴跌5.23%。

6月26日

上证指数当天暴跌7.40%、中小板暴跌8.41%、创业板暴跌8.91%,世所罕见。

因为我这期间一直在外旅行,网络很不方便,每次都是到酒店才能连上WIFI,看到连续5%以上的暴跌让我都不敢相信自己的眼睛;而26日这天大盘暴跌7%、8%以上,让我完全不明所以。

当天,重新买入中青旅,成交价22.28元(对应161亿市值);中青旅从最高价30.70元(对应222亿市值)跌下来,已经下跌了近30%,而我对中青旅的买入估值一直在100-150亿之间。

中青旅是我长期关注的公司,主要是因为自己喜欢旅行,而去的地方多了,对各种景点的敏感度自然就高一些——不夸张地说,中青旅旗下陈向宏团队管理的乌镇西栅,毫无疑问是中国景区管理的翘楚(没有之一);而西栅景区在每年300多万人次旅客的高基础上,还能保持30%左右的高速增长,也印证了这点。

2014年春,在去过试营业期间的古北水镇之后,我就开始买入中青旅,相比于乌镇四下激烈的竞争,北京周边的乏善可陈,让我特别看好古北水镇的长期前景。

当天,中青旅跌停收盘,报20.89元(如上所述,我当天买入价为22.28元);事实证明我对于盘中买到最低点这个事情,一点都不在行。

6月27日

周末,央行意外公布降准、降息,被解读为政府救市的重要举措。

6月29日

旅行结束回国。

周末降准、降息消息让市场无悬念高开,一批抄底资金进场,但不久便大幅下挫。

以上证指数为例,午后一度暴跌超过7.55%,随后开始上涨,最终收盘下跌3.34%,盘中振幅竟高达10%以上;中小板盘中下挫8.4%,收跌6.61%,振幅超过10%;创业板盘中下挫近9%,收跌7.91%,振幅近10%。

大盘指数当日振幅高达10%——恐怕可以算是一大奇观了,我们都成为亲历历史的人。

当日在中青旅大幅下跌后继续买入,买入价19.48元(对应141亿市值,已经进入150亿的价值范围);中青旅当日收盘19.38元,最低价18.79元。

29日当天,证监会称融资业务规模仍有增长空间,并发文称回调过快不利于股市的平稳发展;证金公司罕见的盘中答问,称强制平仓规模很小。

6月30日

在政府“救市”密集利好推动下,沪指当天上演惊天逆袭,上午暴跌5%,午后在权重股拉升下强势收涨5.53%,全天振幅再次高达10%以上。

中小板和创业板亦然，中小板收涨 6.23%，盘中振幅高达 12.92%；创业板收涨 6.28%，盘中振幅竟高达 14.49%。

29 日刚刚感叹的盘中振幅奇观，在第二天就被刷新了。

早盘大跌时，中青旅随大盘下跌，在我本已接受的价值范围内继续下探，因此继续买入；当天买入价 18.38 元(对应 133 亿市值)，股价最低价 18.00 元，收报 21.02 元。

7 月 1 日

反弹几乎在一天内就宣告结束。上证指数大跌 5.23%，中小板下跌 3.82%，创业板下跌 3.47%。

7 月 2 日

继续大幅下挫。上证指数盘中跌破 3800 点，收跌 3.48%；中小板跌幅达到 4.94%，创业板收跌 3.99%。当日千股跌停。

盘中继续买入中青旅，买入价 19.15(对应市值 139 亿)。

7 月 3 日

周五，新股申购，市场进一步剧烈震荡。上证指数早盘一度下跌超过 7%，之后快速拉升收红，但盘面太弱，最终收跌 5.77%。

中小板早盘一度下跌超过 7%，午后翻红上涨近 3%，最后收跌 4.42%，盘中振幅再次超过 10%；创业板更是激烈，早盘一度下跌超过 7%，随后翻红上涨超过 5%，最终收跌 1.66%，盘中振幅高达 12.47%。

又是千股跌停。

这时，市场已经没有人愿意入场了，几百万的抛售就能把一个数百亿市值的创业板公司砸到跌停板上，真是世所罕见。

当天，买入嘉寓股份，买入价 8.59 元(对应市值 28 亿)。这是一家节能门窗细分领域的龙头企业，6 月 2 日停牌，24 日复牌时宣布推出员工持股计划，大股东提供保底借款；而公司二股东因为不幸去世，其配偶继承后公告称拟半年内清仓所持有 15% 的公司股份，造成股价大幅下跌。

7 月 4 日、5 日

周末，政府又开始组织救市了：包括第九次暂停 IPO(居然连已申购款项都一律退回)；中央汇金表示已买入 ETF；21 家证券公司联合出资 1200 亿；保险资金要求净买入等。

7 月 6 日

在无数密集利好的刺激下，几大指数均高开超过 7%，但盘面相当弱，根本维持不住，没多久就开始大幅下挫。

当天，主力全力拉升“两桶油”和银行股，而中小盘的上千只股票上演了从涨停到跌停的历史大戏——很多人把这一天，视为逃命的最后一天。

而我仍然在买入。当天买入华帝股份(买入价 13.92 元)、乐普医疗(买入价 36.73 元)、网宿科技(买入价 46.8 元)，继续买入嘉寓股份(两次买入价 7.78 元、7.18 元)。

上述公司中，除了嘉寓股份是最新留意以外，其余都是长期关注的公司。这些公司在自己的行业中都是龙头企业，每年保持了高速增长，而随着这一轮暴跌，原本高不可及的股价已经跌进了价值区间，例如华帝股份的市值竟然已在 50 亿以下。

7 月 7 日

在前一天大盘的弱势下，周一抢反弹的资金在周二开盘后大幅出逃，上千只股票以跌停板开板——大面积股票想尽各种方法申请停牌自救，试图躲过大跌。

国家队仍然全力拉升权重股，当天两桶油和银行全部涨停，而创业板当日创下了未停牌股票全部跌停的奇迹。

当日，继续买入中青旅、网宿科技。中青旅买入价 18.85 元(对应 136 亿市值)，网宿科

技两次买入价分别为 45.00 和 44.50——然而，当天中青旅以 18.31 跌停收盘，网宿科技以 44.10 跌停收盘，再次证明我在买入当天最低价这件事上，做的有多么差。

7月8日

虽然盘前已经有国家队将买入中小市值股票的消息，但连续的暴跌使得平仓盘从一开盘就不计成本的抛出。有更多的公司选择了停牌自救，而剩下的超过千只股票就都被封死在跌停板上。

彼得-林奇曾说，不计成本抛售的恐慌盘，造就了千载难逢的买入时机。因此在当日开盘后，下单以跌停板价格买入中青旅(16.57 元，对应 120 亿市值)和华帝股份(11.75 元，对应 42 亿市值)。

当日，很多中小盘股票实现了从跌停到涨停的大逆转，不光是传说中的国家队，许多公司的大股东自身也开始买入股票。

但非常令人遗憾的是，证监会当日竟下发公告，在 6 个月内不允许上市公司主要股东、董监高通过二级市场出售股票——至此，行政管制已经到了令人发指的地步。

7月9日

报复性上涨，集体涨停。

7月10日

中小盘股早盘就集体涨停。之后，因停牌股票太多，资金无处可去，所以午盘后资金只好重新拉升石油、银行等蓝筹股。

关于后市

坦率的讲，在预测市场这件事情上，我毫不擅长。

我所做的，不过是将部分资产配置在证券市场上，因为无论是历史经验还是投资大师们的建议，长期资产配置于股票仍是抵御通胀的最有效途径。

我学习并试图了解上市公司的一切，从业务、产品、成长性、股东、现金到老板八卦……我选择那些我熟悉并自认为有能力判断的公司，在我认为合理的价格买入，同时做好了长期持有以及在发生股灾时加大买入的准备。

除非基本面恶化或价格涨幅离谱，否则我不想卖出。

因此，我完全不知道后市究竟会如何，是不是暴跌之后，刚刚被强平的杠杆资金又会肆无忌惮的杀进来造成新一轮的暴涨;说实话，我不希望这样的情形发生，因为到时我可能又会选择卖出股票，而实际上我却更乐意长期持有它们。

而，如果股价继续暴跌的话，我会买入更多。

关于救市

我旗帜鲜明的反对一切救市行为，而不仅仅是因为这些行为愚蠢。

我们对证券市场的管制才造就了今天的非市场化局面。以 IPO 的发行管制为例，在正常市场下，公司选择在市场最好，认购最踊跃时 IPO 上市融资，而当市场低落无人认购，或难以取得理想发行价格时，公司自己便会考虑暂缓 IPO，根本无需哪个监管者自以为是的去叫停——而通过管制发行价格，让公司在 IPO 中获得远低于市场估值的融资额，并通过上市后连续拉涨停的方式“送钱”给打新的投机资本，这种所谓的“改革”根本就让人不明所以。

这一轮暴跌中，种种的救市行为已反映出监管者的无知与妄为，认为一切都在自己的掌控之中，并有权动用一些手段，比如肆意解释证券法、暂停 IPO 甚至退还已申购款项、限制正常的做空操作、限制股东处分财产权(甚至从其口袋中抢钱要求买入)、强制要求公司回购，甚至强制要求公司发布利好消息……我极为担心，股市如果恢复上涨，这种上涨将反过

来促使监管者更加强化其肆意妄为的“监管自信”。

我们总是在说要和国际接轨，但仅就资本市场而言，我所接触的外国投资者(其因战略投资国内企业而涉及 IPO 事宜，其中不乏一些知名的银行机构)，他们根本无法理解为什么 IPO 时要限制发行价格，无法理解在 IPO 时，为什么他们作为股东会被要求作出一堆诸如低于发行价不得减持的承诺——而这次，外国投资者在见识到我们的“救市”举措之后，更会像看待疯子一样看待我们。

从结果来看，这一轮“救市”显著放大和加剧了市场的剧烈波动。因为每一道“救市金牌”出来，就会有“投机资本”压赌政策杀进去抄底，这些赌注在见势不好之后会迅速撤离，从而使得每次反弹都变得微弱无力——本来“涨跌停板”的设置就会放大情绪和波动(而不是像监管者想象的那样，减小波动)，再加上这种“救市”，无异于火上浇油。

结语

在这段日子里，我们都不断感受着人性起伏，开盘时是在股市中，收盘后是在微信群里.....大家发出来各种声音，流传着各种消息，而手机传播的便利则将这种人性剧烈放大着——我们恐怕不仅是正在经历第一个属于杠杆的牛/熊市，也正在经历第一个属于移动互联网的牛/熊市。

作为一个投资者，我憎恶使用“炒股”这个词，但在 A 股这样一个证券非市场，我想，我恐怕是离不开它了.....

仅以此文，纪念 2015 初夏。

故事 2：850 万融资强平，一个中产几十年财富的覆灭

作者：文章来自于网络。



我使用正常的券商融资融券业务，1 配 1，850 万本金配有 850 万融资额度，实际使用了 740 万配资，原先一直是一个坚定的中长线价值投资者，一个股经常放 1 年 2 年甚至 3 年，从来不用融资业务，直到 2014 年 12 月券商推荐，最后抱着尝试的心态使用了融资业务，从使用融资业务到被平仓，没有换过持有的 4 个股票，4 个股票 3 个二线蓝筹 1 个中小板，符合价值投资的理念。

6 月 12 日，5166 点收盘，之后看到证监会对券商的内部通告，暂停场外配资新端口的接入，并且要求券商开始清理场外配资，当时没在意，因为自己经常持股 1 到 2 年，指数在 4000 点的时候新华社等官方权威媒体宣传为牛市新起点（需要特别指出的是，在这波股灾中大放光芒的上证 50 和中证 500 期指是在 2015 年 4 月 16 日上市的），也抱着对新一届政府的完全信任和支持，相信中国梦一定会实现，70 后的我和身边的一大批朋友都选择了坚守，而很多金融圈内比较顶尖的朋友都选择了离场待回调。

6 月 15 日周一开市，指数下跌 103 点，跌幅 2%，正常调整开始。

6 月 16 日周二，指数下跌 175 点，跌幅 3.47%，比较强烈的调整日。

6 月 17 日周三，指数反弹 80 点，涨幅 1.65%，正常反弹。

6 月 18 日周四，指数下跌 182 点，跌幅 3.67%，指数报收 4785 点，在可接受范围之内，因为前期上涨过快。

6 月 19 日周五，第一次暴跌，指数下跌 307 点，跌幅 6.42%，指数报收 4478 点，出乎

大部分人之意料，各大媒体舆论开始聚焦股市关注的巨幅波动。

6月22日端午节休市，真正的故事开始了。

6月23日周二，反弹98点，涨幅2.19%，很多前期出货的朋友开始进场。

6月24日周三，涨113点，涨幅2.48%，收在全天最高点4690点，一切都以市场的正常轨迹在走。

6月25日周四，跌162点，跌幅3.46%，大面积股票暴跌，意料之外又是意料之中，很多朋友短线离场。

6月26日周五，跌334点，跌幅7.4%，报收4192点，创业板暴跌9%，2000多只股票跌停，短期调整近1000点，身边的朋友（都是起码身家在千万以上，在各自领域属于中流砥柱型中坚力量，对国家富强抱着坚定信念的中产阶级，包括金融圈较顶层的人士，而且数量不少）都意识到有点不对，准备离场了，包括我自己。

6月27日28日周六：央行降息0.25个百分点，同时定向降准。

6月29日周一开市：在“双降”利好刺激下，沪深两市高开低走，权重股跳水，题材股掀跌停潮，沪指盘中连破4200点、4100点、4000点、3900点，报收4053点。午后一点半左右沪指探底回升跌幅收窄，全天盘中巨震10.07%，沪深两市逾1500股跌停。沪指自本轮新高5178.19点调整以来，10个交易日跌逾千点，跌幅达20%，基本达到牛熊边界线，救市呼声开始高涨。

当天消息：

1、证监会紧急发布：融资业务规模仍有增长空间（在这之前很多朋友根本不用融资业务，都是在券商的不断电话宣传业务宣传和舆论的不断引导下，才使用融资业务，而且我身边的朋友大部分用的是券商的融资业务，杠杆使用一般都在0.5%-1%之间）

2、中国证券金融公司罕见盘中答问：强制平仓规模很小。

3、养老金投资办法征求意见：投资股票比例不超30%。

4、证监会发文，回调过快不利于股市的平稳健康发展。

6月30日周二：在密集利好推动下，沪指当日上演惊天逆袭。早盘沪指小幅反弹后，再次暴跌，一度跌破3900点，临近收盘，权重股集体拉升，大盘随后强力反转，沪指最终飙涨5%站上4200点，创业板表现相对较强涨超6%，沪深两市近300个股涨停。当天几乎所有身边朋友和金融圈内朋友抄底进入。

当天消息：

1、基金业协会倡议：不要盲目踩踏。

2、证券业协会就场外配资情况答问：强制平仓影响小。

3、养老基金入市投资比例初步划定30%。

7月1日周三（的生日）：没有出现投资者期盼的连续升势，大盘杀了个“回马*”。上证指数收盘4053.70点，大跌5.23%；深证成指收盘13650.82点，大跌4.79%。1300只左右个股跌停，很多股票创出本轮调整以来的收盘新低。

当天消息：

1、中金所称QFII与RQFII做空A股传闻不实。

2、证监会进一步拓宽券商融资渠道。

3、两融允许展期，担保物违约可不强平。

4、沪深交易所调降交易结算费用三成。

7月2日周四：午后股指连续下挫失守3800点，随后在“石化双雄”等权重股拉升的带动下，沪指最终报3912.77点，跌幅3.48%，沪深两市1000余个股跌停。

当天消息：

1、证监会对涉嫌市场操纵行为进行专项核查。

2、李克强表示，培育公开透明长期稳定健康发展的资本市场。

7月3日周五：又是千股跌停，沪指盘中最低达3629.56点再创本轮调整新低，最低时跌逾7%，沪指最终大跌5.77%。问几个券商和金融圈的高层兄弟，打击配资盘，场外配资基本全部爆仓，伞形信托也有大部分爆仓，正常融资融券业务已经有爆仓强平发生，而且数量不小，快到平仓线的数量已经极具增加，周末会有重磅消息，不然将引发真正的系统性风险，所以结论是调整完成，国家必将强势出手。

当天消息：

- 1、四大蓝筹ETF四天遭净申购395亿元，汇金出手护盘已获确认。
- 2、证监会表示，将相应减少IPO发行家数和筹资金额。
- 3、证金公司将大幅增资扩股，维护资本市场稳定。
- 4、QFII额度将从800亿美元增加到1500亿美元。
- 5、严打造谣传谣行为 已集中部署三起案件。
- 6、中金所研究决定，按委托量差异化收取交易费用，严打蓄意做空。

7月4日5日周六（克强总理回国主持救市）

自6月15日以来，短短14个交易日，上证指数暴跌达28.64%，深证成指与创业板指更是同期暴跌达32.34%与33.19%。

券商老总（包括自己的几个兄弟）赴京共商救市策略，带上了券商融资融券平仓线、股票质押平仓线等机密数据。

- 1、21家证券公司出资不低于1200亿元 投资蓝筹股ETF。
- 2、IPO暂停。
- 3、央行将协助通过多种形式给予中国证券金融股份有限公司流动性支持。
- 4、险资每天要净买入，蓝筹股将持续看好。
- 5、25家公募基金联合倡议书

6、中金所以对交易股指期货合约特别是中证500股指期货合约的部分账户采取了限制开仓等监管措施，对恶意做空、利用股指期货进行跨期现市场操纵等违法行为，一经查实，将依法予以严惩。

7、上交所和深交所共28家即将上市的企业同时发布暂缓IPO，其中已经进行了投资者申购的10家企业，网上申购资金7月6日解冻，网下申购资金7月6日退回。

8、中央汇金公司公告称，已于近期在二级市场买入交易型开放式指数基金（ETF），并将继续相关市场操作。这是汇金公司成立以来第六次在二级市场进行增持。

兄弟们一致看法，国家动真格的了，中国梦是不可阻挡的，改革之路是坚定不移的。最精彩的结局开始了。

7月6日周一开市：

沪指开盘上涨7.82%报3975.21点，深成指开盘上涨7.30%报13140.14点，中小板指高开7.34%，创业板指高开7.31%。集合竞价阶段两市超过1500只个股涨停。都认为今天总算可以稳住了。收盘，上千只股票从开盘涨停到收盘跌停，指数上涨88.99点，报收3775.91点，涨幅2.41%，历史性的一天，朋友们都说不可思议，谁也不曾想到这是逃命的最后一天。

7月7日周二：

开盘千只以上股票跌停，收盘沪指报3727.12点，跌48.79点，跌幅1.29%，深成指报11375.60点，跌700.17点，跌幅5.80%，创业板报2352.01点，跌141.82点，跌幅5.69%（因为停牌加数过多，所以这个跌幅基本就是全部跌停）。两市共有84家个股上涨（石油银行基本全部涨停），1931家下跌，涨跌比为1:20。非ST类涨停个股27家，跌停个股超1700家。流动性丧失，晚上与好多个兄弟沟通，券商融资盘已经强平很多很多，已经失控，大股东股权质押类到达平仓线已经占比20%，金融体系即将奔溃。

7月8日周三：（收网日）

当天消息：

1、保监会放宽了保险资金投资蓝筹股票监管比例，比例上限由 5%调整为 10%；投资权益类资产达到 30%比例上限的，可进一步增持蓝筹股票。

2、中金所大幅提高中证 500 股指期货交易保证金。7 月 8 日起，中证 500 股指期货各合约的卖出持仓交易保证金，由目前合约价值的 10%提高到 20%（套期保值持仓除外）。7 月 9 日起，中证 500 股指期货各合约的卖出持仓交易保证金进一步提高到合约价值的 30%（套期保值持仓除外）。

3、证监会新闻发言人邓舸 8 日表示，中国证券金融股份有限公司将在继续维护蓝筹股稳定的同时，加大对中小市值股票的购买力度，缓解市场流动性紧张状况。

大幅低开，上证综指跌 6.97%，跌 259.72 点，报 3467.40 点。深证成指跌 4.44%，下跌 505.46 点，报 10870.1 点。创业板指跌 2.01%，报 2304.76 点。两市仅有 7 只股票上涨，广利科技、万福生物、蓝晓科技 3 只股票涨停。马钢股份、东北电气、栖霞建设等逾 1300 只股跌停，另有 1400 多家上市公司停牌，超过 A 股总数一半（绝对奇迹）

上午开盘 9 点 30 分整，手机收到 2 条短信，内容为：【尊敬的***先生：截止今日 92949（应该是时间 9 点 29 分 40 秒），您信用账户的维持担保比例为 113%，已低于即时平仓线 120%，平仓至维持担保比例上升至 150%。】连接以上 2 条信息的第三条信息在晚上 21:07 分收到【如果盘中维持担保比例低于平仓线，也会触发强制平仓】，开盘全跌停意味着昨天收盘在 1.33 警戒线以内的开盘全部到强平线 1.2 以下，也就是意味着他们的账户自己都不能操作，系统自动排队强平（而在这之前几天，我再三和券商老总确认如果到强平线以下，怎么处理，他们给出的确认答复是先通知客户，然后给时间补保证金，一般上午达到强平线是上午收盘前补，下午达到强平线是 2 点 30 之前补，如果收盘达到强平线是第二天开盘前补，今天突然变成了系统自动强平，当时是再三再三确认的，所以特地筹集了 100 万资金准备应对今天的强平），特别指出一条，昨天下午安全局内部会议，已经把金融市场列入国家安全层面的戒备，国家安全机器开动。

9 点 30 分正式开盘，慢慢的，无数股票有天量的买单，国家队毫无保留的出手了，好多好多股票出现了巨量的成批的买盘挂单，大部分股票股价从跌停打开慢慢回升，但是我们已经失去了操作账户的权利（据内部数据了解，券商正常融资客户有天量的都在这中间，我 113%的担保比系统自动平仓竟然排队排了一个小时才轮到，这该有多少账户被强平啊？），账户全部被锁，悲哀的我 10:30 分，排队到我了，系统强平，而在这期间一直在安排银行转账准备好的资金，10 点 38 分，100 万保证金到账，但是仓已经平掉，失落，真正的地板价筹码被国家队拿走了。

下午开始，奇怪的买单出现，2540（东港股份）一笔，特定的间隔时间特定的买单，3 个多亿的跌停卖单被打开，这样的情况在无数个股票上发生，又是一个奇迹。可是这一切已经与我无关，因为 10 多年的积累，今天全部没有了，一个深信祖国会强大的中产阶级被消灭了，确切的说，不是一个，而是一批，因为我身边几乎所有的正常融资朋友都被强平了，最晚的都是今天被强平的，之前准备的所有一切都没有用，因为今天的强平是出乎意料的，像我准备了保证金的都来不及，只差 10 分钟，还有一批是上周被强平的，身边的朋友输的少的大概 300-500 万，多的大概 3000-5000 万，平均人均损失 1500 万左右，最多一个朋友损失 1 个多亿，好多人房子卖了，我们这批 70 后的中产阶级，基本都把 10 年的奋斗输给了这次的股灾——

一个用奇迹来形容的股灾

一个一度我们以为政府每次出的政策为什么这么后知后觉，利好不对症下药的股灾

一个每次想离场政府却立刻出重磅利好让我们觉得救市有希望的股灾

一个最后结局不是我们可控，就算有所准备最后也措手不及被强平的股灾

一个奋斗 10 年的中产阶级资产完全损失的股灾

一个让一代人都失去了中国梦的股灾

一个从局内人变身局外人后才看清楚本质的股灾

经历了所有细节的我总算明白了，国家需要富强，遗留问题需要解决，一切的一切需要流动性，需要钱，中产阶级的财富可以解决这一切，而他们也不会为了失去这些而影响社会的稳定，所以·····

结束了，无数个兄弟痛哭，不是哭输了，而是哭自己的信仰一夜间没了，梦，破碎了，梦，该醒了，今天对我们这批兄弟而言，是历史性的一天，它泯灭了我们几十年建立起来的财富，它改变了我们几十年建立起来的信仰，中国梦，对我们而言，真的只是梦。

从不懂融资，到被市场引导进券商最安全的融资，到坚信政府的力量，到市场流动性的缺失，再到最后的非主动性系统平仓，中间经历了太多心态的变化，由于特殊原因，很多兄弟内部的交流细节不便透露，正是由于这些信息，才坚守到了今天，而且，绝对是非常内部的自己参与的各项会议、指令、信息，这些信息贯穿了整个股灾，形成了我们这批人对市场的坚定信仰，也造成了最后身边的体系内老总、私募、金融大鳄、政府高官、民营企业老板等等一大群坚定的伙伴坚守到了最后，为祖国未来的强大奉献了自己微的 10 多年积累的财产力量，可悲、可叹，坚信我们这样一批依靠自身发展壮大群体不会就此倒下，但是，凤凰涅槃的我们，信仰的，可能将不再是——中国梦！

2015 年 7 月 8 日夜

附：媒体报道：

上海富豪倒在反弹前，10 年积蓄近 800 万一朝输光

作者：文章来自中国青年报。

2015 年夏天，中国股市如同搭乘过山车一般，攀上鲜红的暴涨，又冲向暗绿的暴跌，人人称之为“疯牛”。

7 月上旬，大盘硬生生从绿色的深渊中拉起，一场不见硝烟的金融战暂告停歇。

这场股市震荡也是投资者与自我的“大战”。7 月 8 日，一再期望撑下去的融资客范伟勇“弹尽粮绝”，不得不接受“强制平仓”的结果。

有人骂他活该，有人为他惋惜，也有人和他一样，10 年积累，一朝输尽。

当暗绿的跌落停息，红色的曙光初露时，有人叹息：这些渴望更多财富的人已倒在黎明前。

强制平仓前，券商发给范伟勇的短信截图

范伟勇盯着电脑屏幕，心砰砰直跳。忽然，他眼前的数字，从 749 万，变成了 80 万。

“完了，全完了。”他喃喃道。

7 月 8 日上午 10 点 30 分，上证指数暴跌 161.3 点，这位使用 1：1 融资杠杆的股票投资人持有的股票全部跌停，他的账户维持担保比例低于临时平仓线，被券商强制平仓，偿还融资本息。

仅仅 8 分钟后，他用于补充保证金的 100 万元现金到账，为时已晚。因为触及“强平线”的账户太多，范伟勇开户的证券公司不得不使用电脑系统，“自动排队强平”。这意味着，“没有商量的余地”。

同一天，范伟勇身边不少使用券商融资融券业务投资股票的朋友都遭遇了“强平”，大盘收报 3507 点，较 6 月 12 日 5166 的高点重挫 1600 多点。

7月9日，上证指数连破3600、3700关卡，大涨5.76%，收盘时千股涨停。至此，一场看不见硝烟的金融大战暂告停歇。范伟勇此前的两支重仓股都在这天的逆袭中涨停。

“这跟我已经没什么关系了。”7月11日的生日宴上，这个刚满36岁的男人拥抱着一双儿女，享受着亲友们的祝福，“开始平静下来，愿赌服输”。

被强平的当晚，他和朋友们曾计算过，在这场股市震荡中，十几个人亏损总计超过一亿元人民币。在电话里痛哭后，范伟勇把自己的经历写下来，发到微信群和天涯论坛中。

仅仅24小时后，就有超过百万人次浏览、转发这篇文章。

有人骂他：“活该，谁让你加杠杆！”有人温和地批评道：“适时的撤退，比顽固的坚守更具智慧。”

“晚了10分钟，输了10年。”范伟勇在微信朋友圈里写道，他损失了850万元现金，这笔钱是他打拼10年的积累。

上证指数在他离家的3个月里，大涨近50%，直逼5000点

5月26日，范伟勇带着被阳光晒黑的皮肤回到上海。这位资产管理公司老板刚刚结束为期86天的环球旅行，乘坐的是欧洲最大邮轮公司旗下的“大西洋号”。

这是第一艘从中国港口出发的环球邮轮，跨越三大洋、五大洲，途经18个国家和地区，抵达28个目的地。范伟勇为全家8口人支付的旅费，是150万元人民币。

“我想给家人好的生活。”他淡淡地说，“这钱花得值。”

到家的第二天，范伟勇就被一群激动的朋友拉到了茶室里。

“老范，你走了3个月，中国发生了翻天覆地的变化！”朋友说。这时，手机一直处于无网络状态下的范伟勇才得知，上证指数在他离家的日子里，大涨近50%，直逼5000点，创业板指数眼看翻倍，两市几乎所有个股股价都在飙升，他的两支重仓股有接近5成收益。

“你看我买的这个，今天涨停了！你再看这个，明天还会涨停的！”朋友的手指不断划过电脑屏幕，表示“资产翻倍了”，并提出倡议，“以老范为中心，大干一番”。

范伟勇自认为不是个冒进的投机者。今年之前，他从未使用过“杠杆”进行股票投资，买的个股也多是蓝筹股，“从不碰创业板”。他总把“价值投资”和“趋势投资”挂在嘴边，一支股票有时能持有一两年，期间连一次“高抛低吸”的操作也没有。

2014年年底，他到广西考察项目，同行的一位券商老总劝他做点两融业务，行内称“加杠杆”，即用现金或股票作为抵押物，按一定比例从券商借钱或借股票。赚了是自己的，赔了就要用抵押物偿还借来的本息，称之为“平仓”。

在经过一番咨询、计算和评估后，范伟勇觉得，正规券商两融业务利润还比较可观，风险也还算可控，便用850万元本金作为质押，实际融资740万元，杠杆比例还不到1:1。

地雷就这样埋下。

在接下来的几个月里，越来越“牛”的大盘为范伟勇带来了超过500万元的利润，“还是在蓝筹股涨得慢的情况下”。

此时，尽管市场上已有“提示泡沫”和“注意回调风险”的声音，但“牛市”的说法还是占据媒体头条。券商营业部门口，等待开户的人群排着长队，任何公共场所都能听到谈论股票的声音。

在“大好形势”下，范伟勇放心地关上手机电脑，带着妻子儿女、父母和岳父母去环球旅行，愉快地享受着天伦之乐和邮轮上豪华的贵宾服务。

他不到30岁时就拥有位于上海的别墅和两辆凯迪拉克轿车，并为儿女购置了几间商铺。他创办的资产管理公司位于顶级企业林立的陆家嘴soho写字楼，还作为嘉宾登上过知名的财经节目。

他起初不怕下落，在他看来，自己的人生就是从一无所有开始的

直到最近几天，范伟勇翻看过往数据，才想起5月28日那天，大盘曾结结实实地摔过一个跟头。“那也许是一个警示”，但当天他并没有在意，甚至很快就忘记了。

28日一大早，他带着儿子，登上了上海开往北京的高速列车。在他的记事本上，如今还能查到“北京，儿子看病”几个字。这件事的重要程度，对这位父亲来说，“超过一切”。

对着记事本和大盘走势图，范伟勇才回忆起，在北京的那个晚上，他曾在财经新闻里看到了“一根大阴线”。

当日，上证指数收跌6.50%，指数狂泻321点，重演2008年5月30日指数下跌幅度。“涨得太快了，调整一下很正常。”他清晰记得自己当时的判断。

一直到6月12日大盘站上5166点前，范伟勇的记事本里都塞满了与股票无关的事，比如“见XX”、“定房子”、“和XX吃饭”以及“看项目”。在他看来，“中国的金融市场一定是向好的，没什么问题”。

而大盘的强力走势不断证实着这位“趋势投资者”的观点，直取5000点大关。

欢腾的气氛填满了整个市场。根据权威网站发布的数据，不少股票型基金净值翻倍，领跑者则达到了四五倍。不少私募基金体量急速扩张，投资者的咨询电话从早响到晚。

从6月10日到6月17日，范伟勇去广西出了一趟长差，考察实体投资项目。他的股票账户资金一度膨胀到接近2000万元，但他“压根儿没怎么看”。

和全国大多数投资者一样，范伟勇和他身边的朋友都认为牛市真的来了，而5000点仅仅是一个阶段性成果。

事实上，6月12日的5166点的确是一个关键节点，但此后的走向，却不是飞升，而是下落。

范伟勇起初不怕下落，在他看来，自己的人生就是从一无所有开始的。

1979年，他出生在上海徐汇区一户农家，“是村里最穷的家庭”。3岁时，他就挎着篮子站在村口，等运砖的大车经过。遇到颠簸，大车会洒下零星砖块，在遮天蔽日的滚滚灰尘中，他用小手捡起砖块，拾回家“盖房子”。一到雨天，“外面下大雨，家里下小雨”。

除了种地，父亲靠做点小生意维持一家人的开销，母亲则开吊车、运石子，每天忙到凌晨一两点回来，这个家庭的独生子不得不学着做饭给自己和祖母吃。

“我是草根里长出的孩子。”他说。6月17日，他回到上海，大盘刚刚经历了连跌两天、近300点的深度回撤。

当时，他和朋友们心情还不错，一同调侃自己“回来干嘛”。这一天，沪指收盘时反弹80点，深指则上涨接近2%。

他和来自银行券商、投资机构和民营企业的几个朋友聚在一起聊天，几乎在场所有人都相信“股市一定会拉起来”

6月18日，备受瞩目的券商新股国泰君安进入上市申购流程。由于其融资规模较大，吸引了大量资本从原本持有的股票中撤出，怀着“新股上市后会有多个涨停板”的期待，进行申购。

根据业内人士的分析，这可能只是当天股市下跌的原因之一。这一天，沪指下跌182点，报收4785点。

“虽然亏损不少，但仍在可接受范围之内。”范伟勇回忆，自己重仓持有的两支二线蓝筹股仍处在盈利的价位。

那天晚上，他和来自银行券商、投资机构和民营企业的几个朋友聚在一起聊天。几乎在场所有人都表示了对未来的坚定信念，相信“股市一定会拉起来”。

尽管这些“有点资本的人”都使用了融资杠杆，但他们仍然“支持证监会打击场外配资”。

“我听说最高有 1:10 的杠杆。”范伟勇表示，他坚信正规的“两融”业务不会受到影响，因为“券商融资规模 2.4 万亿是固定的，不可能拖累大局”。

6 月 19 日，股民们期盼中的拉升并没有到来。沪指暴跌 306 点，深指暴跌 1009 点，这样的局面出乎大部分人的意料，股市的巨幅震荡引起舆论的巨大反响。不少投资机构降低仓位，一些散户则“割肉出逃”。

根据当时一份机构出具的 A 股分析报告，此时，监管机构对场外配资进行的清查已经广为人知，不少“杠杆”主动或被动降低，对市场形成了冲击。

那晚，在和一个券商朋友碰面时，范伟勇却没有一点儿担心。他甚至还为这轮下跌感到高兴，因为“打击那些高杠杆配资和一切不规范的东西，市场会越来越好”。

范伟勇认为自己是“享受了改革红利的一代”。

1994 年，他进入中专学习涉外会计。那是当时颇为热门时髦的行业，他的同班同学里，如今有人已是美国上市公司的副总裁，还有人当上了国企老总。

18 岁时，范伟勇一边读书，一边到肯德基打工，这个裤子鞋子上总是沾满面粉和油渍的年轻人拼命干活，得到门店“二级助理”职位和月薪 2500 元的工作机会。他拒绝了，并在 1998 年毕业后，成为一名基层保险业务员。

凭着“下苦力气扫楼推销”，半年后，他当上一家老牌保险公司最年轻的营业部业务主管，并接连从保险跳槽至互联网，又跳到当时还是新兴事物的移动支付领域。

2005 年 5 月 1 日结婚之前，他已经在上海攒下了婚房，年薪达到 50 万元人民币，并积累了广泛的人脉资源。

2006 年，他辞职创立自己的投资公司，购置了别墅和几间商铺“留给孩子”。这个“不抽烟不赌博不碰毒品”的 70 后，最大的愿望就是“让家人过上好日子”。

也就是在这一年，他开始进行股票投资，因为“看好整个中国经济的发展”。

2015 年端午节前的最后一周，A 股上演了 7 年来 13% 的最大周跌幅。在行业网站、财经媒体和各种股票贴吧中，许多评论吐露着哀伤和隐忧：“蜜月期已经过去了。”

6 月 20 日，大跌之后，入市快 10 年的“老股民”范伟勇为女儿庆祝 7 岁生日。端午节小长假到来，他沉浸在女儿甜美的笑容和派对欢乐的气氛中，“心情没有受到任何影响”。

他又一次选择了“不割肉”，他陷入了焦虑之中，不断地打开手机，目睹自己的财富以每天数十万的速度缩水

3 天后的星期二，沪指反弹 98 点，涨幅 2.19%。

范伟勇算了算自己的账户，总数差不多 1500 万元，本金与配资比例接近 1:1。

这意味着，前几轮的调整已经吃掉了他前期的利润，此前“毫不在意”的他警觉起来，开始在处理日常经营业务的间歇关注股票行情。

晚上一回到家，他立马盯着盘面，并从金融行业内的朋友处得知，杠杆加至 1:5 的配资账户已经被清理完毕。

“接下来是 1:3、1:2，而我们是 1:1，这是国家认可的融资融券杠杆。”范伟勇安慰自己说，要到达“平仓线”，所持股票还得 6 个跌停板。

就在这微弱反弹的交易日里，范伟勇的朋友和他所知的不少投资机构抱着“主动买套”的信心回到市场。他们曾被“两震出场”，但此时，用“颇为专业的眼光”来看，“这波调整接近尾声了”。随之到来的星期三带来了更多“信心”，大盘再次拉升一百点。即使星期四的下跌耗光了这意味着信心的“一百点”，但就连坐在电视台演播厅里的专家也依然念叨着“正常调整，不会改变牛市的走向”。

范伟勇至今记得那个“黑色星期五”。2015 年 6 月 26 日上午，他约了一位做互联网金融的老总谈合作。午饭时，他们各自打开手机看股票，“虽然不少是大跌，但大家还是在谈论合作内容本身”。

对于下午 1 点 30 分，范伟勇印象深刻。他观察盘面，不少股票的确打开了跌停板，并快速拉升。结束会面后，他回父母家小憩，两点整，他看了眼行情，随即安然睡着。

午睡醒来已经 4 点过了，范伟勇还没爬起来，就迷迷糊糊地抓起手机看行情。他看到了一片绿色，沪指暴跌 7.4%，两千多只股票跌停，创业板也几近跌停。这场直接的“跳水”大约是从两点半开始的。

范伟勇的心迅速揪紧了。“抛点吧！”老父亲看到新闻，也紧张地劝导他。

第二天是星期六，他参加朋友孩子的 10 岁生日庆典。这场下午就开始的活动一直持续到晚上 10 点多。

在五彩缤纷的气球和孩子们嬉笑打闹的包围中，20 多个“爸爸”却持续着神色凝重的谈话。

他们是一群有十几年交情的老友，年龄在 35 岁到 45 岁之间。其中有五六人来自金融行业，有三四个创业者，有医药行业的教授、司法系统的领导、娱乐行业的老板……他们的共同点是，都买股票。所有人都显出惊慌和忧虑来：国家好像没有出手，要出场吗？

“反正这钱放着也没用，让它跌一阵吧。”最终，大家达成共识，不为这一时的、短暂的亏损出逃。

这个周末，央行同时推出降准降息的“利好”政策。然而，6 月 29 日开盘后，“双降”刺激沪深两市高开，却没能拦住它们一路走低。

权重股接连“跳水”，题材股掀起跌停潮，沪指虽尾盘有所拉升，但全天盘中巨震 10.07%，两市逾 1500 股跌停。沪指自创下这轮新高后，10 个交易日跌逾千点，跌幅达 20%。

一时间，投资者们的信心受到“重创”。各种社交平台被“排队跳楼”的调侃刷屏。

“可我的票这一天才跌了 4.78%。”范伟勇翻看笔记，当时他认为，“真正有价值的股票是能扛住的”。与此同时，证监会官方微博发布“答记者问”：“中国证券金融股份有限公司称，目前两融业务总体风险可控，融资业务规模仍有增长空间。”

范伟勇又一次选择了“不割肉”，并自认为“反对场外配资，更不会用”。那段时间，他陷入了焦虑之中，不断地打开手机，盯紧盘面和股指期货，并随时查看交易账户，目睹自己的财富以每天数十万元的速度缩水。

每当心理防线快要崩溃时，他就反问自己：“救市呼声这么高，证监会发言人也说回调过快，不利于发展……下跌的空间还大吗？”

他被一条又一条利好消息不断说服，失去了避免悲剧的最后机会

2007 年，一批朋友移民加拿大，曾动员范伟勇也走。“钱倒是够，就是不想走。”范伟勇回忆，那时的他尝到了国家发展带来的甜头，兜里有钱，事业蓬勃，家庭美满，安全感十足。身高 177 厘米的他，体重从 20 岁时的 125 斤，涨至不久前的 190 斤。

“我从二十出头就开始做点生意，我们这一代人都是改革开放红利的受益者。”范伟勇的朋友、民营企业老单表示，“直到成为中等收入阶层，也就是这个国家发展的中坚力量”。

老单的一位朋友甚至抵押了自己的房产，向账户追加保证金。所有人都认为，自己“做好了风控”。

6 月 30 日，在范伟勇眼中，是一段血腥旅程的开始，“很多之前‘逃掉’的朋友就是‘死’在这个节点上”。

当日，在基金业协会倡议“不要盲目踩踏”、证券业协会表示“强制平仓影响小”以及养老金入市消息的共同推动下，沪指开盘小幅反弹，随后再次暴跌。但临近收盘时，大盘强力反转，飙涨 5%，站上 4200 点，创业板则势头更猛。沪深两市近 300 只个股涨停。

“当天几乎所有身边朋友和金融圈内朋友抄底进入。”范伟勇说，考虑到亚投行此前已顺利签约，他们觉得“处在一个很重要的节点上，股市一定会向好。”

然而，7月1日的暴跌随之而来，将30日的反弹点数全数吞噬。“大家都懵掉了。”范伟勇回忆道，“1:3的杠杆也已经‘爆仓’（即保证金比例跌破平仓线）”，他慌了。

此时，市场上充斥着纷繁莫测的消息。有人担心“境外势力做空”，也有人悄悄传播着各种阴谋论。

中金所很快现身辟谣：合格境外投资者做空A股消息不实，并表示可以拓宽券商的融资渠道。

7月1日，修改后的《证券公司融资融券业务管理办法》正式发布实施，规定两融业务允许展期，担保物违约可不强平。

当晚，范伟勇得到来自开户券商的确认，接近平仓线，只需要将保证金补入账户即可。他再一次充满了希望：“我还有什么理由在这个点位去抛售股票？我没有！”

那天，他一直守在电脑边，并被9点钟一条利好消息、10点钟又一条利好消息不断“说服”。尽管在他看来，连续的千股跌停实属罕见，尽管此时，他持有的一支二线蓝筹股在顽强抵抗了一段时间后，彻底被大盘拉下，但他依然决定留下。

如果想避免最终到来的那场悲剧，这本是他最后的机会。

100万元保证金还在“路上”，账户总资产749万元已瞬间变成了80万元

7月2日，沪指一度失守3800点，在“石化双雄”等权重股拉升下，终报3912.77点，又现千股跌停。

这天，证监会宣布对涉嫌市场操纵行为进行专项核查，但“黑色星期五”如影随形，不仅千股跌停，沪指盘中再创本轮调整新低。范伟勇不少朋友的账户在这个周五被强制平仓，他还写了长长的感慨，发在微信群里。

而这回他自己也彻底慌了。他从朋友那里打听到，正常融资融券业务已经有强制平仓发生，而接近平仓线的账户数量正在快速增加。

与此同时，中国汇金公司正在出手护盘，政策层面的救市与利好消息不断涌现。

但范伟勇所持有的股票已经陷入非理性的暴跌，每日封死跌停板，“想跑已经跑不出去”。与此同时，他身边的朋友也面临着相似的窘境。

“我已经在等待被强平了。”老单回忆道，他不愿再追加保证金，担心这份投入再次被大盘吞噬。

但范伟勇想最后一战。星期六，他仔细研究了自己的账户数据，得出结论：只要再准备100万资金，就能扛到周三跌停；如果准备200万，就能扛到周五跌停。他一边筹钱，一边紧急约见身为券商老总的朋友，席间递过一张纸条。

纸条上写着他的账户代码和登陆密码，他向老友求救，周一自己在香港，请代为操作。

那是极具历史性的一个交易日。7月6日开盘后，千股涨停，但收盘时又一致栽入跌停。紧接着，7月7日，除银行石油等板块上涨，超过1700个股再次坠入跌停的深渊。且买盘几乎统统为零，意味着股票的流动性丧失。

那一晚，范伟勇与众多好友沟通，得知券商融资盘已被大量强平，而他深知自己的账户也濒临平仓线。在赶晚班机从深圳飞往南宁前，他致电答应借钱的朋友：“明天一定要把钱打给我。”

到达南宁已近凌晨，范伟勇抱着电脑，直接去了朋友家。一群人通宵交流针对股市震荡的看法，并进行数据分析，为接下来做打算。

“相关部门肯定正在通宵加班，跟我们一样！”朋友对着播放电视剧的财经频道，努力开着玩笑。

“都这个样子了，撑下去吧！”范伟勇账户上只剩下825万元。

他万万没想到，7月8日上午，又一片跌停板在开盘时出现。9点30分，范伟勇收到开户券商发来的3条信息，告知他已破平仓线，可能被强平。

他的心脏开始剧烈跳动，立即抓起电话打给券商的朋友，却被告知“已经进入电脑自动强制平仓排队”。

“强制平仓多得吓死人，部门人手都吃紧了！”朋友在电话里说，挂掉电话，范伟勇脑子里只有一个想法：只要在排到之前把保证金补进去就是了，不要就差几分钟！

在朋友网银转账的十几分钟里，范伟勇死死盯着屏幕上的交易账户。他已经失去了操作股票买卖的权限，10点30分，100万元保证金还在“路上”，账户总资产749万元瞬间已变成了80万元。

“我的心忽然就空了，也彻底静了。”范伟勇回想经历“强平”那一刻的感受。仅仅8分钟后，保证金到账，但已失去了意义。

此前，这个股票账户对他来说像一只血泵。他将辛苦赚来的现金流不断加入进去，又从投资中获得利润，支付房贷、创业和家人的一切开销。2006年和2007年，这个账户曾用丰厚的收益带给他“无比美好的回忆”，但眼下，他失去了奋斗10年积攒的几乎全部现金。

“不只我一个，我身边几乎所有的融资朋友都被强平了……输得少的大概300万~500万，多的大概3000万~5000万，人均损失1500万左右，最多一个朋友损失1个多亿，好多人房子卖了，我们基本都把10年的奋斗输给了这次的股灾……”

范伟勇在当晚的文章中这样写道，但几天后，这个“草根里长出的孩子”已经不再偷偷哭泣，而是着手筹划“再出发”。

老单也被“强平”了。他起初迷茫而愤怒，但最终陷入了自我反省：“这个社会给我的投资理念误导了我，此前是一种投机行为，以后会回归到价值投资。”当被问及如果能重新选择，会如何决断时，这位步入40岁的民营企业企业家笑了：“什么东西都只有未来，哪有什么重来？”

就在范伟勇、老单以及与他们差不多的大量融资客被平仓的第二天，沪深两市奋起反弹，千股涨停，强力的拉升持续数日，不见势弱。

“这和我预测一致。”范伟勇说，依然淡淡地，带着十足的专业范儿。

故事 3：一个配资散户的在本次大跌中的回忆录

作者：刘宗恒。

从6月15日到7月7日，中国A股上证指数在短短不到1个月时间里，从年内最高5178点断崖式暴跌至最低3421点，跌幅超过30%。创业板指数更是最高跌去了40%。按照新闻上的统计数据，整个股市在这22天里蒸发了20多万亿，算到每个投资者身上平均每人要亏40万元！

这一次大跌是我进入股市7年多以来教训亏损最大也最深刻一次。短短的1个月，我不但把在这波牛市行情炒股1年来赚到的钱还回去了，本金也亏损了近40%。之所以亏损这么严重，是我与很多散户投资者一样，选择了场外炒股配资。在大盘从5月中一度下挫回稳并在很快大涨重新站回10日均线那段时间，市场上一直遍传大盘冲破历史新高6124点完全没问题，万点不是梦的疯狂言论，而一直最具权威的人民日报之前也说过4000点才是牛市的开始，合着一直以来国家利好政策不断推出，各大新闻媒体也一致发表坚定看好牛市的言论，市场上基本上听不到什么看空的声音。

因为是牛市，那时我的账户从14年初入市起总共赚了1倍多，收益率堪堪跑赢大盘指数，但身边朋友们有的因为一直持有某只股票没动过反而账面浮盈3倍多，最厉害的一个已经赚了6倍多，所以在朋友面前我总感觉没赚到钱反而吃亏了不少似的。所以等大盘在5月重新站稳在10日均线后，在熟人的介绍下找了一家配资公司，没经过什么考虑就用账户里大部分的资金选择了1:3的配资（预警线是总资金亏12%，强平线是总资金亏20%，利息1分8，交易手续费有点高且要另算），整个账户总额是之前的2.6倍。

带着这配资公司的账户，我第二天兴冲冲的选好了一直在看好的8只有炒作题材的股票然后用全部资金买每个都买了一点。那时入的点位还算幸运，基本上每个股票都配合着大盘不断冲高，其中还有2只一度封在涨停板上。到6月12号上证指数最后一根阳线的那天，我的配资账号总共浮盈21.7%，按属于自己的本钱比，浮盈56%。那几天看到账户在飞速地赚钱，那种感觉真的太美妙，好像觉得世界一切的东西都那么美好，未来充满了希望，我甚至在想着按照这种速度，我什么时候我可以赚到在家乡城市里的最好小区房子的首付甚至全额。

然而，理想很完美，但现实总是很残酷！

第二天6月15日，大盘开始冲高无力回落，收跌2个点。我的配资账户利润不但没有回撤还上浮1个点，但次日大盘再跌3个多点，我的配资账户总体回撤近6个点。对于回撤，虽然很心痛，但我坚定认为这只是牛市过程中的短暂冲高回落，大盘刚冲破5000整数点，关键点位震荡属于正常现象，下一个目标一定是6124的历史前高。果然，第三天，大盘走出了大V形态，市场看多的力量夺得胜利。不过利润还是回撤3%，但和市场很多投资者一样，我反而更加坚定了牛市继续判断。

然而，事情终究出乎了我的意料，次日周四大盘低开低走，大跌了3.67%，周五（19日）更是直接大幅度跳空低开低走跌破4500点，跌幅超6%，当日我的配资账户再次缩水9个多点，剩下7只股票全部跌停。整个账户浮盈只剩下不到2%，几乎没有利润了。

真正让我的配资账户被爆的是6月29日，在周末央行大幅度降息降准的大利好下，大盘竟然是反攻无力高开后迅速低走，当天我的自选股有3只从高开5个点很快跌到了跌停板，剩下的5只也在快速接近，我简直不敢相信这个结果，不停的刷着各大财经网站看最新动态，看着市场开始出现的多空争论。

理智告诉我，周末的如此大的利好都没能然股市走强反而巨幅下跌，这个时候是应该是平仓或减仓了，但我脑海中在剧烈挣扎，手开始犹豫发抖不敢操作，直到最后早盘快结束时，趁着剩下的股票还没有封死跌停，颤抖着手无力般点开配资账户把所有的仓位都平掉了。

当天整个配资账户直接亏损9个多点，次日剩下的3个自选股直接都低开5%以上，我实在忍受不了这样的结果，整个账户显示整体盈亏为-15%。相当于自己本金已经亏损了近40%。

看着剩下的配资账户余额，我头脑一片空白，什么都不想思考，也不能思考。唯一的感受是有很重要的什么东西不再属于我了。当天下午我没有看一眼股市，因为整个人都完全懵住了，感觉股票市场不再属于我。第二天等我与融资公司客服商量把融资账户里属于我原来的钱取回时，才发现前一天下午有了一波大反弹，我的股票如果到下午收盘再出的话，我的配资账户起码可以少损失5%。但我已经失去了勇气，只是默默的把剩下的钱转回到银行卡上，再也没看一眼股票行情。

大跌后反思：

1. 没有风险控制能力绝不能碰融资杠杆

这一次大跌，如果自己没有半途贪心去配资炒股，结果我想应该不会这么悲催。虽然可能最终没赚什么钱，但起码不会让本金出现大幅度回撤。这也算是一个血淋淋的教训吧。

其实这轮股市能最终走出 1 年不到就涨幅 150% 超级牛市行情，很大程度上是因股市形成赚钱效应引来的场内融资和伞型信托、场外配资不断涌入股市来不断推高的。可以说成也资金杠杆，败也资金杠杆。杠杆资金涌入时，股市会加杠杆飞速上涨变成疯牛，单杠杆资金被打压而流出时，股市甚至会加双倍杠杆急速暴跌。作为和自己一样，对投资研究能力很一般又没有多少控制能力的普通散户来说，股市就是一个赌场，牛市还好，或许能随大流赚到一笔，但一旦哪天牛赚熊，绝对很容易会很快亏回去。所以，资金杠杆是把双刃剑，绝对不要因为看到牛市中能理由杠杆加速赚钱而麻木忽视当牛转熊时的可怕，如果自己判断什么时候疯牛会转变成熊的能力，保住自己的最好办法就是珍惜生命，远离杠杆，绝对不要有贪念去碰它。

2. 对股市认识 and 人性弱点的认识

大跌给我的另一个教训就是让我充分认识了自己的投资研究能力的严重不足。无论在什么市场做投资，怎么强调学习和研究的重要性都不为过。尤其是对于在 A 股这种不讲价值论，不讲市盈率市净率只讲市胆率市梦率的不稳定市场做投资，更要万分小心。一方面不但要深刻学习研究股票的公司基本情况，还要学会研究市场纵多贪婪投资者的人性，各种机构的尿性，政府的那随时都在的看不见的手对股市的影响。虽然在这里牛市的时候可以大家一起做梦，可以凭着那个股票的故事动人梦想更大给予高出价值很多的估值，但如果熊来了，一定要记得及时梦醒，想想那个被市场遗忘的价值论。如果股票价格远远过原本属于它的价值线，就要随时坚决的先把仓位平掉。

此外，人性的贪婪与恐慌情绪在这一次大跌中一览无遗，也显得可笑可悲，很多身边的朋友包括我自己，一开始在账户利润回撤 10% 的时候还不以为然，总觉得回撤缓冲才能走得更高更远。直到大跌真正来临，利润回撤一半了才变得恐慌又贪婪，既怕这样跌下去不知道什么是底，又贪心得想牛市不会接受现在平仓后股票可能很快马上涨回去，最后在犹豫中坚持直到承受不住了才以更大的损失去平仓止损。我做配股时竟然还是差点让系统强平的结果，想想如果不是强平线设置得高一点，我很可能连本金都亏掉了。想想都非常后怕。人性弱点实在可怕，也知道是非常难改的问题。自己只有在平时以及在以后的投资里时刻回忆这次噩梦一般的经历，尽量去改吧。

故事 4：游走在平仓边缘三次----我的经历与反思

作者：自由之雁。

看到很多股友都在感叹劫后余生的感悟，我也想把自己的这段经历记录下来，既作为警示，也作为纪念。

此刻的心情是平静的，最主要的原因我的账户还活着。在平仓的边缘游走三次，最终我是该笑呢，还是该笑呢，还是该笑呢。

在过去的这段时间，我同大家一样经历着、感受着中国历史上最大的股市波动。开通融资后，我的市值从去年的 30 万左右在今年上半年有两次机会达到 100 万以上，但都是在盘中冲高后回落。心中其实有个愿望，要拿到人生的第一个一百万，所以心有不甘的一直在重仓，并且在股票拉到新高后立即使用融资额度买股票。就这样，市值在 80 万到 90 多万间浮动。

印象很深，在 6 月 13-15 日期间回了趟老家，看望家中的老人，无意中看到了老家风景

区旁边建造的别墅，非常漂亮，问了一下价格，有 200 万左右。当时与父亲还开玩笑说，有生之年，一定要买一套这样的别墅，父亲开心的笑了。虽然是随口说出，但当时信心十足，觉得股市会成就我这个梦想。

周末手机看新闻，有个众所周知的事件，有人配资购买中车跳楼了，除了惋惜就是叹息，恻隐之心常有，防范之意却无，殊不知这差不多就是转折点了。6 月 15 日周一，回来在高铁上，一直关注着股票，我的那只股票在大盘调整的情况下，竟然逆势上涨 6% 左右，盘中最高快到 40 块，总市值离 100 万不远了。虽然收盘回落了点，但当时在想，明天就能实现 100 万的梦想了，很是开心。

不料周二风云突变，收盘跌停，K 线直接向下。由于配资比例在 240%，也看多了潮起潮落，所以一点不担心。从此以后股票就跟随大盘开始了波澜壮阔的下跌行情。

期间自有资金向雪崩一样减少，80 万、70 万、60 万，50 万。。。自己的心理承受能力够强的，总是以往常经验来看，下调 30% 就差不多上涨了。所以没降低杠杆，就是硬扛。中间央行降准降息的超预期利好更让我认为，此时要割，筹码就仍在地板上了。

故事的高潮到来了。在 6 月 29 日周一，股票跌停。6 月 30 日周二，股票红了，感觉终于到底了，但是 7 月 1 日周三股票继续向下，又是一个跌停，维持担保比例到 150%，自己主动把普通账户里的六万股票转了过去，7 月 2 日周四、7 月 3 日周五又吃两个跌停，此时心里既有无奈，也有周末国家出利好的憧憬，果然，晚上总理回国后发布了一系列救市措施，看到希望了。

7 月 6 日周一，带着对国家史无前例的重大救市行动，觉得这次肯定会止跌回升了，此时的筹码已经带着血丝，更不能丢掉。可是现实给了重重一击，券商已经电话通知，担保比例危险，需要卖股票提高担保比例到 130% 以上，周一居然盘中拉高，卖出一部分股票，跌停收盘，本金此时剩下约 10 万。7 月 7 日周二高开，以为可以不用卖票了，但是尾盘又要跌停，在跌停前瞬间把股票卖出了一部分，将比例提高到了 132%，本金此时剩下不到 7 万。7 月 7 日周三，竟然无量跌停，40 万手股票死死压在跌停板上，担保比例一下降到 119%，这就意味着明天如果继续跌停的话，平仓都平不了。那天的心情才真正难受起来，突然觉得真要被平仓了，遇到连续无量跌停，竟然会变负资产，竟会欠券商的钱。从周三上午开始，就到处筹集资金，券商打来警示电话，只要收盘达不到 130%，明天需要提高到 140%。这意味着明天跌停肯定要平仓，已经变成负资产。晚上情绪很失落，睡眠也比以往少了不少。7 月 8 日周四开盘，50 万手压在跌停板上，价格是 12.10 元。看到的那一眼，真的觉得一切都结束了，于是将全部股票挂了个 13.34 元卖单，卖出的希望为万分之一。但是奇迹出现了，20 分钟后，大量的买盘将跌停位置的卖单全部收走，2 分钟就快到我挂的卖价 13.34 元，立即把卖单撤销了。就在那一瞬，我只能说感谢上苍。如果再晚几十秒或者 1 分钟，所有带血的股票会拱手送出，所有缩水的资金，所有的希望都会在那一刻失去，所以，我感恩。上午立即筹集资金(中间的艰辛说起来都是泪)，在中午开盘时存入 8 万，买入股票，收盘时担保比例达到 162%。

7 月 10 日，就是今日，所有股票涨停，担保比例 170%。

坐在电脑前，静静的打着字，好像是讲一个故事，一个关于梦想、幻想，进取、贪婪，执着、执拗，幸运、不幸的故事;好像是讲一个别人的故事，虚拟的财富，灰飞烟灭，好像从来就不曾有过。只为生命中不曾有过的这段经历，这个结果开我选择平静的接受。写下这篇文字，需要重新把伤口打开，然后扒拉里面的血肉，但还是这样做了。只想写下来与大家分享这段散尽千金买来的经历，只想大家都可以从中学取教训。但愿它能成为我人生的一段财富，除了国家政策的变化，要反思自己身上人性的弱点，在以后的道路上随时提醒自己，不要再踏入同一条河。

我的反思

以上是描述自己的经历，写下来的目的就是为了给大家来评价，给大家以启示。所以不管说什么，或者对我的交易有什么评价，我都淡然接受。我想说的是，在股市经历了这么多年，虽然没挣大钱，却也没有影响到自己的生活。因为平时有工作，看盘的时间很少，短线是不适合我这个上班族的。对于自己的错误

先说自身主观方面：1、经验主义。在这次的股灾前，抱住一只看好的股票的经验是对的，也正是这样才有了从30万到90万的增长。而遇到这次，就完全错误。2、很大意，对时事新闻不敏感。本来媒体报道中车配资跳楼事件就应该出来的。国家不允许因为股市有影响社会稳定的事件出现。3、心存侥幸，大盘调整时，自己的股票逆势上涨6%，K线非常漂亮，以为强势股不会理会大盘，殊不知，倾巢之下，安有完卵？4、自己性格弱点。太执拗，纠错能力不强，只会做多头，不会做滑头。5、存在幻想。太相信国家的救市能力，在一次的救市行动中等待。6、赌性太强，敢于把真金白银在不确定的市场赌博，还在想着翻本。

再说客观方面：1、这次调整，大家都自问一下，这是正常的调整吗，这样短时间7-8个跌停，不叫股灾又叫什么？这种简单粗暴的调整，才把很多长线融资价值投资者一网打尽。国家金融管理部门是不是有很大的责任。一大批潜在中产被割韭菜后，国家的内需消费又如何拉动？

2、不知证监会在打击场外配资前有没有大数据资料，有没有应急预案。像我们的单位都有紧急事件应急预案，不相信一个管理国家如此重要部门的领导从开始的不以为然到后来的进退失据，应对失策，部门主要领导要负重大责任。

此次股灾，基本将我家庭的现金一网打尽，目前有两套房子，一辆车子，无贷款，有妻有女，生活还不算太坏。只是近期国家拉动内需的任务不用我来贡献力量了。而很多借钱炒股、卖房炒股的朋友，在每一个亏损的账户后面都有让心痛的故事，感同身受，不胜唏嘘！希望股市以后慢慢走牛，大家都能在股市里分到自己的一杯羹，享受中国梦带来的喜悦。

最后，引用台湾电影《艋舺》里的一句话结束此文：风往哪里刮，草就会倒向哪边，年轻的时候我也曾经以为自己是风，可最后遍体鳞伤，我才知道我们原来都只是草。

故事5：一个小散的A股奇遇记

作者：无锋上剑。

没错，现实往往比戏剧更精彩。2015年6月12日，周五，像往常一样，我在办公室里边忙着工作，边偶尔和同事高谈阔论几句股票。那一阵子，市场上流行的段子是中国中车复牌第二日就开始暴跌，大家调侃“神车”变“灵车”。当天，证监会公布了两融新规意见稿，要求券商融资融券金额不得超过其净资本的4倍，并要求券商不得为场外配资业务提供便利。因为没有配资，当时并没有在意这条新闻。

那一天，上证指数收报5166点，并在当天盘中一度冲高到5178点。而这个数据，我却是在之后的日子里才回头去注意，并明白它的纪念意义。

前奏

之后的四天，大盘处在震荡态势中。6月19日，黑色星期五，大盘低开低走，跌幅6.42%，收报4478点，千股跌停的局面上演。不少人大跌眼镜，媒体也开始关注股市的巨幅波动，

但主要的声音还是认为是大盘的正常调整。在端午节的假期前，A股上演这么一出戏，屈原也跟着躺枪，“A股跳水祭屈原”、“长阴奏离骚”等调侃段子满天飞。

在端午节的短暂休息后，6月23日和24日，大盘连续两日出现小幅反弹，似乎又开启了重新冲击5000点的节奏。而6月25日，又是大面积跌停，指数下跌162点，收报4527点。那天，除了还没反应过来就已经被按在跌停板上的股票，其余的全部清仓。6月26日，又是周五，大盘低开低走，暴跌334点，收报4192点，2000多只个股跌停，而创业板更成为重灾区，跌幅达9%。说实话，那天不是不想跑，而是已经一字跌停跑不了了。市场终于开始意识到不对劲了，看空的声音多了起来，但主流的舆论还是认为大盘两次探底，将形成一个“W”形，是抄底的良机。

开篇

又开始了一个忐忑的周末，不过周六下午，在逛街途中，发现微信朋友圈已经被“央妈双降”的消息刷屏了，瞬间心情大好，发自内心的感叹了句“真是亲妈”。庆幸自己没有全部清仓，并对周一的“大反攻”充满了信心。至此，“救市”大幕正式拉起。

6月29日开盘，虽有“央妈”的保驾护航，但市场却并不买账，大盘高开低走，盘中指数一泻千里，连破4200、4100、4000、3900，午后回升跌幅收窄，收报4053点。虽然又是千股跌停，但有了之前几天的铺垫，这一次心理承受力倒是强了不少。

当晚，监管层连发数道利好，证金公司表示两融风险可控，强制平仓规模小；证监会也出面安抚股民情绪，称回调过快不利于股市平稳健康发展；财政部和人社部公布养老金投资办法意见稿，入市比例最高可达30%；险资主动净申购资金数十亿。

6月30日，早盘指数小幅反弹，随后再次跳水，一度跌破3900点，临近收盘时，大盘上演惊天逆转，狂飙收报4277点。当日，证监会、证券业协会、基金业协会、13位私募大佬均加入救市大军，发出看多的声音。股民调侃，最大利好是黑色6月终于过去了。

高潮

可7月的到来却并没有阻止大盘的跌势，千股跌停成了A股的“常态”。7月3日，又是周五，上证指数盘中探底3629点。虽然每天都有管理层发布利好，但市场的恐慌却在蔓延。

周末，重磅救市措施接连发布，暂缓IPO发行、汇金增持、21家券商出资1200亿元投资蓝筹、上市公司联合维稳、公募基金联合倡议。这一次，不再仅是简单的安抚与倡议，而是真刀实枪停了IPO，真金白银也即将维稳。

市场信心前所未有的高涨，从7月6日周一集合竞价时超1500只个股涨停就可见一斑。我也兴高采烈挂着涨停价重新冲回股市，好在已经学会控制仓位。不过，开盘后，竟眼睁睁看着一片红色喜庆千股涨停变成了一片绿色清凉的千股跌停。当日，在权重股的提升下，指数涨幅2.41%，收报3775点。7月7日，“灾情”延续，两市跳空低开，盘中下探到3426点，创本轮调整新低，随后银行、保险股暴力拉升，收盘指数跌幅收窄报3457点。两市仅84只股票上涨，而跌停个股超过1700只。在“股灾”的蔓延下，越来越多的企业选择“停牌”自保，创业板约四成个股停牌，而仍在交易的创业板公司当天几乎全线跌停。

救市大军从“两桶油”出发，一路救援到上证50的标的股，但其余题材股却仍旧在下行通道中滑行，无奈之下，不少公司选择停牌避险。7月8日，A股惊现史上最大“停牌潮”，沪深两市超1400家公司停牌，停牌比超过50%。当日开盘，创业板仅跌2%即已经跌停，两市仅7只股票上涨，其余全部跌停。证监会当日表示，证金公司将在维护蓝筹股稳定的同时，加大对中小市值股票的购买力度。随后，创业板板指被拉起，两市翻红的个股逐渐增多，上证指数收报3507点。

股市维稳进入攻坚战，“救盘”力量猛增。证金公司 2000 亿元申购 5 家公募主动股票型基金；证监会限制上市公司高管减持、鼓励增持；汇金领头、多地国资系统跟进维稳；国资委令央企带头维稳。

后续

7 月 9 日，在经历了最惨痛的黑暗后，黎明的曙光开始闪现。国家维稳力量集中发酵，大盘指数绝地反攻，上证指数大涨 5.76%，刷新 2009 年以来沪指单日最大涨幅。沪深两市涨停个股近 1300 只，创业板个股全线涨停。终于等到了这一幕，无论是短暂的“一日游”，还是正式的大反攻，这一日都将记入 A 股历史。

近一个月，深感在系统性风险面前，所谓的个人层面操作、技术、消息都如此渺小。眼下，维稳行动仍在继续，多空较量未有定论，传奇仍在继续。幸运的是，我在场，我看见了，我记录！

故事 6：跳楼者“王自梅”的故事

作者：虎皮妈，80 后全职主妇。

“7 月 8 日早上 10 点半，王自梅被强行平仓，损失近千万。10 点 52 分，她从商场 6 楼一跃而下，结束了她 56 年的人生。”

【一】

我正在给关机的费添打第十三个电话，忽然，丽丽火急火燎地端着一杯咖啡冲进办公室：“出事了！出事了！隔壁商场有人跳楼了！”办公室的八婆特别多，统统潮水一样围拢。丽丽愈加兴奋，惊恐的脸上渐渐显现出一点潮红：“吓死我了吓死我了！刚刚去买咖啡，就看到里三层外三层，都是人。我一问，说有人跳楼了，六楼跳下去哦！”丽丽奋力扒开人群，挤到二楼扶杆前看了一眼，尸体已经被抬走了，地面徒留一大滩血。“不行了，我晚上一定要做噩梦了，”丽丽拍着胸口。

不一会儿，丽丽更新了朋友圈——“这时候才知道，活着真好。”我看了，心里却别别一跳，给费添发消息——“不管怎么样，活着就好。”

之后我才知道，那个在我办公楼隔壁商城跳楼的，就是王自梅。

我认识她。

王自梅是小时候老房子的邻居，因为她和我爸爸是同辈，所以我有记忆以来，都喊她“嗲嬢嬢”。嬢嬢是吴方言里对姑姑的称呼，而嗲是说，王自梅真的是从来自我感觉很好、很会发嗲的一个人。

大概是我幼儿园中班的时候，有天回家上到二楼，发现隔壁王婆婆家里人声鼎沸，好像挤进去了一整条弄堂。一片喧闹中，忽然听到一个清脆娇嗲的声音传来：“大庆阿哥，你回来了呀！这个就是芬芬啊？哦哟，长那么大了呀！”

黑压压的人群识相地分开一条道，于是我看到了，有一个长波浪红嘴唇涂着指甲油的瓜子脸女人，坐在王婆婆家的饭桌边。她的皮肤雪白，衬得一双眼珠尤其地黑。风含情水含笑的眼神朝我飘过来时，我竟然红了脸低下了头去。

我爸听着声音，就领了我朝王婆婆家走去，边走边笑：“梅梅，你回来了啊！日本去了

几年啊？三年咯！越来越漂亮洋气咯！”我晕晕乎乎地醉倒在人生中的第一次香水味道里，只听到我爸说这个美人从小被他们叫“嗲妹妹”。我糊里糊涂地喊了一声“嗲嬢嬢”，得到了一个非常漂亮精致的小熊发夹。“现在日本的小姑娘里面最流行了！”王自梅得意地笑，眼角眉梢都飞了起来。

【二】

我妈在王自梅刚从日本回来的时候，对她态度极差。每次她跑到我家里一声声嗲嗲糯糯喊“大庆阿哥”时，我妈的白眼都要翻不回来了。“天天妖里妖气，班也不上，荡在弄堂里，嗲给谁看啊？”我妈咬着牙，“算日本回来有几个臭钱来，谁知道她在日本是做什么的啊？”但骂归骂，只敢在背后，当着面最多板一张脸。漂亮而张扬的女人，轻易谁也不敢得罪。前途无量。

其实我长大以后才知道，王自梅当时也不年轻了。即使拿现在的标准，也是个二十八岁的大龄剩女。但岁月不曾负美人，回上海后不到一年，她就嫁给了知名医院的外科医生。婚礼很风光，在花园饭店，我第一次看到有人穿婚纱结婚，也第一次吃到鲜奶大蛋糕。

又很快，王自梅就抱着女儿月月回娘家坐月子了，再后来，她又带着女儿呆在娘家不走了。英俊的外科医生周末过来，王自梅就袅袅娜娜地依在楼梯口撒娇：“你舍得过来看我们母女啦！”然后翻一个娇俏的白眼，高跟鞋“蹬蹬蹬”踩着就回了屋。

我小学四年级时，王自梅离婚了。那段时间上海滩上有一阵股疯，几乎人人都在炒股。我妈在王自梅的带领下，班也不高兴上了，天天着了魔一样跑证券交易所。王自梅配了一个BP机，弄堂里的男男女女视若珍宝，每天都是头挨着头在那里看行情。但王自梅自己倒是不在意这个BP机，她喜欢去大户室里坐着，喝茶剥瓜子打牌，以至于我很长一段时间以为炒股票和看电影差不多。

据说，王自梅的医生老公极其反对她炒股，再加上长期婆媳关系不睦夫妻分居，两个人终于协议离婚。那时候的王自梅意气风发腰缠万贯，并不以为这是自己人生的污点。而比我小六岁的月月，就此正式变成了单亲家庭的小孩。

“认购证”“打新股”和“听消息”，是我最早知道的几个和股票有关的词汇。小小的我并不明白股票为什么需要去打，也不知道消息到底是从哪里听来的，但这些词从不可一世的王自梅嘴里吐出来，像圣旨一样印刻到了大家的心里。

我记得有一晚我在父母的争吵中惊醒，原来我妈要拿装电话的六千块钱去打新股，而我爸不同意。那时我奶奶已经瘫在床上不能走动了，最大的愿望是家里装个电话，常常听到远在四川插队落户的大儿子的声音。我心惊胆战听他们争执了半夜，不明白为什么嗲嬢嬢突然变成了我妈的朋友、我爸的敌人。

“你去学她好了！你也离婚好了！”“你不要没良心，我不也是想为这个家多赚点钱？”“这个家不需要你多赚钱！”“不需要我赚？你能赚啊？你看看这住的是什么房子啊！你看看你存折上有多少钱啊！你老娘谁在服侍啊？”

但我终于明白了——原来钱是一样好东西。而我家没有。

【三】

我始终理不清我对王自梅的感情。她是传说中那种迷人的坏女人。

我妈和其他女人背后总要偷偷议论她，议论她的私生活，鄙夷她的性格人品，唉声叹气地可怜小月月：“作孽哦，妈妈不管，爸爸不在，只能靠王阿婆拉扯。”但当了面，却又要巴结她——用她的BP机，听她的消息，受她的小恩小惠。

有一回，大概王自梅推荐的股票涨得很好，全弄堂都欢欣鼓舞。王自梅大手一挥：“今天我请客，大家去吃自助餐！”黑压压的一班人，扶老携幼，换了几辆公车，最后到了一家

金碧辉煌的海鲜自助。

我只记得自己贪婪地吃了一杯又一杯冰激凌，随口对月月说：“你真幸福，可以经常吃冰激凌。”月月眨着和她妈妈如出一辙的大眼睛，回答：“是么？幸福是什么呢？我为什么感觉不到呢？”我很讶异五岁的小孩说出这样的话来，告诉了我妈。几个星期后发现，这又成为了背后嚼王自梅舌根的经典段子。我辗转听到的那刻，非常羞愧，觉得很对不起月月，也对不起请我吃饭的嗲嬢嬢。

那次股疯，我妈买入的最后一支股票叫东方明珠，随着它的一路下跌，漫长的熊市到来了。人声鼎沸的弄堂，声势渐渐消减了下去。

王自梅也被深度套牢，在一片指桑骂槐的唉声叹气里，她穿着趾高气昂的高跟鞋搬出了娘家。据说，是和那个游泳教练姘居去了。半年后，月月又被送了回来，理由是孩子马上要上小学，老房子这里的学校好。但坊间传言，是王自梅嫌弃女儿在家碍手碍脚不自由。月月忧郁的眼神和内向的性格，似乎也佐证了这一点。

【四】

初二的时候，我妈下岗了。一开始政策说夫妻里只会下岗一个，但两年后，我爸也下岗了。朝令夕改，也就这样改了。小老百姓们疲于奔命，并没有力气来螳臂挡车时代的洪流。

我妈下岗后，辗转找过几份工作，有一份就是在王自梅的美容院里做收银兼销售。王自梅那时候每个月会大包小包来老房子几次，看王婆婆和月月。闲了就坐在我家，偶尔还谈股票，开始蹦出一些阴线阳线 K 线的专有名词，俨然比只谈消息的几年前段位高了一——据说是换了一个做金融的男朋友。她日本带回来的钱显然不仅在股市，还做了不少小生意。起初开过面馆和服装店，后来专注在美容院，做了十几年。下岗大潮后，美容院老板娘忽然又变成了弄堂红人，解决了不少老邻居的再就业问题。只是大家又聚在一起说她刻薄抠门，做了一段便纷纷跳槽。

但老板娘王自梅又红光满面了，恢复了指点江山的气概。她带着已经是小学生的月月坐在我家，一边嗑瓜子，一边教育我：“考大学当然重要，专业也要紧的！你以后要学，就去学金融，像我们家小顾，分分钟几百万上下！”她的眉飞色舞刺激到了旁边的月月，月月一声不响，起身就往外走。王自梅瞥了女儿一眼，眉头一皱：“这个小姑娘现在脾气越来越怪了，跟她爸爸一式一样。”随后又拽着我：“芬芬，嗲嬢嬢跟你说真的，学金融好，赚的都是大钱，以后帮你爸妈买个大房子，对吧？”我微笑着点头，望着她眼角边飞舞的鱼尾纹，心里五味陈杂。

那个年代，上海流行的一句话是“不博不精彩”。到底是拼搏的“博”还是赌博的“博”，并没有人去深究，只是楼越来越高，速度越来越快，人心惶惶，心痒难耐。高考后我并没有博进金融系，2分之差，调剂到了社会学系。

【五】

我大学毕业那年是 2004，上海的房价刚刚开始上涨，毕业生们以出国和进外企为荣。我也顺利进了一家 500 强外企，开始朝九晚五的办公室生涯。这安顿了我爸妈下岗那么多年来如惊弓之鸟一样的心。2005 年，弄堂拆迁，我做了一个重要的投资决定——除了拿拆迁房，又用多余的钱和家里的积蓄做首付，贷款买了一套市区的小房子。十年后看来，这是多么英明的一个决定。

这个决定又是受了王自梅的影响。彼时，她已经是资深的炒房客了。“买房子，肯定是要买房子！”王自梅侃侃而谈，“上海的房价肯定要涨的，不相信你们看看香港，香港的房价那高得离谱啊！”她在一个小区买了两套房，一套给王婆婆和月月，一套自己住，还准备再买一套投资。

但人到中年的嗲孃孃也有烦恼事。“月月现在跟我一点都不亲，”她偷偷跑到我家来抱怨，“而且脾气性格吧，跟小时候一点都不一样了。我根本不能说她，一说她就要跳起来，比我还凶。”我妈只好安慰她：“青春期都是叛逆期，很正常的。”“成绩么一塌糊涂，”王自梅叹气，“考大学也不用想了，以后有你家芬芬一半出息就好了。”“你自己小时候读书就读不好，还说女儿干什么”，我爸在旁边插嘴。她笑起来，飞一个媚眼：“大庆阿哥，这种玥台的事情你好不要讲了呀。”虽然笑起来的时候美人余威仍在，但早就不是全盛时候的面貌了。

2006年，月月在高三时，被王自梅送去了澳洲读书，据说是托了已经荣升副院长的月月爸爸在澳洲那里的亲戚。

同年，我遇到了费添，比我大三届，学金融。07年我们结婚的时候请了以前的老邻居，王自梅也来了。敬酒敬到那一桌，发现她正高谈阔论这轮牛市，并翘着兰花指表示准备去环游世界。“你是做基金的啊？”王自梅看到费添两眼放光，“啊呀，你也要叫我一声孃孃的哦，我们以后要好好聊聊的！”

【六】

2008年，汶川地震、北京奥运、金融危机，上证指数从5500点跌落到1600多点。好在07年时，我和费添把大半积蓄拿出来结婚买房，侥幸躲过一劫。而王自梅似乎就没有那么幸运。据说美容院的生意已经不好了挺长一段时间，加上现金都套在股市里，月月澳洲又要用钱，她就结束了生意，又卖了一套房子，搬去和王婆婆一起住了。

吃吃喝喝游山玩水的日子并没有过多久，厄运就降临到了王自梅头上。2009年初，王婆婆被诊断为老年痴呆症。有一天我回娘家正好见到王自梅也来找我妈，客气的一笑里神情非常疲倦。“有什么办法呢？现在真是样样都要自己操心了，”她叹气，“养老院也不收，保姆又难请，只好我自己看。”我妈安慰她：“你运气也算好了，玩了半辈子，你看看我，前面伺候芬芬奶奶就伺候了十来年。”王自梅苦笑，尖尖十指上的指甲油已经剥落一半，而没有焗油的头发里，露出了一大片一大片的灰白。我心下恻然——嗲孃孃也老了。

然而生活永远都有变得更坏的可能。有一天保姆休息，王自梅搓了通宵麻将第二天回家，发现家里煤气泄漏，王婆婆已经倒在客厅近十个小时了。警察后来推断，王婆婆可能开了煤气准备做晚饭，但之后又忘记了，造成了煤气泄漏。王婆婆葬礼当天，我请了假陪着爸妈一起去。王自梅披麻戴孝神情木然，而从澳洲赶回来的月月在一边哭得撕心裂肺。盖上棺柩的那一刻，月月死死抓住，一声声哭得几欲昏死过去。王自梅上去拉女儿，却被月月一个反手耳光打倒在地。

“你配做人妈妈，你配做人女儿么！”月月双目通红咬牙切齿，“我没有你这种妈妈！我跟你断绝母女关系！”

王自梅慢慢直起身，不言不语，不一会儿，生生吐出一口血来。

【七】

2012年年底，我儿子飞飞出生了，是一条小金龙。王自梅来我家看过一次，包了一个不大不小的红包。我看她整个人容光焕发，好象突然年轻了20岁，非常惊讶，之后就问我妈：“嗲孃孃去整容啦？”我妈撇着嘴点头：“是呀，什么割眼袋咯，光子嫩肤咯，打这个酸那个酸咯。她现在不要太潇洒，生意也不做了，女儿也不认了，天天搞点理财，花钱大手大脚。”随后又压低了嗓门，似笑非笑地说：“听说找了一个不到四十岁的小白脸。”咦，那个风光的“坏女人”又回来了。

费添心心念念要自立门户，回家越来越晚，应酬越来越多。我白天上班，晚上奶娃，内外交困，仿佛一个浑身充满了负能量的单身妈妈。争吵、冷战、再争吵、再冷战，夫妻间不

多的见面时刻我们都用来相互憎恨。

我妈坚决反对离婚，说：“你想离婚就离婚啦？看看那个王自梅！”我反唇相讥：“王自梅怎么了？我觉得她日子过得很好，一辈子潇洒得很。”我妈急了：“那你看看她家的月月！大人顾自己痛快，苦的都是孩子。”我继续不以为然：“切，不快乐的家庭环境比单亲家庭给孩子带去的创伤更大。”我妈摇着头：“快乐的家庭环境，有几个一辈子快乐的家庭环境啊？你不要给自己的不负责任找借口，老公当初不是你自己找的啊？”

老公当初确实是自己找的，只是时光变了，我们变了，我们对对方的期望也变了。

不死不活地又拖了两年，飞飞长大了，会说话，会走路，朝着我笑的时候背后发出天使般的光芒。有段时间，我忽然发现我们的银行户头里多了一大笔钱，问费添，他说：“哦，最近股市赚了一点。”所以，他心里还是有这个家的吧。

14年的时候，我觉得周围空气都开始变化——到处都是饥渴的钱的气味。创业，周围的人都在谈创业。外企大幅缩减开支，很多撤出了中国。最好的毕业生，不再去投行咨询，不再出国留学，都纷纷下海，闯入了创业的洪流。饭店里，咖啡厅里，到处都是在谈项目的人，每双眼睛都炯炯有神，背藏着光芒万丈。我又想到了那句话，“不博不精彩”。到底是拼搏的“博”，还是赌博的“博”？

我妈又开始做股票了，一开始说08年跌怕了，这次小玩玩，但止不住地，一轮一轮越投越多。到了后来，就连我爸都在微信里转，这轮的政策市有多么强劲，一个十年牛市的时代到来了。

我开车在灯红酒绿的上海街头，小时候记忆里的弄堂、马桶、晾衣服的竹竿，都渐渐退去了。Chanel, LV, Burberry, 招牌璀璨，而我心底却生出一种无处寄托的惶恐，仿佛随时都会被时代抛在身后。

【八】

3月的时候，我和费添说，准备跳槽，去一家创业公司做线上渠道拓展。费添心不在焉地“嗯”了一声，忽然说：“有个王自梅，是你亲戚么？”我心里一惊：“不是啊，老邻居而已。你怎么认识她？”费添点点头：“我就在想，你亲戚我怎么会一点印象都没有。她前两天打电话给我，咨询我一点事情。”

王自梅在本轮行情里，斩获颇丰，有券商打电话给她，推荐融资融券业务。她心动，又怕踩不准行情，想了一圈，竟然想到我老公是做金融的，七拐八弯也能让她联系上。

“你怎么跟她说的？”我有些惴惴不安。“就稍微给她说了两句这个业务，正规渠道危险性不高，但什么都不懂的，我也不推荐她做杠杆，你亲戚么，还是保险点，”费添回答。“她什么都不懂么？”我疑惑地问。王自梅可是二十年前就开始带领大家炒股的啊。费添蔑笑一声：“她能懂什么呀？”但过一会儿又说，“但心满野，杀气大，连房子都卖了。”

王自梅这次，真的是破釜沉舟。前几年，几个老邻居接连得了癌症，不抽烟的得肺癌，身体强壮的得肝癌，每年体检的得胃癌，淋巴癌、乳腺癌、直肠癌，王自梅认定，是中国的环境造成的，于是她下定决心要移民。要移民了，在中国也算了无牵挂，多赚点，再多赚点，在中国赚，去外国花。

6月19日，周五，第一次暴跌307点。王自梅加了我的微信，说费添不回她电话，让我问问费添大势如何。我哑然失笑，原来现在她听消息听到我这里来了。但其实从那时候开始，我也不大能联系上费添了。他们一个团队的在宾馆开了个房间，日夜盯盘，偶尔才回我一个消息报平安。我们的银行户头和理财户头里所剩无几，费添这次不论公私，都是满仓。

王自梅的朋友圈里，都是各种积极消息，国家队来了，政策要来了，十年牛市就要开始。6月30日，惊天逆袭，王自梅微信上给我发了一个88元的红包，说“大家红起来，发起来”。

【九】

但大跌还是来了。

7月7日，千股跌停。晚上加班到一半，忽然接到王自梅心急火燎的电话：“芬芬，你能借我点钱么？我要交保证金！”我为难地说：“嗲嬢嬢，我家里的钱也都在股市里呀。”王自梅急道：“你有多少借我多少好吗？我给你利息啊，你要几个点都可以啊！我要再备一百万，还缺五十万，你当是给嗲嬢嬢救命好么！”

我心里一团乱麻。费添又是两天没有音讯，我爸妈在家对着孩子看着看着就唉声叹气，我左算右算，实在挪不出钱来。“两万，你就借我两万，可以么？算我求求你了！”王自梅哭出来。我只好从支付宝里转账了2万块。

7月8日，一早，我就给费添打电话。一次，两次，三次，十次。全部没有人接。接着，我就得知，隔壁商场有人跳楼。再接着，有警察找来，问我认不认识一个叫王自梅的女人。我是她生前最后联系的几个人之一。

7月8日早上10点半，王自梅被强行平仓，损失近千万。10点52分，她从商场6楼一跃而下，结束了她56年的人生。

【十】

7月9日，王自梅的血迹刚被清理干净，股市便开始绝地反弹。有人在隔壁跳楼，已经成了旧闻，办公室里关心的，变成是否应该进场抄底。

我联系上了费添，电话结尾提了一句王自梅的事，他的反应是：跳早了。如果等到今天，可以再入市。今天他做配资的朋友电话已经被打爆，很多都是之前被强平出局的，还是想用杠杆翻本。“有赌未必输，”费添说。

有赌未必输。我在心里倒吸一口凉气。一个生命消失了，消失的时候再轰轰烈烈，很快，便如流星划过长夜，不留一丝痕迹。“亲戚或余悲，他人亦已歌。”而最悲哀的，无非是连余悲的亲戚都没有。譬如路边凋谢了一朵无名小花。

但我还是每时每刻都会想到她。

我想知道她为什么来到我办公室隔壁的商场。是来见什么人？还是来借钱？我也想知道她生命的最后一刻在想什么。是王婆婆和月月？还是生命里形形色色经过的男人？这个世界上，她爱过谁，又有谁爱过她？

我在昨夜的梦里，穿过熙熙攘攘的人群，回到早已不存在的弄堂。石库门一扇扇打开，有人光着膀子乘凉，有人拿着面盆洗衣。石台小路，木头扶梯，蜿蜒闪烁的光线明亮。一直走，一直走，回到五岁时的那一天。有一个美丽的年轻的女人，长波浪，红嘴唇，皮肤胜雪，一双眼珠乌黑动人。那天她穿了一条宝蓝色的连衣裙。不一会儿，我妈的声音从隔壁传来：“芬芬，回来吃饭了！”我应一声，立刻欢笑着转头朝她摇手：“嗲嬢嬢再会。”“再会再会，”她身上有一种迷人的香。

醒来后，又是前途无量的新一天。

故事 7：一个股民的“痴狂”生活——55 万亏得精光 心力交瘁

作者：文章来源广州日报。

暴跌之初，不甘心、不割肉，坚决持有;暴跌之末，很绝望，很疲惫，割掉股票，发誓不再重来;但反弹一来，既亢奋又贪婪，追高买入。炒股十年，孙艺几乎精神崩溃。

茶饭不思心力交瘁 三月没给孩子做一顿饭 平仓后准备借钱翻本家人苦劝无效

数日之前，家住广州白云区的股民孙艺(化名)在万般无奈之下主动平仓了所有中国中车(行情 18.1 -1.15%,咨询)的股票，她 50 余万元的积蓄化为乌有。这位有着 10 年股龄的老股民，从 2009 年开始全职炒股。但每天都被股市的波动折磨得心力交瘁：“天天对着电脑看大盘，涨的时候很激动，跌的时候也很激动，休息日，我也一直在琢磨股票，因为看电脑，视力越来越差，中车跌的时候，我一口饭都吃不下去，每天只喝两杯咖啡，都瘦得不行了。”

即使如今一无所有，但孙艺也从没有打算就此收手，她又借来家人和朋友的钱，还要在股海中试图翻本，股票压上了她人生的全部赌注，“我不打算找工作，我不甘心。”

不甘与恐惧，贪婪与绝望，亢奋与疲惫。炒股的时候，几乎所有人性的弱点，都在孙艺身上无限地放大：暴跌之初，不甘心、不割肉，坚决持有;暴跌之末，很绝望，很疲惫，割掉股票，发誓不再重来;但反弹一来，既亢奋又贪婪，追高买入。炒股十年，孙艺几乎精神崩溃。

巨额亏损：

55 万亏得精光

广州日报：你是什么时候买入中车股票的？

孙艺：我是 4 月下旬的一天，中国北车第九个涨停的时候，我在开盘时把价格挂在涨停板上买入的，当时的股价是 42 元多，一共买了 15 万元，开盘的时候，中国北车是封涨停的，但一开盘，股价很快就滑落下来了。随后，我又买了中国南车，第一次是 39.39 元买进去的，我一共分了三次买入，这次，我把我所有的钱和融资的钱都砸进去了。因此北车就一直没有钱补仓，南北车合并中车之后，我原本以为它会涨起来的，但股价却一路下跌，让我几乎崩溃。

因为我的融资到了警戒线，券商要我赶紧加保证金，但我当时已经没有钱了，只好向朋友和家人借款，保证金是分两次交的，每次 5 万元，一共 10 万元。券商都已经劝我不要再去补仓了，非常危险。我也没敢买入，但中车的股价依然没有停止下跌的颓势，到最后，已经快接近强平线了，所以我主动把仓平了，因为我还要还借款，再跌，钱都要还不上。

广州日报：当时为何选择融资，不知道有风险吗？

孙艺：这没什么奇怪的，因为我身边的朋友几乎都融资炒股了。当然，我没敢尝试场外配资，只是在券商那里融资，我的本金有 55 万元，输入到券商的库里面，就自动显示能够融资 40 万元，杠杆不算大，但因为融资，我每天都要给券商交 100 多块钱利息。

广州日报：为何选择买中车？

孙艺：我每天的工作就是收集关于股票的新闻，国家的信息政策等我都会浏览，所以当时我非常看好这只股票，因为媒体把这只股票渲染得太厉害了，虽然它已经涨了好多倍，但当时还有很多股票涨幅比中车还要大很多。但我从来就没有这么失败过，两个多月来为了它我伤透了心，复牌之前，我已经亏了 21 万元，还要每天给利息，就是指望复牌能够翻本，能让我赚点。

因为在中车停牌的时候，东方财富(行情 62.1 +0.32%,咨询)网上有一篇很长的文章，说中车未来的估值至少应该涨到 100 元至 150 元，它把中车说得这么好，我作为一个小股民，当然相信这种网站上说的话，所以也受到了它很大的影响。但最后我亏得一无所有，我当时很想不通，因为觉得自己太失败了，从来没有这样失败过。

广州日报：中车当时的市盈率已经很高了，你当初买的时候，没有觉得它的估值偏高吗？

孙艺：我知道它是突飞猛进的，但牛市来了，所以我觉得它 40 多元的价格还是正常的，

它应该是可以爬得更高的，因为很多股票都是从几元爬到几十元，何况它还是龙头股。

“炒股综合征”：

吓傻、崩溃、茶饭不思

广州日报：第二天复牌之后，中车的股价从涨停到跌停，如果是老手，应该赶紧止损，为何没有？

孙艺：第二天封涨停时，我只亏了一万多元，但想不到一开盘它会一泻千里，这样的跌幅把我吓傻了。我完全吃不了东西，十几天来，我几乎没吃过饭，每天都只喝两杯咖啡，然后昏昏沉沉地整天守在电脑旁边，就这样一直煎熬了十几天，股价一直在跌，我彻底崩溃，眼睛哭得看不清字，人瘦得像皮包骨头一样，我从出来工作的时候就整天对着电脑，到现在，视力已经变得很差。身体也变得很不好，股票涨的时候兴奋心跳加速，跌的时候心跳也加速，我整天都吃不下东西，疲惫不堪。

没有果断斩仓，我非常后悔，千万个后悔。当时我没有止损，主要是因为我不甘心，我拿了融资，融资已经亏了 21 万元，停牌的一个多月，我很痛苦，每天都要还融资的利息，而其他的股票都在疯涨，我却没钱去买。

广州日报：你当时的情绪是怎样的？

孙艺：我赔得一无所有。我连续两天都没有吃饭。把自己一个人关在屋里，想起这些年我在股市里投入的时间、精力和花费的金钱，真的觉得自己这些年的光阴都白费了。

我跟儿子说，“你将来千万不要像我一样，花费这么多的精力在股票里面，到头来，钱没有赚到，还落得伤心难过。”我家里的人也轮流过来劝我，我的心情才算平复了一些。

6月26日，大盘下跌了7.4%，几乎所有的股票都跌停了。我已经失魂落魄，我走到外面跟朋友打电话，说股票都跌停了，他让我吃点东西，我吃不进去，眼泪止不住地流。我就是这样在午夜的街头流浪了一个晚上，直到星期六(行情 13.69 +4.19%,咨询)早上十点多钟，我才回到家里，冲完凉，也吃不下东西，就一直对着电脑。作为一个失败的股民，我已经分不清白天和黑夜了。

在星期一开市的时候，股票又跌停了，融资已经到了警戒线了，要跌到30%，我就要被强制停仓。券商那边让我赶紧交保证金，我就赶忙找朋友借了5万元放进去，前后一共投入65万元的本金。

每天亏损，还要还券商利息，后来为了避免朋友的本金受损，我不得不把股票全部割肉了，我变得一无所有了。

我身边的股民朋友都有融资的，他们都不去上班，在家专职炒股，我们坐在一起只会谈股市不会谈其他的，就像吸毒一样深陷其中，手上有钱，却不入市炒股，我就会觉得心里空空的，就会手痒，我把炒股作为我生活的全部，甚至因为股票而冷落了我自己的孩子。从4月20日买股票到现在，我都没有做过一顿好饭给他吃。现在想想，挺对不起孩子和家人的。希望以后能多一点时间陪他们。

故事 8: 恶意沽空机构魅影——一位前十大流通股股东被强平的背后

作者：陈植，21世纪经济报道记者。

由于前段时间股市大跌导致两融账户被强制平仓，投资者陈俊及其妻子股票账户里的5800万元，不到一个月时间基本“灰飞烟灭”。

更令陈俊没想到的是，自己还成为某些人眼里的“恶意做空者”——由于他的两融账户担保维持比例跌破130%，7月8日、9日两天，他手里的400余万股高鸿股份（000851.SZ）被申万宏源证券上海上中西路营业部要求强制平仓，导致其间这只股票一度出现连续跌停。资料显示，高鸿股份流通股本为4.85亿股，按交易日平均换手率5%测算，每日成交股数总数约为2400万股，陈俊一口气被迫挂出400多万股卖单，对这只股票的股价而言有着不小的影响力。

“尤其当我看到公安部门正在调查恶意做空者线索的新闻时，真的很担心自己会被牵连其中。”陈俊告诉记者。此前，证监会相关人士明确表示，在股市大幅下跌期间的某些跨市场、跨期现市场操纵行为，将被纳入恶意做空范畴。陈俊担心自己的股票被强平符合恶意做空行为的某些迹象：比如短期内大举甩卖一只股票；而且在政府积极救市的环境下，自己开出与市场交易趋势严重不符合的交易单等。

“其实我不想平仓，也准备拿出房产抵押融资，弥补两融账户的保证金缺口，但不知为何申万宏源证券上海上中西路营业部还是把我账户给强平了。”陈俊表示。21世纪经济报道记者多方了解到，在股市大跌期间，券商客户两融账户强制平仓的案例为数不少，不少投资者损失近千万本金。

“这也许是某些沽空机构乐于见到的状况。”一位场外配资机构主管透露，早在3-4月份牛市行情启动时，一家机构曾找到他，希望他能每日提供场外配资新增规模的行业交流数据，用于研发一个量化投资模型，却不愿留下具体的机构名称。如今，上述主管意识到，这家机构的沽空步骤，是先收集场外融资交易数据，再结合券商两融业务规模数据，设计某种投资模型估算A股指数不同关键点位所对应的杠杆投资账户爆仓程度，趁着股市去杠杆化，实现沽空套利的目的。

“这些大户被强制平仓而抛售的巨额股票，反而变成他们借势沽空A股的筹码。”他认为。倒在黎明前最后一刻6月24日当天，陈俊及其妻子在申万宏源证券上海上中西路营业部的两个股票账户累计资金，已达到5800万元。陈俊回忆说，当天他看到国家出台相关“互联网+”的扶持政策，便开始大手笔买入高鸿股份。其中，自己账户以2500万元作为保证金，向营业部融资2000万元，买入了190多万股高鸿股份；他妻子的账户以3300万元作为保证金，向营业部融资1800万元买入约225万股高鸿股份，平均持股成本约在20-22元/股附近。资料显示，今年一季度高鸿股份前10大流通股东最低持股数为205万股，陈俊与其妻子的合计持股数量逾400万股，很有可能被纳入二季度高鸿股份前十大流通股东之一。

“其实，我与高鸿股份高管并不认识。之所以买入这只股票，主要是看好这家公司所具有的互联网+、央企改革等概念。”陈俊解释称。但令他万万想不到的是，随着股市迅速下跌，等待他的竟是一场“灾难”。7月3日当天，高鸿股份股价一度跌破13元，陈俊的两融账户担保维持比例（即客户总市值/融资额与相应利息之和的比例）瞬间跌破150%，需要追加保证金弥补资金缺口。但陈俊并没有那么做。他告诉记者，当时觉得每天亏损七八百万，自行平仓于心不忍，总觉得随着国家持续出台救市措施，股市很快会好转，高鸿股份的股价也会止跌回升。

然而，7月6日高鸿股份跌停至11.30元时，陈俊突然接到申万宏源上海上中西路营业部的电话，告知他的两融账户担保维持比例跌至128.6%，已经低于130%的平仓线，若第二天他没有在规定时间内追加保证金，将被强制平仓。

“当天我只好先平仓20多万股才涉险过关，将担保维持比例回升到130%附近。”陈俊透露，当天他甚至打电话给高鸿股份证券事务代表，希望公司能暂时停牌帮助股东避免账

户被强制平仓，但对方表示公司暂不停牌。随后两天，高鸿股份又持续跌停，最低跌至 9.15 元/股，令陈俊两融账户担保维持比例再度失守 130%，甚至一度跌破 115%。陈俊妻子的账户担保维持比例也跌至 130% 附近，随时面临被强制平仓风险。

“我当时急了，赶紧与营业部沟通希望能够暂缓平仓。”陈俊回忆说。当时他给出的理由是，国家已经出台多项救市措施，甚至调整两融业务强制平仓标准，意在尽可能缓解两融账户强制平仓压力，而自己一旦因强制平仓而抛售 400 余万股高鸿股份，可能对其股价下跌产生不小的影响，与救市政策方向唱反调。

但申万宏源证券公司上海上中西路营业部最终给出的建议，是希望他能够自行平仓，先确保两融账户担保维持比例提高至 150% 以上。由于沟通无果，陈俊与其妻子在 7 月 8 日当天开始抛售手里的 400 余万股高鸿股份。但令他意想不到的是，高鸿股份当天开盘直接跌停，且全天换手率只有 0.44%（即成交量略超过 200 万股）。

“可能是受到我的巨额沽单压力，8 日当天高鸿股份没人敢买了。”陈俊认为，而当天他只抛售了 22 万股。陈俊觉得，因强制平仓而抛售如此多的股票，是在作茧自缚。一方面巨额沽单导致股价持续跌停，自己损失更大；另一方面，自己还被某些投资者视为“恶意沽空者”，尽管自己不是有意沽空，但巨额抛单很容易引发更浓厚的空头氛围。

7 月 9 日早上，陈俊做出最后的努力，向营业部人士表示可以用房产作为抵押，取得融资追加保证金弥补两个账户的资金缺口，希望对方能暂缓强制平仓。但陈俊被告知，当天凌晨 2 点，其账户所剩的 170 余万股高鸿股份已被券商在当天跌停板价格 8.24 元/股挂单抛售。受此影响，陈俊妻子也担心自己的两融账户遭遇同样强制平仓的待遇，也在当天以跌停板价格抛售了约 180 万股高鸿股份。

“我感觉自己就是倒在黎明前的最后一刻。”陈俊无奈表示。7 月 9 日 A 股在开盘后开始触底反弹，截至 17 日收盘，高鸿股份股价已涨至 12.81 元/股。他粗略估算，由于高鸿股份被强制平仓，两个账户中的 5800 万资金几乎损失殆尽。目前，他的账户只剩市值约 340 万元的北大医药（000788.SZ，于 5 月 22 日起处于停牌阶段），其中 300 万元是两融业务贷款，加之融资利息开支，目前这个账户的担保维持比例仅为 93%，等于本金损失殆尽的同时，还欠营业部一笔贷款费用。陈俊妻子的账户在 7 月 14 日抛售剩余 20 万股高鸿股份后，只剩下 130 余万元以及 300 万元市值的北大医药，但账户担保维持比例也只有 89.6%，同样面临本金全部损失的状态。

不仅面临巨额损失，陈俊更担心公安部门一旦发现他连续两天挂牌抛售 400 万股高鸿股份，有可能调查他是否恶意做空。唯一庆幸的是，如果股市 7 月 9 日没有触底反弹，陈俊因强制平仓而挂出 400 多万股高鸿股份抛单，导致这只股票的股价进一步连续跌停，反而更容易被怀疑存在恶意沽空行为。谁是恶意做空者？令陈俊颇为不解的是，在 400 多万股高鸿股份被强制平仓的背后，谁才是“恶意做空者”？随后几天，沈俊多次到申万宏源证券上海上中西路营业部、申万宏源证券总部、上海证监局反映情况，希望申万宏源方面能给出一个解释，为何在政府积极救市、自己愿拿出房产抵押融资追加两融账户保证金的情况下，延长平仓时间的申请仍无法被批准，从而导致 400 多万股高鸿股份被强平抛售，被人视为“恶意做空”。

一位券商人士认为，申万宏源对陈俊的账户进行强制平仓，本身是合法合规的。7 月 1 日，证监会修订的《证券公司融资融券业务管理办法》规定，从 7 月 6 日起，若客户 T 日信用账户低于 130% 的平仓维持担保比例，客户须在 T+1 日收盘前补充担保物或了结融资融券交易，将维持担保比例提高至不低于 150% 的补仓维持担保比例。若客户 T+1 日信用账户维持担保比例低于 150% 但不低于 130%，则公司暂缓对客户信用账户进行强制平仓，客户可自行操作信用账户（包括自行平仓等），但客户应保证，T+1 日后的每一交易日信用账户的维持担保比例均不低于 130%。否则，公司将在该维持担保比例低于 130% 的次一交

易日对客户信用账户进行强制平仓，平仓后维持担保比例不低于 150%。

“由于陈俊一直没有通过自行平仓或及时追加保证金，将维持担保比例调高至 130% 以上，最终券商只能按照政策规定与合同条款约定，进行强制平仓。”上述券商人士分析说。但他也表示，在当时政府积极救市的大环境下，若一个两融账户被强制平仓导致一只股票出现巨额沽单时，券商也需要权衡一下账户强平抛股对股价下跌的冲击力。

陈俊透露，经过多次沟通，申万宏源证券后来给出了一个解决方案：即他无需再追加保证金提高账户的担保维持比例（即保持现有两融账户 93.4% 的担保维持比例），但在北大医药复牌当天收盘时，他的账户担保维持比例仍需要达到 150%。但陈俊最终拒绝了这份方案。因为这一方案令他相当不解，此前申万宏源证券方面并没有给予他宽松条件暂缓高鸿股份的强制平仓，但到了北大医药需要追加保证金时，却网开一面。陈俊甚至怀疑在 7 月 9 日他的账户被强制平仓时，是否有券商与投资机构趁机抄底高鸿股份。上述券商人士表示，券商内部有着严密的风控防火墙制度，自营部门及其他投资机构是不可能了解两融业务客户的具体持仓状况与股票交易明细的，更不可能与两融客户存在对手盘交易。

该人士看来，在一个集合竞价的场内交易市场，很难准确查出谁在 7 月 9 日开盘抄底了陈俊所抛售的数百万股高鸿股份。但是，这些大户因两融账户被强制平仓而带来巨大的股票抛售量，却是某些恶意沽空机构乐于见到的。机构沽空手法探秘 在上述场外配资机构主管看来，这些沽空机构是有备而来的。

他透露，早在 3-4 月份牛市行情启动时，就有一家机构曾找到他，希望其能提供每日场外配资新增规模的行业交流数据，用于研发一个量化投资模型，但机构却不愿留下具体名称。随着 A 股持续大跌，他开始意识到这些机构或许来者不善。该主管推测，这家机构的沽空步骤，是先收集场外融资交易数据，再结合券商两融业务规模数据，设计某种投资模型估算 A 股指数不同关键点位所对应的杠杆投资账户爆仓程度，以及部分权重类股票的杠杆盘爆仓价格区间，趁着股市去杠杆化，实现沽空套利的目的。

“这也算是四两拨千斤。”他认为，这类机构无需动用大量资金，只需先沽空中证 500 等股指期货品种，再利用少量资金击穿 A 股关键点位或个股价格区间，造成大面积的场外配资、两融账户被强制平仓，引发 A 股更大幅度下跌，最终实现期现市场联动的沽空套利获得巨额收益。

“有些机构单天沽空收益可能就达到 15%。”一位对沽空手法有过研究的私募人士认为，就交易策略而言，更像是借鉴了高频交易的沽空策略。在欧美金融市场，高频交易往往带有较高的杠杆性，一旦股指某个关键点位被击穿，就将产生多米诺效应，高频交易投资机构会自动止损抛售更多股票，引发股指越跌、抛单越多的恶性循环。

“A 股市场的高杠杆性，恰恰给这套沽空策略带来一定的操作空间。”上述私募人士指出，但他不确定这是某家机构单兵作战，还是多家机构联合布局。

在他看来，要在单日成交额逾万亿元的 A 股市场实施这套沽空套利策略，一方面需要充分借势——即通过大手笔买跌股指期货，大幅扩大股指期货与 A 股指数之间的贴水幅度，营造市场悲观情绪，吸引更多做空者参与；另一方面，需要精准打击，有效击穿 A 股某些关键指数点位，引发场外配资、两融账户的大面积强制平仓，人为制造源源不断的巨额股票抛单，配合股指期货沽空的步伐。

上述私募人士表示，令人疑惑的是，此前不少个股连续跌停的同时，成交量却不低。“不排除是这些沽空机构每天在跌停板买入一定数量股票等待第二天抛售打压股价，迫使场外配资盘强制平仓引发更大的抛盘。”他分析，沽空机构在股票现货交易的亏损，完全可以通过沽空股指期货的巨额收益来弥补。这种做法的另一个好处，就是能很好地隐藏跨期现市场恶意沽空套利的痕迹，甚至可以将自己“包装”成期现市场的套期保值者。

而这些机构在股指期货的沽空策略也变得相当隐蔽。通常不会隔夜持仓，避免被监管部

门察觉其沽空动向。具体而言，早盘期间他们会大手笔沽空股指期货，以营造空头氛围，通过不同账户进行频繁的对敲交易，一面放大期指成交量隐藏沽空行踪，一面趁机进一步压低期指，一旦股指期货与 A 股指数的贴水幅度被进一步放大，又会吸引新一批期货投资者跟随沽空，起到事半功倍的效果。一位投行人士表示，这套沽空策略要行之有效，须有精确严谨的投资模型，至少能大致估算出 A 股市场不同指数点位的杠杆投资数据及客户爆仓状况。要做到这点，除了需要全面收集场外配资、两融业务、部分权重类股票杠杆投资比重等最新动态数据，确保投资模型的准确有效性，还需精通各类沽空套利手法。

“在欧美市场长期专注沽空套利的专业机构或人士，可能比较了解其中的操作诀窍。”上述投行人士表示。但有一点很明显，即两融业务、场外配资账户被强制平仓所释放的巨量股票抛单，会被作为沽空的武器。在他看来，这类沽空机构往往对各国金融监管部门货币政策动向最为敏感，一旦发现中国相关部门采取切实措施打击恶意做空行为，就会迅速撤离，等待事态平息再伺机卷土重来。

“目前，A 股市场的空头力量已经有所削弱。”上述券商人士直言。尤其是公安部门已经锁定上海个别贸易公司涉嫌恶意做空的线索，令沽空机构纷纷躲避。21 世纪经济报道记者从多位私募基金人士处了解到，不少沽空机构的角色转变非常之快，当其认为 A 股股价已经偏低时，就会转手买涨 A 股。甚至有的机构之所以参与沽空，就是希望能趁着 A 股去杠杆化期间大幅压低股价，以便降低持股成本。

1.2 基金经理

故事 9：私募基金交易员的一天：游走虚拟中国和真实世界的两极

作者：杨志锦，21 世纪经济报道记者。

核心摘要：蒋莱也认为，每次股灾都是选股的好时机。他每次都会从股灾中选择一些股票让女儿抓阄，然后在女儿生日时买入，作为送给女儿的礼物。“我将持续买到她 18 岁，并长期持有。”他说。

7 月 9 日上午 9 时许，天已大亮。曹刚并未拉开窗帘，一缕跳动的光线从狭小的缝隙偷偷溜进这间神秘的房。房间内一台电脑屏幕数据不断跳动，曲线忽上忽下地移动。

这台电脑由曹刚操控，他是一家私募基金的交易员。同在一屋内交易的是他的搭档蒋莱，他们从事操盘手多年，历经多轮牛熊转换。相对于散户，他们是市场中较为专业的代言。

“交易员也很恐慌，从未见过这样的跌幅。”这家私募基金的负责人说，“一个月杀去这么多，确实比较罕见。”二级市场上，短短 17 个交易日，中国股市从暴涨迅速转换到暴跌的状态：上证指数从 6 月 15 日 5174 点下跌至 7 月 9 日的 3373 点，降幅高达 34%。

基于操盘的直觉和对行情的判断，曹刚和蒋莱在 6 月 18 日已将仓位降至 3 成，在暴跌中锁定了部分利润。暴跌正是建仓之时：在央行承诺向证金公司提供流动性支持之后，他们又开始逐步建仓。

简单的操作背后，实际上是对资本市场的理解及对上市公司调研、研究之后的相机抉择。根据市场的机会，他们的选股方法在价值投资、趋势分析、技术分析、资金分析之间

转换，恰如他们在键盘上切换股票那样迅速。

交易时分

7月8日，上证指数收于3727.13点，相比上一日跌幅达5.9%。当日沪深两市超过1400家上市公司停牌，900多只个股跌停，慌乱和恐惧的情绪在中国股民之间蔓延。当晚，证金公司宣布称，将向几家基金公司注入流动性。

当天收盘之后，曹刚和他的同事讨论认为股票市场已经见底。此前的6月18日，曹刚已将仓位降低至3成。确定见底之后，他想在第二天也即是7月9日加仓。但是委托人认为市场行情尚不明朗，只同意他将仓位加至6成。次日一早，曹刚就来到位于北四环的交易房间中。

根据开盘前的集合竞价记录，曹刚的买单在开盘前就已敲定。开盘后，曹刚神情凝重，紧盯屏幕，丝毫不敢离开半步。整个房间只有噼噼啪啪敲击键盘的声音，屏幕上的股票走势图不断地切换。

直至上午10点，曹刚才起身倒了一杯水。“行情符合预期。”曹刚松了一口气。当日，大盘低开高走，曹刚买入了一部分关注的股票，一部分股票则因为报价太低而未能买入。

端着杯子回到房间后，寂静和讨论交替出现。曹刚和蒋莱各自面对着电脑，间或对某只股票开盘半小时以来的走势聊上几句。时而蒋莱走到曹刚的电脑前，点开某只股票的走势图。“你给他们发一下投资建议。”蒋莱说。“都已经封板了，我现在给他们发还有什么意义？”曹刚向记者解释，公司在其他地方还有操盘的交易员，蒋莱和曹刚会根据股票走势对其他的交易员提出买卖建议，当然其他交易员也是如此。

这期间，他们关注的几只股票陆续涨停，已经没有较好的买入机会。他们打开网页，刷了一阵微博，浏览财经新闻，神情更显现放松。上午收盘后，他们并未关掉电脑，下楼吃了个简餐。

午餐后，大盘股也持续上涨。一阵沉寂之后，曹刚说：“联通挂卖单了，（卖了）待会看看还能买啥。”“买不了了，哥们！中国重工（601989.SH）都已经封单四五十万手，没好票了。”一旁的蒋莱加大音量说。

突然间，屏幕上中国联通（600050.SH）的走势陡峭起来，蒋莱看着盘面催促：“快！快！快！六块九毛五扔掉，这是跟风涨的。”曹刚迅速切换到账户界面，下了卖单。

与此同时，上证50等权重股也已疯狂跟涨，买入的机会一秒一秒地变少。“抢筹的人太多，这个时候买会很不舒服。”曹刚说。至此，余下的时间他们已基本不再操作，蒋莱则去隔壁房间小憩一阵直至收盘。

真实世界的价值投资

曹刚操控的电脑屏幕很大，长约1米，宽约0.6米。他把电脑分为四个单元，其中右上角占据三分之一，均分为相等的九个小模块。九个小模块中，是他自己选定的7只股票及2个指数。

这7只股票是曹刚花了诸多功夫挑选出来的，其中任何一只股票他都能说出几个支撑他买入的理由。这些理由可能是分析的结构，也可能是花费精力去调研的基本面。曹刚举例说，为了了解北京一家上市公司，他找了一辆车，花了几天的功夫去探查这家上市公司分布在北京各个角落的房产。另外一只股票，他则将这家上市公司旗下拥有的土地资产在地图上——标注出来，并估算了这些地块的价值。

他认为，这次股市暴跌将是较好的买入时机。7月5日这个周末，证监会称央行将给与证金公司无限流动性支持的时候，曹刚在7月6日买入海正药业（600267.SH），但7月7日海正药业再次跌停。7月7日，曹刚再次买入。他认为海正药业正是属于被错杀的类型。

蒋莱和曹刚背对而坐，整个房间约摸10平方米。房间一侧的正上方是一块镶有四枚同样硬币的牌匾，四枚硬币长约1分米，呈淡金色。牌匾的下方是蒋莱的位置，他的办公桌上

摆放着一台 15 寸大小的电脑。

蒋莱熟练地在这台电脑上迅速切换键盘，每只股票的走势随之在屏幕上闪过。他的自选股既有云南白药（000538.SZ）、中国平安（600318.SH）这样的蓝筹股，也有小盘股。蒋莱说，为了体验某一家上市公司的服务，他会使用同类上市公司的产品，以确定这家公司是否具有投资价值。同样，他也会向上市公司提出建议，如果上市公司采纳，他会认为上市公司的管理团队不错。

蒋莱也认为，每次股灾都是选股的好时机。他每次都会从股灾中选择一些股票让女儿抓阄，然后在女儿生日时买入，作为送给女儿的礼物。“我将持续买到她 18 岁，并长期持有。”他说。

蒋莱的电脑桌旁边堆放着一米多高的证券类报刊。“这些报刊是公司订的，我们从来不看。”蒋莱坦言。他们的投资理念来自真实世界的调研和理解。按照投资的细分类型，蒋莱和曹刚所选的这些股票毫无疑问属于价值投资类型。他们称，价值分析也是他们主要的投资分析方法之一。

“散户买了股票之后会比较在意股票的涨跌，从自己的盈亏去看股票，并不看股价是多少。”蒋莱说，“之所以恐惧，就是从自己的盈亏去考虑，而不是从价值投资的角度去考虑。”

虚拟中国

曹刚和蒋莱也会采用技术分析和趋势分析的方法衡量股票。不过他们称，技术分析只能占 5% 左右，趋势分析稍多一些，但也只能占 35% 左右。这些投资理念则是对虚拟中国的理解。蒋莱认为，股市折射出来的是一个虚拟中国。

“在这个虚拟中国中，A 股从来没有一只股票低估超过三个月，但同时很多股票都很贵，甚至很多股票在 1624 点的时候同样很贵。”蒋莱说。在这个大多数股票价格都超过股票本身价值的市场，投资者大多依靠讲故事、趋势判断去获取收益。

这一轮牛市中，南北车的合并、全通教育（300359.SZ）等股票都通过讲故事实现了股价不断上涨的目的。但当故事变为现实情况后，涨势却戛然而止。如南北车合并为中国中车（601766.SH）后，仅一个涨停板，股价就迅速下跌。“第二个涨停并不奇怪，奇怪的是复牌后居然还有一个涨停。”蒋莱说，“毕竟中车的故事已经讲完。”

趋势投资方面，蒋莱认为，股票交易很简单：你认为一个标的会涨，然后别人也认为会涨，那么这个标的肯定会涨。当然，富贵也要险中求。港股数字王国（00547.HK）经过多日的下跌之后在 7 月 8 日已到一個低谷，当日蒋莱买入了数字王国。

9 日下午，在数字王国大涨 60% 之时，蒋莱激动地喊道：“哥们，快看数字王国，快看数字王国。”蒋莱一边点开股票分时线之后，一边和曹刚讨论。他们认为数字王国的政治风险基本已经消除，先知先觉的资本已提前布局。

采访中，蒋莱和曹刚游走在真实世界和虚拟中国的两极。他们毫不掩饰对某只股票的热爱，热衷于价值发现，对普通股民津津乐道的一些上市公司，不屑一顾，“公司太烂。”但他们也直言，会和一些资金合作拉一拉不具价值的公司，而后者恰恰是大多数庄家惯用的操作手法。

故事 10：基金经理自述最艰难三日，动性警报解除前的煎熬

作者：卢远香，21 世纪经济报道记者。

编者按：过去五天，监管层联袂出手，众志成城竭力挽救流动性，多空搏杀令新老股民心惊胆战。仅仅交易 20 小时，市值灰飞烟灭，账户平仓所剩无几，绝地反击又生转圜，冰火重天转机乍现。指数翻红希望重燃之际，资本市场难忘的五昼夜历历在目，既有基金经理焦虑产品流动性身心俱疲，也有迫于股东压力停复牌的闪电诉求，使得上市公司董秘寝食难安，还有难以道尽的各种悲欢交集的投资者们体验。但愿这一切成为记忆，不再重演。

过去一周，A 股投资者见证了历史罕见的“惊魂一周”。

7 月 6 日，A 股由开盘近千股涨停演变为收盘近千股跌停，场内多头彻底变成空头。7 日，两市 1700 余个个股跌停。8 日，1400 家上市公司停牌避险，当天沪指开盘仍大跌 7%，超过 1300 家跌停。

至此，股市出现流动性危机，同时向公募行业蔓延。

“7 月 7 日，开始有股票型基金出现流动性风险，整个行业都绷紧了神经，担心流动性危机蔓延到基金行业。”一位 70 后基金经理向 21 世纪经济报道记者说，过去两周，站在一线的基金经理承受巨大压力，他的体重两周下降 3 公斤。

最绝望的一天

7 月 5 日，一系列救市政策对外发布：证监会宣布暂停 IPO，3 日申购新股冻结的款项全部退还，21 家证券公司出资 1200 亿元成立平准基金，央行将协助给予证金公司流动性支持。

“终于等来了国家级的救市。”5 日晚间，超过三年投资经验的基金经理林峰（化名）松了一口气。彼时，机构群的情绪一扫前期悲观和绝望，大家开始畅想次日开盘千股涨停的美好画面。

正如预期一样，7 月 6 日，沪指以暴涨近 8%、6 亿买盘封死 50ETF 的涨停板，两市近千股涨停。但美好的画面只维持一分钟，开盘后个股直线跳水。截至午盘，创业板指由开盘涨逾 7% 变成跌 7%。400 余个个股从涨停砸到跌停，让林峰彻底傻眼。

“国家级的救市，上午只是挂着几个点的单子拖着，一没力度，二没诚意。”到了中午，林峰注意到各路资金的情绪和预期发生逆转，大家都想着趁国家队护盘快点出货。

6 日下午，1200 亿资金入场护盘，银行、券商、保险、两桶油强势崛起，带动沪指上涨逾 2%。但林峰看到超过千余个个股跌停。

“这是我从业 10 年以来最绝望的一天。等了两周，没想到救比不救还惨。”6 日收盘后，林峰以哽咽的语气向 21 世纪经济报道记者述说着内心的煎熬和痛苦。

本轮市场全面调整始于 6 月 15 日，机构集中持股的创业板成为重灾区。6 月 25 日至 7 月 3 日，仅 7 个交易日，创业板指下跌 778 点，跌幅达 23%。伴随着暴跌，创业板流动性迅速枯竭。

“流动性危机最严重的是创业板，但国家队资金强拉大盘股护盘，这代表创业板遭遗弃，似乎成为有毒资产。”林峰说，过去两周，重仓成长股的基金经理都预期政府救市会带来一波反弹。

但 6 日国家队资金流向权重股，让他们彻底放弃了对反弹的幻想和希望。

“现在看没有机会，没有条件能促成一轮反弹行情。”这天，林峰决定，彻底放弃救市

的幻想，开始动手减仓自救，将组合中还能卖出去的个股先卖出去。

流动性危机隐现

本以为6日白天是最绝望、最崩溃的时点，但林峰没想到，第二天会面临更大的压力。

“散户跟机构一样期盼救市，6日一看，救市没有效果，赶紧赎回基金。”当晚，林峰注意到基金赎回有所放量，此前一天数十万的赎回，6日放大至数亿。

这并非个案。7月6日晚间，某只资产规模仅数亿的成长型基金A，客户赎回量超过30%。根据基金契约的规定，单日赎回金额超过基金资产规模的10%，属于巨额赎回。

按照投资管理流程，当基金持有人赎回基金，基金经理需要卖出组合中的部分股票，变现后再划转到持有人账户。但在中小创面临流动性危机时，卖股票变得非常艰难。

以A基金为例，基金经理7月7日早晨计划卖出十几个个股应对赎回。这些个股有一半分布在中小板和创业板，还有一半是主板股票。

7日上午开盘，交易员以跌停板价格挂单，只成交不到五只个股，其余个股均被百万级别的跌停板封住无法成交。为应对赎回，基金经理只能卖出组合中有流动性的蓝筹股品种。

当天，公募基金行业都意识到流动性风险问题。以某基金公司为例，规模达到数十亿级别的股票型基金，可以当日卖出股票的比例只有十几个点。

“股市流动性危机传导到公募基金，组合中大比例的股票停牌，剩下的股票又有一半跌停，根本卖不出去。”林峰说，7月7日，公募、私募、平仓盘都在卖股票。很多股票只在开盘半小时内有一点成交，其余时间就被封死跌停。

7日早上，IC1507跌停。10点46分，创业板指实质性跌停，100只成分股中有51只停牌，48只跌停，唯一没跌停的乐普医疗（300003）跌近9个百分点。

“千家上市公司停牌影响到公募基金的流动性，最危险的情况是基金经理没办法卖出股票应对赎回。”林峰在圈内小范围交流了解到，停牌股占公募基金持仓比例普遍达20%至40%，个别基金公司组合中超过60%都是停牌股。

数据显示，7月7日，沪深两市停牌个股达791家，当日超过1700只跌停。8日，有1400家上市公司停牌，占比超过50%。

证金出资2000亿防范危机

7月8日，股票型基金可能出现流动性风险成为基金业乃至监管机构都高度重视的问题。监管机构要求基金公司摸底基金赎回情况，以应对可能到来的赎回压力。

“8日上午就收到监管层通知，要求各基金公司投资部、风险管理部、基金会计部、市场部等多个部门召开会议，讨论哪些基金可能有较大赎回，提前做好应对。”林峰说。

截至8日，尽管大多数基金公司的股票型基金没有出现巨额赎回，单只基金日均赎回比例只有1%至1.5%，但基金经理的神经都绷得很紧，担心出现巨额赎回。

庆幸的是，这天是国家队资金救市的第三天，亦是机构重新看到希望的一天。8日开盘前，证监会公告称，股市存在恐慌情绪，非理性抛盘大幅增加，证金公司会加大对中小市值股票的购买力度。

“国家队救市换了个打法，放弃强攻主板指数，改为撬跌停板，主攻成长股。”8日上午，林峰注意到，早盘跌停的个股开始打开跌停，他感觉“有希望了”。

下午，救市资金流入泰格医药（300347.SZ），股价每往上拉升一笔，就有一张大额买单垫在下面。

“泰格医药是创业板龙头股之一，大买单表明了国家队维持股价的意图。”8日收盘后，林峰在内部会议上说，泰格医药涨停，代表国家队资金建立了成功护盘的示范效应，预计创业板很快能企稳。

这天，圈内传来证金公司出资2000亿元申购股票型基金的消息。华夏、嘉实、易方达、南方和招商五家基金公司都获得了证金公司的申购。

“这批名单中没有我们，但这是很好的事情，可以缓解基金赎回带来的压力。”到了8日晚间，林峰近乎崩溃的情绪终于有所好转。

7月9日，创业板最大的龙头股乐视网（300104.SZ）、东方财富（300059.SZ）复牌涨停。场外资金开始入场抄底前期暴跌的成长股，溢出资金流入大盘股，两市超过1200只个股涨停。

10日，市场再现强势反弹，创业板当天交易的205只个股中，204只封涨停，金利华电（300069.SZ）涨9.84%。

趁着大幅反弹，林峰和基金经理们都赶紧调整组合持仓，卖出一些流通市值较小、流动性差的小盘股，转而买入有数百亿市值、业绩高增长的白马成长股。

面对A股连续两天长阳反弹，林峰的心情是“幸好股市稳住了”，基金业面临的流动性危机终于消除。

故事 11：一位在6月初逃顶的私募基金经理“股灾记”

作者：文章来自网络。

2015年6月12-7月9日，是中国股市要记入史册的日子。对我而言，一个在股票市场奋斗了十多年的职业投资者，没有亲历这波市场不知道是幸运还是不幸。5月底和公司提出离职申请之后，就很少操作股票了，只做现金管理，在5月末到6月初的那段时间每天做的事情只是把仓位降到合规比例以下，我相信在牛市里面仓位比股票重要，而且我一向擅长选股，我相信我的股票会跑赢市场的。那时候基金赎回和股票上涨导致仓位每天仓位都在上升，新基金的火爆和老基金的持续赎回同时存在。直到6月5日，我翻出一直跟踪的一个指标--大小盘风格指数，发现它到了一个需要警惕的点位，结合当时查场外配资，查股票操纵，于是我减仓15%。并不是预见日后的大跌，只是因为各种迹象提示我，小股票的风险收益比不匹配，大股票如果上涨又不符合慢牛的政策导向，一时看不清楚，先减仓再说。

6月15日，创业板下跌超过5%，6月16日我的离职公告出来了，于是我也没再关心股票，忙活一大堆繁琐又无聊的开办事宜，比起做投资，这些事情一点都不好玩。直到6月25日，传来一个朋友产品被清盘的消息，才去看股票，发现已经不对了。6月26日，连锁反应加剧，很多股票直接跌停，不给出来的机会，但很多人还在讨论是1:5还是1:4的杠杆爆仓了，觉得只要他们平完了就结束了，大家觉得除了高杠杆和近期成立的没有安全垫的产品，其余产品爆仓的风险并不大。市场调整太快也并没有给大家认识和反应的时间。

6月27、28日那个周末，大家都是讨论怎么办，恐慌的情绪在相互传染，更多人的准备夺路而逃。大家开始讨论牛市已经不在，因为宽松的货币政策不再，这时候降息降准的消息出来了，于是大家说，你看，balabala。那时候只有少数人意识到这是股市的流动性危机，降息降准起不来直接作用，在平仓和恐慌的力量下6月29日再一次千股跌停。为什么说大多数人没有意识到这次危机的性质呢？否则也不会有那么多私募大佬发表联合申明力挺股市了，也不会有那么多大佬因看多太早被清盘了，政府也是没有意识到，否则怎么会喊话都有所保留呢？别说实际买盘了。

6月30日的反弹骗过了很多人，很多做多力量是那个时候进去的，然后被打伤甚至消灭的。7月1日高开低走，市场被融资盘再次拍下来，做多资金受伤严重，期间的高手能够马上反手做空保护自己，可更多的人是稍有犹豫，被埋了进去。至此，很多人才明白过来此

次危机的性质，我也明白这一课的重要性，开始坐在盘前记录、实体感受这一波带来的震撼力量，在思考，如果我在里面，我该怎么做。

08年的熊市经历告诉我，抄底是万万不能做的事情，趋势的力量比你想象的要大。7月2日，护盘资金出动，但护的是两桶油之类的，无用，救火用的水白白洒在地上；7月3日继续这种思路，危机开始扩散，期间盘中有反弹，但瞬间被拍了下来，这时6月30日反弹失败的信心缺失的表现。

7月4、5日的周末是个忙碌的周末，大家终于意识到救市是分秒必争的事情，如果早一周就代价小多了。21家券商拿出钱来，23家公募申明，打新股的钱直接退回、周日晚上8点宣布央行为证金公司提供流动性。作为无仓位的我，大可以笑谈“等周日晚上再做判断”，但对多少人而已，这个周末多么难熬。本来我对救市并不看好，经过一周的观战我的失望情绪也在上升，何况那些真的遭受损伤的人，怎么才能制止他们卖出呢？仅仅是为了生存下去有翻本的机会造成的强大的民间做空力量！危机解决的唯一方法似乎就是用买盘打上去，刹住下跌的车轮，难度太高。我也不敢判断时点，每早进去一天，可能就是10%的下跌，代价大到大家宁愿观望。但我也被周末这种架势震撼了，前所未有的危机下政府拿出前所未有的魄力。

7月6日开盘，高开低走，盘中争夺激烈，看的人胆战心惊，但收盘IC期货拉回持平给了点希望，我对周二充满了期待；

7月7日，中小创大批股票停牌，卖压集中在大盘股，主板开跌。中午创业板拉平，护盘终于不限于大盘股了。羊群情绪继续宣泄，基金赎回潮出现，分级基金下折引发的风险出现，最莫名其妙的事情中小创开始反弹了，而期货却跌停了。最看不懂，又没信心的一天。

7月8日大批股票停牌，但下午创业板有股票从跌停打开，有的甚至涨停了，有点样子了。证金公司申购了5大基金2000亿，其他行政手段一起上。

7月9日，千股涨停，流动性危机解除，晚上群里有一大堆人推荐股票了。人群开始贪婪，据说前期被平仓的人又去申请融资了。

7月10日，千股复牌，怎么走呢？应该没有问题了吧。本以为周一就能搞定的救市办成了一周的激战，小心脏都快受不了了。

回头来看，这波市场有几个陷阱，第一个陷阱，6月17日的反弹，一个关键技术位的反弹，使得很多前期谨慎的人放松了警惕。前期多次高位震荡又成功拉升，麻痹了很多人的神经，牛市思维下很难对这次风险有所识别。但这个错误在6月18日可以纠正，这天也是一个老手能够出来的一天。

第二个陷阱6月30日，这天的迷惑性极强，很多高手被骗进去，只有对这波下跌本质有清晰认识的人、或者纪律性极强的人才能躲过。正因如此，7月1日—3日的杀伤力最大，每天开盘跌停损失极大，危机的威力导致多头再次踩踏，包括前期已经逃出去的资金。7月3日反弹成了逃命机会，优秀的交易者这一天可以再次下降爆仓的风险。

这波市场的教训：

1、把资金的安全寄托于政府、专家的人是损失最大的，不报侥幸心理，积极自救，根据自己产品情况控制出局风险的人活到最后；

2、利用多种工具保证组合安全是必须的。这次如果产品能够利用期货套保，就能够相当部分对冲股票下跌风险，操作更加主动了。

3、互联网导致信息传播太快、信息质量下降，了解市场情绪并坚持独立思考要时刻记在心。

有人对我说“爽总，你太幸运了，高点离职，把握精准”，我也不知道是幸或者不幸。幸运的是，不用承受这段时间的压力，更没有爆仓的风险；不幸的是，也少了在这样一个历史性时刻操作的磨砺。我在想，如果我还在公募岗位上，我会做的好吗？我可能会在高点卖

出的比较坚决，我也可能会在6月30日冲进去，因为公募没有平仓线，我可能不会在7月3日再卖出，然后我会等待援军的到来，甚至对钟爱的股票主动买套，那么这周的净值仍会下行，但长期我会有信心。但我的角色已经转变，未来作为一个私募经理，长期培养的操作习惯，能在高点把看空做到极致吗？在严格把控清仓风险的情况下，如何把利用恐慌收集筹码和控制组合安全很好统一呢？这些都是新挑战。

这波股灾反弹之后市场会再平衡，股市的存量资金回到前期的高位会花很长的时间，杠杆会降下来，但也不要指望国民的赌性能有所收敛。这次市场中公募基金获得了的注资，存活下来的私募也会得到更多投资者的认可，机构投资思维会在平衡市中会更为突出。这是个不算坏的市场。

故事 12: 一知名基金经理的投资笔记——这样抄底血本无归

作者：文章来自网络。

“08年的熊市经历告诉我，抄底是万万不能做的事情，趋势的力量比你想象的要大。”

2015年6月12-7月9日，是中国股市要记入史册的日子。对我而言，一个在股票市场奋斗了十多年的职业投资者，没有亲历这波市场不知道是幸运还是不幸。5月底和公司提出离职申请之后，就很少操作股票了，只做现金管理，在5月末到6月初的那段时间每天做的事情只是把仓位降到合规比例以下，我相信在牛市里面仓位比股票重要，而且我一向擅长选股，我相信我的股票会跑赢市场的。那时候基民赎回和股票上涨导致仓位每天仓位都在上升，新基金的火爆和老基金的持续赎回同时存在。

直到6月5日，我翻出一直跟踪的一个指标---大小盘风格指数，发现它到了一个需要警惕的点位，结合当时查场外配资，查股票操纵，于是我减仓15%。并不是预见日后的大跌，只是因为各种迹象提示我，小股票的风险收益比不匹配，大股票如果上涨又不符合慢牛的政策导向，一时看不清楚，先减仓再说。

6月15日，创业板下跌超过5%，6月16日我的离职公告出来了，于是我也没再关心股票，忙活一大堆繁琐又无聊的开办事宜，比起做投资，这些事情一点都不好玩。

直到6月25日，传来一个朋友产品被清盘的消息，才去看股票，发现已经不对了。6月26日，连锁反应加剧，很多股票直接跌停，不给出来的机会，但很多人还在讨论是1:5还是1:4的杠杆爆仓了，觉得只要他们平完了就结束了，大家觉得除了高杠杆和近期成立的没有安全垫的产品，其余产品爆仓的风险并不大。市场调整太快也并没有给大家认识和反应的时间。

6月27、28日那个周末，大家都是讨论怎么办，恐慌的情绪在相互传染，更多人的准备夺路而逃。大家开始讨论牛市已经不在，因为宽松的货币政策不再，这时候降息降准的消息出来了，于是大家说，你看，balabala。那时候只有少数人意识到这是股市的流动性危机，降息降准起不来直接作用，在平仓和恐慌的力量下6月29日再一次千股跌停。

为什么说大多数人没有意识到这次危机的性质呢？否则也不会有那么多私募大佬发表联合申明力挺股市了，也不会有那么多大佬因看多太早被清盘了，政府也是没有意识到，否则怎么会喊话都有所保留呢？别说实际买盘了。

6月30日的反弹骗过了很多人，很多做多力量是那个时候进去的，然后被打伤甚至消灭的。7月1日高开低走，市场被融资盘再次拍下来，做多资金受伤严重，期间的高手能够马上反手做空保护自己，可更多的人是稍有犹豫，被埋了进去。至此，很多人才明白过来此次危机的性质，我也明白这一课的重要性，开始坐在盘前记录、实体感受这一波带来的震撼力量，在思考，如果我在里面，我该怎么做。

08年的熊市经历告诉我，抄底是万万不能做的事情，趋势的力量比你想象的要大。

7月2日，护盘资金出动，但护的是两桶油之类的，无用，救火用的水白白洒在地上；7月3日继续这种思路，危机开始扩散，期间盘中有反弹，但瞬间被拍了下来，这时6月30日反弹失败的信心缺失的表现。

7月4、5日的周末是个忙碌的周末，大家终于意识到救市是分秒必争的事情，如果早一周就代价小多了。

21家券商拿出钱来，23家公募申明，打新股的钱直接退回、周日晚8点宣布央行为证金公司提供流动性。作为无仓位的我，大可以笑谈“等周日晚上再做判断”，但对多少人而已，这个周末多么难熬。本来我对救市并不看好，经过一周的观战我的失望情绪也在上升，何况那些真的遭受损伤的人，如何才能制止他们卖出呢？

仅仅是为了生存下去有翻本的机会造成的强大的民间做空力量！

危机解决的唯一方法似乎就是用买盘打上去，刹住下跌的车轮，难度太高。我也不敢判断时点，每早进去一天，可能就是10%的下跌，代价大到大家宁愿观望。但我也被周末这种架势震撼了，前所未有的危机下政府拿出前所未有的魄力。

7月6日开盘，高开低走，盘中争夺激烈，看的人胆战心惊，但收盘IC期货拉回持平给了点希望，我对周二充满了期待；

7月7日，中小创大批股票停牌，卖压集中在大盘股，主板开跌。中午创业板拉平，护盘终于不限于大盘股了。羊群情绪继续宣泄，基金赎回潮出现，分级基金下折引发的风险出现，最莫名其妙的事情中小创开始反弹了，而期货却跌停了。最看不懂，又没信心的一天。

7月8日大批股票停牌，但下午创业板有股票从跌停打开，有的甚至涨停了，有点样子了。证金公司申购了5大基金2000亿，其他行政手段一起上。

7月9日，千股涨停，流动性危机解除，晚上群里有一大堆人推荐股票了。人群开始贪婪，据说前期被平仓的人又去申请融资了。

7月10日，千股复牌，怎么走呢？应该没有问题了吧。本以为周一就能搞定的救市办成了一周的激战，小心脏都快受不了了。

回头来看，这波市场有几个陷阱：

第一个陷阱，6月17日的反弹，一个关键技术位的反弹，使得很多前期谨慎的人放松了警惕。前期多次高位震荡又成功拉升，麻痹了很多人的神经，牛市思维下很难对这次风险有所识别。但这个错误在6月18日可以纠正，这天也是一个老手能够出来的一天。

第二个陷阱6月30日，这天的迷惑性极强，很多高手被骗进去，只有对这波下跌本质有清晰认识的人、或者纪律性极强的人才能躲过。正因如此，7月1日—3日的杀伤力最大，每天开盘跌停损失极大，危机的威力导致多头再次踩踏，包括前期已经逃出去的资金。7月3日反弹成了逃命机会，优秀的交易者这一天可以再次下降爆仓的风险。

这波市场的教训：

1、把资金的安全寄托于政府、专家的人是损失最大的，不报侥幸心理，积极自救，根据自己产品情况控制出局风险的人活到最后；

2、利用多种工具保证组合安全是必须的。这次如果产品能够利用期货套保，就能够相当部分对冲股票下跌风险，操作更加主动了。

3、互联网导致信息传播太快、信息质量下降，了解市场情绪并坚持独立思考要时刻记

在心。

有人对我说“爽总，你太幸运了，高点离职，把握精准”，我也不知道是幸或者不幸。幸运的是，不用承受这段时间的压力，更没有爆仓的风险；不幸的是，也少了在这样一个历史性时刻操作的磨砺。我在想，如果我还在公募岗位上，我会做的好吗？

我可能会在高点卖出的比较坚决，我也可能会在 6 月 30 日冲进去，因为公募没有平仓线，我可能不会在 7 月 3 日再卖出，然后我会等待援军的到来，甚至对钟爱的股票主动买套，那么这周的净值仍会下行，但长期我会有信心。但我的角色已经转变，未来作为一个私募经理，长期培养的操作习惯，能在高点把看空做到极致吗？在严格把控清仓风险的情况下，如何把利用恐慌收集筹码和控制组合安全很好统一呢？这些都是新挑战。

这波股灾反弹之后市场会再平衡，股市的存量资金回到前期的高位会花很长的时间，杠杆会降下来，但也不要指望国民的赌性能有所收敛。这次市场中公募基金获得了的注资，存活下来的私募也会得到更多投资者的认可，机构投资思维会在平衡市中会更为突出。这是个不算坏的市场。

作者总结：08 年的熊市经历告诉我，抄底是万万不能做的事情，趋势的力量比你想象的要大。我相信在牛市里面仓位比股票重要，而且我一向擅长选股，我相信我的股票会跑赢市场的。若一时看不清楚，先减仓再说。股灾反弹之后市场会再平衡，股市的存量资金回到前期的高位会花很长的时间，杠杆会降下来，但也不要指望国民的赌性能有所收敛。

故事 13：私募回忆“最绝望一天”——电话被打爆 回头看是罕见良机

作者：文章来自深圳商报。



7 月 8 日，上证指数在窒息中再次低开，跌幅几近 7%，私募在这个 A 股“最绝望的一天”做了什么？记者采访显示，有私募基金自 5 月底开始，为防御可能出现的系统风险，已提前采取了一系列主动风控措施，包括出清所有创业板股票，换股到食品饮料为主的低估高流动性板块，逐次降低仓位，以及向股指期货账户划拨对冲资金等，由此收益与回撤比仍属满意。另有私募在绝望中领悟——多空转换如太极阴阳相生的关系，可谓“阴尽而阳生”。那一天，正当空方排山倒海的攻击下，管理层救市的力量也在疾速增加，命悬一线的 A 股也因救市措施而急型反转，于是决定不再用空单对冲，同时逆势加仓买入那些打了三四折的好票，并迎来了反弹。对于后市，私募人士表示，疯牛行情走了，慢牛行情来了。接下来行情将分化，更考验管理人的择股能力。

“投资，是为了幸福地活着，而不是相反。”在经历了 7 月 8 日这个 A 股“最绝望的一天”，北京神农投资总经理陈宇写下了这样一句意味深长的话。事后看来，在市场极度绝望之际，也正是私募们“逆势加仓”的良机。

前期出清创业板股票

7 月 8 日，一个黑色的星期三。上证指数在窒息中再次低开，跌幅几近 7%，股票几乎全部跌停！空气中弥漫着投资人绝望的气氛。

自 6 月 15 日调整以来，上证指数和创业板指[-0.36%]数已经在 17 个交易日同步急跌，

较6月高点分别下跌35%和43%，这比2000年美国纳斯达克泡沫破裂后第一波急跌更惨烈。当年道琼斯指数与纳斯达克指数并未同步，跌幅仅为17%和41%。

“这是我入市10年来，感到投资人最绝望的一天。电话全天几乎被打爆，投资人痛心疾首地希望在跌停板不顾一切地卖掉所有股票。”陈宇回忆称，很多融资盘爆仓，多数人回吐了今年的利润，一些朋友躲到了港股里也没能笑到最后。

据陈宇介绍，他所管理的这家私募基金自5月底开始，为防御可能出现的系统风险，已提前采取了一系列主动风控措施。包括出清所有创业板股票，换股到食品饮料为主的低估高流动性板块，逐次降低仓位，以及向股指期货账户划拨对冲资金等。

在此之前，陈宇所在的神农投资旗下各基金已取得扣费后50%~70%的净值收益，他判断在采取主动风控措施后，即便遭遇幅度25%的类似“5·30”式的指数回调，基金回撤可控制在10%以内，收益与回撤比仍属满意。

恐慌带来加仓良机

面对A股历史上空前暴跌以及由此带来的市场恐慌，大君智萌投资董事长凯恩斯和合伙人陈立峰也感受到了前所未有的压力。“好多投资人打来电话，甚至有人在微博中留言讥讽，但我们还是坚持我们的理念。”陈立峰回忆称。

这一轮暴跌的重灾区是以创业板为代表的成长股，而陈立峰所在的这家私募恰好又是将成长股作为重仓标的基金。面对净值的大幅回撤，凯恩斯曾假想过最坏的结果，但这场暴风雨比想象中更猛——17个交易日40%的指数急跌，大量股票3折，使净值回撤最终跌破10%，接近触发被动风控的红线。对于追求绝对回报的私募而言，主动风控要强，被动风控也要硬，做好风控是不可动摇的核心战略。

“当日，我们还有3成多的净多敞口。当市场发生因丧失流动性而导致的全面跌停时，股价已与基本面无关，任何仓位都成为待宰的羔羊。3成仓位，再连跌3天压力就很大了。”回忆当天市场的恐怖一幕，陈宇至今仍心有余悸。

“回撤已经领先了，咱们还是撤吧。”同事劝他。

“为什么后面不对冲了？”机构客户焦急地问。

“都卖了吧，保住胜利果实啊！”大客户说。

.....

尽管绝望的尽头是希望，巴菲特也有“当别人贪婪时恐惧，当别人恐惧时贪婪”的至理名言，但关键是，何处是尽头？平素喜好太极的陈宇，此时开始顿悟——多空转换如太极阴阳相生的关系，正可谓“阴尽而阳生”。

那一天，正当空方排山倒海的攻击下，管理层救市的力量也在疾速增加，命悬一线的A股也因救市措施而急型反转，此时正是“空多推手”之时。于是，陈宇决定不再用空单对冲，同时决定逆势加仓买入那些打了三四折的好票。

“至少，我们不应该选择在这绝望的一天放弃希望。事实上，我们选择了逆市逐次加仓。在最绝望的那一天，点燃希望。”陈宇告诉记者，恐慌带来了加仓良机，让好股票可以又一次在底部买起。

谈及上周最绝望的几天，并没有在底部减仓的凯恩斯十分坦然。在他看来，每一次这些价值投资人发出抄底号召时候，可能你都会嗤之以鼻，但一年后再看，你会后悔为什么没有再坚持一下。

在经历多轮牛熊转化的私募老手们看，他们之所以能在市场暴跌时控制好回撤，并在市场反弹时抓住机会，正是克服了投资人都会犯的人性弱点。“如果运气好的话，我们基金的净值不久就会创出新高。”他笑称。

经历股灾之后的市场，经历了连续几天的强烈反弹，仿佛市场再次回归牛市征途。不过，

这些私募并没有像普通投资人表现得那么乐观，反而对市场的不测充满敬畏。“疯牛行情走了，慢牛行情来了。”陈宇称，接下来行情将分化，更考验管理人的择股能力。

1.3 国家队

故事 14: 国家队队员亲述——本轮股灾救市中最可怕的一天

作者：人民币交易与研究论坛成员。

铭记历史不忘本心

难得今天可以多睡一会儿，醒来撑个懒腰，仍跟在梦里一样。刚刚过去的这周，是我近十年交易生涯中最惊心动魄的五天，而周三最为艰难。我想，如果高层当晚不立即下达死命令，市场结局如何真地难料。

我不知会不会有人系统地将这轮上涨、下跌及救市的过程详细纪录下来，让市场看到自己的丑陋，我只为我自己而写。

刺向泡沫的针股市是(6月12日)以 5,178.19 点创出本轮大涨的高点，当天是周五，证监会例行新闻发布会，发言人邓舸义正辞严地表示要求券商自查场外接口，不为为投资者提供融资便利。

雪上加霜的一周(13-19号)，这周有几件事必须要提一下，一是中国一直争取的 MSCI 明晟指数此前宣布暂时不会纳入中国指数。此前大家都觉得希望很大，即然歪果仁后续能来接盘，大盘应该还会往上冲一冲，但这个希望落空了。二是大批新股发行、大股东减持仍是呼啸而至，包括近五年来最大的 IPO 国泰君安，名字好听但不幸也成为下跌中的标志性 IPO。三是路透社的一篇评论，以央行马骏的研究报告为基础，认为经济已基本企稳，接下来货币政策将进入观望期。

上面三大事件叠加着去杠杆的恐惧，基本就确定这一周就是要拉开架子猛跌的样子，周一直接跌了 2%，周二跌 3.5%，周三靠央行概念小升了一下，周四、周五则一泻千里，周六更是下跌 6%。当周的周跌幅是全球金融危机以来的七年最大。

但显然证监会层面还没有意识到问题的严重性，19号周五的新闻会内容不前不痒，未对当周的下跌做出评论。

雪崩开始的一周(20--26号)，这周过端午节只有四天交易日，周二、周三因为憧憬央行改革概念，再加上打新资金回流，收盘还连续小升二天。这天杀的就是假 high 啊，叫床声大时间短。周四周五两天就是一泻千里，周五尼玛大跌超过 7%，两千多只跌停啊。

周五证监会的例行新闻发布会，张晓军显然是经验不足，主要说了这几个观点：股市大跌是对市场前期上涨过快的自我调整，是市场自身运行规律的结果，有流动性波动、投资去杠杆叠加的原因，但改革红利释放、流动性整体充裕以及居民总体资产配置需要的支持股市的基础没有变。

监管层显然并未意识到这轮去杠杆导致的下跌有什么严重性。

踩踏行情上演这周(6月27日--7月3日)可谓血流成河，周六央行网站突然出乎意料地“双降”，让投资者以为这是各部委统一行动的救市信号，小川行长高人啊，广泛收获国内投资者的赞美，港报竟然 PS 了一只周行长单拳击熊的猛图。人人都在赞美央妈，认为她“识大体、懂时局”，简直是完美女性的代表。但说句实话，大家可能真是会错央行的意了，中

国时间的周六晚上，发生了一件全球性的大事件--希腊谈判崩了、要全民公投来决定还不还帐了!!!!中国央行，我国水平最高的监管机构，出台“双降”实际上是对这个风险的对冲啊。

周一就是借利好逃命的过山车行情，高开 2.3%后大盘迅速下跌，主动平仓盘纷纷涌出，并触发被动平仓盘纷纷夺路而逃，大盘一度跌幅超过 7%，杠杆资金的踩踏连续效应正式开始了。中证金当天午后 2 点左右急匆匆出面稳定军心，揭露投资人更为担忧的场外融资情况，称强平规模很小，HOMS 系统风险可控。

周二大盘跌至 4,000 点附近，是市场普遍认为的心理防线和政策死守防线，十家私募大佬也出来站台，“大爷们，快回来吧，价值投资的时候到了”，真有不少资金“图洋图森破”地入场了抢反弹了，当天暴力上涨 5.6%。呵呵，谁知候门深似海啊，从此便成千古恨!!!

接下来，踩啊、踏啊、踩踏啊!周三跌 5.2%;周四跌 3.48%;周五跌 5.8%。盘中上上下下震幅超过 7%的，更是比比皆是。

都是过去的事，我就简单说一下，这周是最惨烈的一周，证监会、交易所、中金所几都是夜夜不能寐，紧急召开各种协调会、打出各类请示报告、讨论各种救市方案，到周五，证监这条线上的一揽子救市方案基本确定了，而且相关的救市方案还通知了相应的梯队部队，并且以“差一点儿发毒誓”的语气保证，该方案将确定、一定以及肯定能通过周末的总理协调会。分析了这份救市方案后，我们团队基本认为是大势已定，空头绝无还手之力。所以，按照指示，我们团队便开始悄然布局，我周五便大举买入百亿以上的国企股票。

救市行动李博士周六(7月4-10日)果然紧急召集由各部委和重要国企负责人参加的协调会，暴力救市成为最终的定调，救市方案的框架也基本获得通过，只待细节敲定后便实施。可以说，后续所有救市系列方案完全是按上周五(3日)的剧本在走，包括：抓人!

周末发生的事，大家都知道了。尽管大家都骂证监会，我还是要表扬他们一下，学习能力还是挺强的。吸取过早放利好，被网络篡改以及股民被谣言煽动期盼更多利好的心理，这次的利好释放，相当有水平，冲击力可以说是达到了最大化。

周六(4日)相当安静，仅出台了 21 家去北京参加动员会的券商发出将联合出资 1,200 亿元投资蓝筹 ETF，以及公募基金表态的消息。各个微信的专业投资群里气氛都显得凝重，盼啊盼，下午央行网站没有出消息、新闻联播没有提股市，9:30 还没有出消息。到了晚上，这 21 家券商尚未出征，便已经被誉为烈士了。

周日(5日)更象是大战前的死寂，连活跃的段子手们当天也鲜有作品，各个专业的投资微信群也一样寂静无声，大家似乎越等越绝望。新闻联播过后，此轮上涨行情的杀手之手之一--汇金公司，率先发出已于买入 ETF 并将继续买入的公告。接近晚上 9 点，证监会网站公布，中国央行将协助通过多种形式，向中证金提供流动性支持，以维护股票市场稳定。

至此，懂中国历史的人都应该清楚，此轮救市已正式进入国家层面，交易员们流行一句话“不与美联储做对”，可自行理解其含义之深刻。现在人人都说，国家队救市不力，否则本周前三天不会被空头打得这么惨。我站在实际操盘者的角度说，空头有，但有时就是我们自己人。

最危险的一天先来说说国家队周一、周二的操作思路，基本上是猛拉股重股，中石油、中石化，四大银行等，就算有 21 个位券商勇士抱成了团，可你知道现在有多少家券商吗?快 120 家券商呀，有人猛拉就有人狂卖。中信这次绝对的救市先锋，拿着自己家的银子最先冲在前面，绝对的主力，但他也架不住其他投资人的抛盘。我听说不少券商，包括在 21 家里面的，就在中信拉“两桶油”时，毫不犹豫地将自家的存货抛出。

其次，由于这次救市方案通过的比较急，各家机构的资金调度还是有一定的难度，要在一两天内把子弹打出去，就必须从别的渠道筹措资金，中证金周二紧急找银行商议发 800 亿短融，消息传出后，市场也是相当的恐慌，认为央行虚晃了一枪，根本就没给钱，中证金的子弹已经打完了。

第三个以我的操作为例吧，有点共性。我的任务是周二买入 100 亿的 ETF，钱没到帐啊，我只好先把投资的债券型基金赎回，而基金也没有多余的钱趴在帐上，只有去卖债。这导致现券市场突然出来下跌，周二债券市场鸡飞狗跳基本就是这个原因。

上面的局面导致两种后果的出现，首先是第一种，直接导致券商之间的相互不信任，也因此使得主力国家队放弃了对“两桶油”等的权重拉升，令周三的救市形势急转直下，完全一幅缴械投降之态；第二种直接导致银行间债券市场的恐慌，中小型券商将可能出现导演的谣言不胫而起，部分股份制银行、城商行直接就暂停了与部分小券商的同业拆借、代持等正常业务。瞬间人人自危，流动性风险陡然上升。人人加入卖股、卖债、卖人民币的队伍中。

这种恐慌并进一步向海外市场传递，所有与中国相关的资产，都成为抛售的对象，股票卖不掉就卖点心债，点心债卖不掉就卖 CNH，CNH 卖不掉了就卖大宗商品。现金流动性，成为机构投资组合里的首选。

周三(7 月 8 号)的市况基本就是这个情况。所以我说，这一天应该算是此轮救市过程中最危险的时刻，再不果断出手，让国家队的救市主力把子弹备足，并打消机构间相互不信任的局面，这次救市的结果就很难想像了。当晚，国字头的大领(Ma)导(Kai)再度召开协调会，要求救市政策必须落地，钱必须到位，子弹必须打出去。

周四早晨，风云突变。大家都看到了，一行三会紧急出动抢救券商的流动性危机。央行的表态扭扭捏捏，先让新华网发了消息，自己的官网再去转载了新华，施以援手的同时保存了节操；此外，就是此轮杠杆牛市最应该检讨的银监会，也首次出来亮相，为上市公司所需的回购或质押业务大开资金方便之门。

再细的细节，我就不能说太多了。最重要的体会，政府能力的确很强，但部门间相互推诿的体制之恶也相当明显，这导致决策过程过长、行动太慢，让救市的代价太大。中国人，太好赌！在一个人人都可能变成赌徒的市场里，监管不当就一定会酿成大祸。

最后想说一点，都说中国经此股灾打击，将会不得不放慢金融创新、利率汇率市场化、人民币国际化、资本项目开放，但这都不重要，重要的是，市场化中最重的契约精神，已被此役攻得荡然无存。

1.4 上市公司

故事 15：一名新董秘的股灾停牌日记

作者：文章来自微信公众号。

6 月 15 日开始，上证从 5178 点开始下跌，中国进入了一场空前的股市浩劫。从 6 月开始，我开始了我的董秘生涯，在短短的二十来天中，公司股票从高点下滑 60%，朋友戏称我是绿色董秘，从任期开始，公司股票没有红过。我想通过我的感受，让大家了解在这场空前的浩劫中，上市公司在想什么，上市公司在做什么，作为这个市场最重要又最被忽略的主体的上市公司经历了什么。

我们是一个传统的乖乖牌上市公司，前两年一度被认为是市场中这个行业的大白马，这两年经历行业转型，业绩有所下滑。说是乖乖牌，因为遵规守纪，维持着公开透明的投资者关系管理，不炒作、不忽悠，近期没有再融资计划，没有“大股东减持”“大股东股权质押”或者“员工持股计划”，也就是说，不存在媒体所说的“上市公司不是救小股民，而是大股东要自救”的问题，我们代表着这个市场上很大一个群体，在这轮股灾中相对无辜却有切肤

之痛。

坦白说在7月1号之前，我们并没有意识到这轮调整的惨烈，只认为这是一次较深的调整，行业一些研究员朋友还和我说，哎呀，你们属于跌的少啦。当时股价从高点下来30%，一天会接到三五个投资者电话，大家在等待国家妥协。

6月底的那个周末，央行开始“双降”，我松了口气，觉得世道要回转过来了。6月29日当天，上证高开低走收4053，公司股票跌停，但在第二天被拉升，公司股价接近平盘很多同行业公司当天已经翻红，似乎盘面开始稳定，但不料更大的危机在7月1日开始。

7月1日，公司股价开盘被打跌停，当时还没意识到是配资盘被强平问题，因为行业还有很多公司没有跌停，只是单纯以为前期跌的少，公司被补跌。直到7月2日，股票在集合竞价阶段仍被打跌停，才醒悟到可能是融资盘的问题。

查阅公司6月中旬的股东名册，发现信用账户持有的股份数占了公司总股本的20%，顿时我心都凉了，可以清晰了解后续可能的股票走势。这里要报告一下，上市公司获得股东名册是需要理由的，每月初可以获得上一个月的100名股东名册，只有在股东大会时可以获得全部股东名册，平时没有特殊理由（比如股价异常波动）是不可以申请股东名册的，一家公司了解自己的股东还需要理由，这也是一个蛮可爱的事情，当然好像两个交易所在这方面有一些差别。

从7月1日开始，公司股价开盘开始跌停，惨烈的强平可能从那天开始，那天起，公司的投资者热线开始爆线，开始是探讨股票走势要求给出指导意见，之后随着跌停天数的增加，股民火气在加大，开始谩骂和猜忌（诸如大股东是不是和基金一起联合做空之类的），之后随着停牌潮的开始，开始哀求公司停牌。

一些公募基金也通过各种渠道，要求上市公司停牌。就如国家没有经历过这样的浩劫，上市公司开始面对强平也是蒙蒙的，当时没有想到可以去停牌，只是祈祷国家救市，然后希望融资盘赶紧把筹码换完，以此换来股价稳定。

但很快就发现，即便每天有接近10%的换手率，每天的融资余额仍然高企，下跌过程中，仍然不断有人融资买入，然后随着股价下跌进入下一个强平周期。很多人不是套在高位，而是死在不断的所谓抄底中，这是真的，而不断的强平带来的股价下跌最终打翻了持有者最后的信心，在股价下跌50%以后，股价的下跌可能不一定是强平，而是原来持有者的恐慌性抛盘，由此彻底把股价框死在跌停板。

事实上从我们意识到股价进入强平时期，公司就开始考虑救市方案。一开始我们希望股市的自然调整带来筹码交换完毕从而稳定股价，后来我们希望国家强力救市稳定股价，但当强平开始三四天而我们意识到国家救市暂时失败时，我们悲哀的发现我们已经没有能力去挽救。

7月6日，公司股价巨量跌停，我们私下松口气觉得筹码已经充分交换，并拟定如果第二天下跌时启动自救方案，但我们悲哀的发现7月7日，公司股价无量跌停，几十万手的股票压在跌停板上没有买盘，当天不少投资者已经接近崩溃，好多电话哭着哀求我们停盘，绝望地说他们要到公司跳楼。没有身临其境真的不能体会，不能体会那通过电话线传递的悲哀和绝望。

很多人说，都是因为股民太贪婪，所以他们活该，就是他们的贪婪造成了今天的浩劫。这么说是对的，但这样说是残忍的。在以大妈为市场主力的中国资本市场，在普遍的市场参与者连增发和IPO都不能区分的资本市场（我们几年前公增的时候有人申购我们的增发以为是打新股），在绝大多数人连除权除息都不懂的资本市场，他们对于市场的认知就像一个孩子对于世界的认知，试问各位，你如何去谴责一个连什么是“死亡”都不懂的孩子。

坦白说在7月7日，作为上市公司的我们绝望了。我们绝望地发现我们救不了自己的股票，我们绝望地发现国家救不了我们，我们同时承受着股民的绝望，那一声声通过电话线在

谩骂指责和哭泣哀求中传递的绝望。我要求我的证券部，不论多难受都不能不接电话，因为人的悲伤需要出口，即便无辜，作为上市公司，我们也有义务和责任去承担这个出口。下午5点，我们和公司董事会要求股票停牌。

媒体每天都在很欢乐地嘲笑那些以稀奇古怪理由停牌的上市公司，嘲笑那些荒谬和不专业。这些是因为在7月7号以后，交易所开始限制公司停牌。而且不同的交易所对限制停牌执行不同的标准，所以标准严格的上市公司就必须去编造理由。别去嘲笑他们，别去指责他们，虽然很多上市公司停牌是为了大股东或自己的员工，但也一定有很多的公司停牌，就像我们一样，只是为了求一个心安，虽然我们不知道这样做是对还是错。

就像绝大多数人都是死在黎明前一样，事实证明，7月7号停牌的公司其实再坚持一天就可以看到曙光。7月8号，国家修改救市策略开始为中小盘注入流动性，而这种流动性的注入导致7月9号和7月10日的股价涨停。就像大多数人看到和想到的那样，停牌的公司开始申请复牌。

网上流传一个段子，说上市公司真是左右为难，继续停牌怕错过国家队，复牌又怕国家队下周撤退，明明是做企业的却要像小股民一样担心股价涨跌。事实上，7月8号感谢我们停牌并且要送红酒到公司给我们的股民在7月9号开始打电话要求公司复牌。我们不能去责怪他们，但我们突然发现交易所开始限制复牌。

国家全方位的救市包含了全方位的主体，从7月4日要求上市公司发表倡议书维护股价，到7月7号要求前六个月减持股东回购股票，到7月8号要求上市公司股东未来6个月不能减持股票，到7月9日要求出具股价维稳方案并进行五选一。

在停复牌上，从7月7日下午4点开始限制停牌到要求以员工持股计划为名停牌的必须在7月9号公告复牌到7月9号晚10点开始限制复牌，朋友圈里一家公司董秘，因为要求7月9号发公告必须复牌因而赶“员工持股计划”议案到晚上10点，还没写完接到通知说不让复牌了。

我们公司7月10日要求复牌，被告知要证监会审批，而我们等到周五晚上9点，被告知上交所公司复牌成功而深交所公司需要继续等待。在这些要求中，“禁止短线交易”“禁止窗口期增减持股票”这些基本的监管规则被放弃，大股东在不违反承诺和法律下自由处置股权的基本权利被限制，上市公司符合法律规定自主市值管理被践踏，我们理解非常时期的非常办法，但由此带来的价值观的践踏和摧毁却被漠视和忽略。

到了今天，市场似乎已经好转，舆论开始总结和回顾。经历了这一轮，或许人性中的贪婪可以被暂时地压制，监管的到位可以被强行的加强，或许我们可以修正前期的浮躁转到基本的价值回归。

我很怀恋几年前的资本市场，资本关注产业的运营和发展，资本愿意和产业探讨合理的价值和未来的规划，资本和产业互信，资本和产业互相尊重，共同成长。我很害怕二十几天前的资本市场，资本关注炒作，产业迎合炒作，资本和产业同床异梦，各取所需，从而把资本市场最终变成投机之所并酝酿了本轮危机。

我不知道本轮危机是不是最终结束，我也不知道我的绿色董秘还要持续多久。这是一个让法律制定者、法律监督者和法律执行者都觉得畸形的市场，这是一个让监管层、上市公司、投资者任一市场主体都觉得自己没有受到保护的尴尬市场。这次巨额的学费，希望可以让我们成长，少一分狂热，多一份理智，少一些贪婪，多一些梦想。未来很长，未来很远，资本市场，我们且行且珍惜！

故事 16: 找不到真实合理的停牌依据, 董秘哭晕在键盘上

作者: 文章来自 21 世纪经济报道。

“天底下最难干的工作就是董秘, 没有之一!” 7 月 10 日, 江苏一家上市公司董秘刘云(化名)告诉 21 世纪经济报道记者, 大盘暴跌到暴涨的这几天, 他几乎没有睡上一个安稳觉, “你看我这杯子里的茶叶泡得多浓, 可我一点也感觉不到苦味, 精神太疲惫了。”

上证指数从 6 月 15 日创出 5178.19 点之后开始的一路狂跌, 不仅让投资者损失惨烈, 也让各位董秘身心备受煎熬。过去 20 个交易日, A 股公司的董秘们在暴跌下的停牌与近期反弹的复牌博弈中, 他们艰难地游走交易制度与股东诉求之间。

世纪鼎利(300050.SZ)在互动易上“已哭晕在键盘上”的留言, 道出了时下董秘的窘境, 在刘云看来, 市场完全不必讥笑世纪鼎利, “董秘能有什么办法突然变出停牌的想法, 还不是股东, 甚至控股股东的无理由要求停牌给逼的。”

内外部股东施压

董秘堪称披露上市公司信息的“新闻发言人”, 名字常要见诸报端, 安徽上市公司董秘张伟(化名)表示, “就是董秘对公司情况最了解, 所有投资者都试想从我们这里获得有价值的东西。”

张伟的日常工作包括一年四次定期报告, 即“一季报、半年报、三季报、年报”。接待投资者的现场调研, 电话里回答投资者的问题, “此外, 我还要筹备董事会会议和股东大会; 负责公司信息披露事务等。公司一有风吹草动, 还要应对各路媒体的采访要求。”

即使已经干了好几年, 张伟的亲戚朋友还认为他的职务是董事长秘书, “我即使向他们解释, 我是董事会秘书, 他们还是觉得我怎么工作那么多年, 还是一个小秘书。”

这一点, 刘云深有同感, “常有投资者打电话来, 开口就是‘我不和你一个小秘书谈, 我要和你们董事长谈’, 我不得不一次次解释工作职责就是和投资者沟通。”

和 21 世纪经济报道记者聊天时, 刘云又泡了一杯浓茶, “6 月 15 日大跌, 我就感觉市场不太好, 但没有想到会出现如此暴跌。”

随后的暴跌中, 刘云所在公司的股票连续跌停, “一天几十个电话, 全是投资者打过来要求停牌的, 有的直接就骂人, 祖宗十八代都被他们问候了一遍, 反复问我们为何不停牌, 对投资者不负责任。”

21 世纪经济报道记者 7 月 10 日电话采访的数十家上市公司董秘中, 没一个不被骂过, 理由就是“为什么不停牌?”

7 月 8 日, 面对投资者的诉求, 世纪鼎利回答“暂时找不到真实合理的停牌依据, 又处于半年报窗口期不能增持, 前期有减持, 半年内又不能短线交易……已哭晕在键盘上。”

这句回复顿时广为传播, 而在刘云看来, 他当时找停牌的理由, “也几乎哭晕在键盘上, 不仅散户打电话来骂, 机构投资者也施加压力, 要求停牌。”

浙江一家被基金重仓持有的上市公司董秘李晓(化名)告诉 21 世纪经济报道记者, 机构不仅在电话里要求停牌, “有的甚至跑到公司来问为何不停? 机构一直宣称的理性投资, 这时荡然无存。”

实际上, 在调研中, 已经有机构将股价下跌问题直接抛给董秘。

7 月 8 日, 华伍股份(300095.SZ)董事会秘书陈凤菊接待浙商证券等调研时被问及关于股价大跌的情况, 陈回答, “公司下跌原因很多, 现阶段和整个市场行情不无关系。公司目前经营情况一切正常, 公司发展也是稳步向前, 我们有信心, 也希望广大投资者有信心。”

在李晓看来，除外部股东的压力之外，“更大的压力来自内部，尤其是控股股东，或持股的董监高。例如大股东之前有质押股权融资，基本上是打四五折，现在一轮暴跌下来，股价基本上被砍去 40%左右，老板质押的股权接近警戒线，需要增加质押股权。这时候老板就希望董秘抓紧想办法停牌。”

张伟也碰到同样的问题，因控股股东质押股权，“我们不得不把有些工作提前做，有些项目提前谈，这才能有正当理由停牌。但是，有些董事不理解，两个跌停后，马上打电话质问我为何不赶快停牌？”

对此，刘云也表示认可来自内部股东的压力要远大于外部股东，“董秘夹在中间，两头受气，不停牌老板骂你；没理由硬要停，交易所要骂你没事找事。你说我该怎么办？”

停复牌的博弈

可是，刚停牌一天，刘云的办公室电话又被股东打爆，理由是“市场反弹，你为何不复牌？”

“我现在已经不愿意接电话了，一接就被骂。”刘云表达着不满，他让证券事务代表去处理，“现在连他都不愿意听了，有些股东上来就骂人。我们也是四五十岁的人了，怎么受得了这种毫无理由的责骂？”

顶替董秘接电话的证券事务代表告诉 21 世纪经济报道记者，对于激烈的股东，他就把电话调到免提，“随便你骂，我们该怎么工作，还得怎么工作？不可能因为你骂几句，我们就乱停牌乱复牌。”

同样，张伟在电话中告诉 21 世纪经济报道记者，“有一个股东说自己有心脏病，我们不停牌，股价大跌导致他生病住院，要求我们支付医药费。这几天停牌了，他又打电话质问为何不复牌，复牌两个涨停板，他就出院了。你说，我们怎么和他沟通？”

李晓也表示无奈，“有个股东打电话说结婚买房子的钱被套住了，就是因为不停牌，导致他亏了一大半。女朋友要分手，他要公司解释。我只能告诉他，你既然是买房子的钱，为何要来买股票？股市有风险，难道你不知道？”

为满足各方利益，上市公司董秘们使出浑身解数寻找停牌的理由。但并不是所有理由都会被交易所采纳。

银信科技（300231.SZ）就一直没停牌，它在互动易上的解释是“停牌理由没有被深交所采纳，只能请股东注意股价下跌风险。”

7月9日和10日，股市大幅反弹，问题再现，这些董秘们开始博弈究竟复不复牌？

双良节能（600481.SH）7月8日停牌，10日复牌，理由是“本次重大事项为对外投资事项，公司自停牌之日起与对方开始进行正式谈判，截止到7月9日，双方在一些关键条款上没有达成一致意见，分歧较大，公司决定终止与对方的合作谈判。”

实际上，诸多的董秘微信群、证代微信群中，都在讨论各自的停牌理由与复牌原因，互相借鉴成为一种趋势。

刘云也在为复牌发愁，在他看来，除去真正有重大事情停牌的之外，“多数公司停牌都是为规避大跌，等复牌时就找各种理由，目前流行的是员工持股、收购资产谈判破裂等几个。只要理由不离谱，交易所为了市场也会睁一只眼闭一只眼。”

对于刘云来说，他们停牌是将收购资产提前了，“我们真是要并购一家公司，本来想拖一拖压压价格，现在为了停牌只能提前启动项目。”

实际控制人施加的压力再次显现，张伟告诉 21 世纪经济报道记者，他们是午盘停牌的，“我上午刚把停牌理由交给交易所，老板下午突然跑来问我，能不能复牌？我当时差点晕倒，停牌是他要求的，现在又要复牌？不光交易所会骂死我，就是技术上也没法操作啊。”

“董秘能有什么办法突然变出停牌的想法，还不是股东，甚至控股股东的无理由要求停牌给逼的。”

这种“停复牌”的博弈再度显现，李晓的董事长也开始有意无意地问能不能复牌，“我就问老板，如果复牌后再次出现大跌怎么办？他就一句话，那就再停牌呗？”

但是，李晓毕竟有着多年的董秘经验，“我必须在交易规则允许的情况下，尽量满足股东的诉求，不管是外部投资者，还是内部股东，这种博弈就像是走钢丝绳，一不小心就会犯错。”

为了复牌的上市公司开始出现千奇百怪各种复牌理由，

比如，海润光伏（600401.SH）的复牌理由是“公司因相关事项是否涉及重大事项存在不确定性，故于7月8日申请全天停牌。经过核实，上述事项属于公司日常经营业务的一部分，不涉及《股票上市规则》的停牌事宜”，因此，该公司申请于7月9日复牌。

海信电器（600060.SH）的复牌理由把“权威机构对目前市场中最高端的ULED、SUHD、OLED显示画质评测”说了一番；红豆股份（600400.SH）的则是“公司策划与深圳清华大学研究院签订战略合作协议，受让深圳清华大学研究院下属深圳力合创业投资有限公司部分股权事项。因实施存在较大不确定性，公司决定停止上述事项，自7月10日起复牌。”

7日停牌的精诚铜业（002171.SZ）的复牌理由是因为“员工持股计划需履行职工代表大会等组织充分征求员工意见、公司董事会提出员工持股计划草案并提交股东大会审议通过等程序，且受信息敏感期不得买卖股票的限制，决策时间较长，不利于短期内维护资本市场稳定，公司决定终止该项计划。”

对于目前反弹了两天的市场，没有复牌的董秘们再次陷入博弈中，“这个周末又没法好好休息了！”刘云喝下一口茶杯里的浓茶，他旁边的电话铃再次响起，此时已经是7月10日下午3点收盘之后，“肯定又是投资者，问为何不复牌……”

故事 17：中航工业董事长谈护 A 股——敌人是冲着五星红旗来的

作者：中国航空报。

导读：中航工业董事长林左鸣回应这次“动员全体干部职工为国护盘”时表示，是一场有预谋、有准备的恶意做空，是来势汹汹的针对中国发起的一场经济战争。这场战争还影响到大宗商品的价格和人民币汇率等大幅波动，给我国经济发展带来了严峻挑战。在 A 股打响这场经济战争，是冲着五星红旗来的。

近期，国内 A 股市场反复遭遇恶意做空，给国人的财富造成了空前灾难，触及了系统性金融风险的底线。面对这次空前的“股灾”，作为国有特大型军工企业，中国航空工业集团公司（简称“中航工业”）集团及所属子公司大力增持上市公司股票的同时，全面动员全体干部职工为国“护盘”。过去人们往往了解中航工业有一批优秀的航空专家，其实我们还有一批“段位”不低的“股神”，他们在本次“护盘”战斗中全力以赴，发挥了非常重要的作用。

7月8日上午，按照国务院国资委“做负责的股东，不减持上市公司股票”的要求，集团公司立即组织研究制定应对方案，并在具体“护盘”操作方案获得国资委认可后，全面

投入护盘行动。7月9日，在集团所属A股上市公司开盘6支股票跌停的情况下，采用打开跌停股、促绿变红、促红涨停的操作原则，吹响了“反击”的号角。截止9日上午收盘，中航工业所属上市公司股票除停牌的深天马A（000050）外，20支股票全线飘红；截止下午收盘，20支股票全部涨停，港股市场中航工业系股票也全线大涨。从7月8-10日，中航工业及下属企业累计增持A股约2.85亿元，H股5368.78万元，合计约3.38亿元，且后续还在不断增持。

按照最初的计划，我们准备了数十亿真金白银准备投入市场进行“血拼”，而且后续还要滚动筹集资金，并鼓励广大干部职工购买集团公司股票，坚决打赢这一场“A股保卫战”。

恶意做空导致“股灾”

中国航空报：6月15日以来，大盘急转直下，上证指数不到20个交易日暴跌了1700多点，市场满目惨绿。人们对造成股市暴跌的原因讨论异常激烈，对此您有什么看法？

林左鸣：我们可以先来回顾一下上一轮牛市之后的股市情况。2007年10月16日，上证指数冲上了6124的高点之后开始回落，特别是2008年进入金融危机后，我国股市持续下挫，一直跌至2000点以下。后来在国家经济刺激计划的推动下，一度在2009年8月回升到3478点，但此后便连续震荡下跌，从2012年下半年至2014年上半年，都维持在2000点左右的低位徘徊。应该说，股市的长期低迷，对我国经济发展十分不利，特别是我国正处在经济转型升级和产业结构调整的关键时期，如果股市仍然一片死寂，产业投资缺乏腾挪空间，无疑对经济转型形成掣肘。因此，通过采取一些国际通行的政策手段来刺激股市，推动股市由“熊转牛”是非常必要的。如果股市能够进入长牛、慢牛，形成一个长期稳定活跃的资本市场，将对我国调整产业结构，推动传统产业转型发挥非常重要的作用。

从这一轮股市由熊转牛的过程看，操作层面的思路其实是无可厚非，也是与当前经济改革发展的进程相适应的。特别是我国股市经过了长达7年的熊市之后，低迷的惯性极大，市场信心严重不足。在此情况下，按照市场化原则出台一些与国际资本市场接轨政策和手段，对股市进行刺激，引导股市由熊入牛，应是有利于市场健康发展的。去年下半年以来，在国家经济改革红利及相关政策措施的刺激下，中国股市被全面盘活，投资者信心也被充分调动起来，大盘指数节节攀升。而在大盘指数一路上涨的同时，为了防止股市过快上涨，2014年6月国家就开始逐步重启IPO，特别是在今年上半年，上证指数迈上4000点之后大规模放开IPO。IPO放开后，一方面能够对二级市场的资金形成分流作用，推动中国股市进入慢牛、长牛；另一方面能够把中国股市的盘子做大，形成一个社会性财富标志群，老百姓不仅可以不再去非理性炒房产了，还可以大量投入股市，这既解决房价过快上涨的问题，又能为民众提供一个资产保值增值的投资平台。更为重要的是，进入长牛、慢牛的资本市场，将有助于解决民间资本的投资问题，对落实“大众创新、万众创业”的战略非常重要，也为经济转型提供更多回旋的余地。所以这一轮牛市，从操作思路看并没有问题，问题是过去我们的资本市场在走向市场化、国际化的过程中，引入的一些国际上通行的操作办法，在这一轮股市暴跌中被做空势力恶意使用。当然任何事情都有利有弊，决不能因噎废食，我们引入的这些工具，如果以正常的心态来操作并没有什么问题，而且有利于资本市场的健康发展，但是一旦有居心叵测者借此恶意做空，那情况就另说了。

中国航空报：您刚才说本次A股暴跌可能存在居心叵测者恶意做空，现在社会上也有类似观点，认为这次股市跳水已经不是简单的市场调整，而是一场经济“战争”，对此您怎么看？

林左鸣：说我们面临着一场经济战争，这是显而易见、无需置疑的。我们可以简单回顾一下这一轮股市暴跌的过程。本来这轮股市在5月初上涨到4500点左右时已经进入调整，如果调整到位再慢慢上涨，就有可能进入健康的“慢牛”通道。但是五月中旬就突然开始急

速往上拉升，极大引爆了整个市场，不少人在这个时候被吸引冲进了股市。但是到了 6 月 12 日，A 股冲上了 5178 的高点后，6 月 15 日开始掉头；而 6 月 18 日，也就是中国香港政改方案搁浅的这一天，A 股进入暴跌通道，当天上证指数下跌 182 点，第二天更是直接低开低走，重挫 307 点。毫无疑问，做空势力选择香港政改搁浅这一政治事件发生时出手打击中国股市，其险恶用心路人皆知。此后我国政府连续出台降息、降准等重磅利好，但股市居然毫不理会，就在 6 月 29 日亚投行签字当天，A 股仍遭到暴力砸盘。在此形势下，管理层组织了券商出资 1200 亿元增持蓝筹股，并决定停止新股发行、允许养老金入市等一道道护市金牌不断出台，但 A 股仍旧满盘惨绿，港股及境外中概股也暴跌不止，市场信心濒临绝望。

而这些时间点上的惊人巧合，显然并不是偶然，而是一场有预谋、有准备的恶意做空，是来势汹汹的针对中国发起的一场经济战争。这场战争还影响到大宗商品的价格和人民币汇率等大幅波动，给我国经济发展带来了严峻挑战。众所周知，股市表面上是通过购买股票以取得资本的投资回报，实际上也是购买对整个经济体的信心、预期和评价。而这场金融战争对中国股市的重创，特别是在中国加快改革发展、转型升级的关键时期，其本来目的正是打击中国社会的信心面，并配合各类喧嚣而上“唱空中国”的论调，诱导人民群众对中国政府不信任，对中国**的领导不信任，最终破坏中国改革进程，颠覆中国**的执政地位，直至击溃整个中国经济。所以，在 A 股打响这场经济战争，是冲着五星红旗来的。

中国航空报：很多人认为，中国改革开放虽然已经 30 多年，但是资本市场仍然相对内向和封闭，去年 11 月开通的沪港通资金通道额度也设有上限，在这种情况下，境外空方势力是如何做空中国股市的？

林左鸣：实际上，在中国经济高度开放发展的今天，实现资本的境内外转移并不难。在中国境内一直活跃着一些国际著名的投资公司，他们控股、参股了无数国内企业，而这些企业的业务都是国际化的，资金进出并不难。举个简单的例子，投资者在中国境内外各注册一个公司，其在国内的公司生产一个产品，假设成本只需 1 元钱，但是却以 5 元钱的价格卖给其注册在境外的公司，这样就可以把 5 元钱低成本的境外资金，从境外转移至境内。如果其境内企业只需用 1 元钱维持再生产，剩下的 4 元钱就可以投入资本市场。无论是通过做空、还是做多，只要在资本市场获利以后，之前 5 元钱卖到境外注册公司的产品，稍作精加工之后又以 20 元钱的高价买回来，这样一来一回，不仅在中国股市里剪了“羊毛”，还轻易就把“羊毛”输送出去了。

实际上做空势力要组织力量攻击中国经济，办法还会有更多。比如国内一些企业，热衷于在境外上市，一个企业设计出一个新概念，还有一个好业绩，并不见得就能顺利上市，还得有人投资才行。如果有的企业拿大把的钱砸盘做空，万一出现损失的话，有人承诺从国际资本市场给予补偿，即所谓的“堤内损失，堤外补”，自然也是有人敢铤而走险的。而对于恶意做空势力而言，打掉中国经济顺利发展的势头，他们就是终极赢家。所以，与中国打经济战，在具体办法上有太多的可能，对此我们决不能太幼稚！当然，这次股市暴跌之所以被引发，还在于股指期货、融资融券等做空机制被广泛使用，在国内实体经济下行压力增大以后，不少中小企业不但倾其所有，而且利用杠杆融资，满仓入市炒股，一旦遭遇做空伏击，往往血本无归，损失惨重。

总之，做空势力对中国资本市场非常了解，能够很好地抓住弱点进行有效攻击。从 A 股暴跌的情况看，做空势力重点选择创业板等中小盘股下手，因为这些股票盘子较小、便于炒作概念、且容易暴涨暴跌。同时，部分投资者在空方诱导小盘股大涨的时候也盲目跟风，特别是那些利用杠杆融资、配资了大量资金跟进炒作的投资者，在遇到市场被做空开始砸盘时，如果反应慢没有及时卖出，自然就被套了进去。当股价下跌到一定程度时，融资买入的股票就面临被强制平仓风险。如果这些投资者持有一些蓝筹、权重股作为压箱底的财富标志，在这种情况下，为避免持有的小盘股被“强平”，就不得不甩卖权重股来补充保证金，这就

进而拉动权重股下挫，并拖累大盘指数。大盘指数又影响市场信心，使卖盘急剧增加，“踩踏”事件随之发生，引发众多“小股民”恐慌逃离，形成“甩卖+暴跌”的恶性循环。毫无疑问，这次组织做空 A 股者，其“段位”并不低，绝不可以轻敌和大意，我们必须全力以赴地迎战，不获全胜，决不收兵！

中航工业的“护盘”行动

中国航空报：面对突如其来的暴跌，中航工业此前有没有觉察，或者心理有所准备？

林左鸣：去年下半年股市进入牛市以来，中航工业所属上市公司的股价也大幅上涨，特别是今年以来，中航工业系股票市值从 2014 年 12 月 31 日的 4600 多亿元，上涨到 2015 年 6 月初最高的 9700 亿元，年内翻了一倍还多。面对股价的快速上涨，集团公司党组就高度关注，尤其是大盘在 4500 点还没有调整到位的情况下，就急剧飙升到 5000 多点，在这过程中我们就感到来势不妙，认为可能不是市场的自发行为，或许有恶意势力介入。对此，集团公司党组迅速组织开会研究对策，一方面，建议大股东在遵循有关法律法规的条件下，在合规范围内适当减持一些股票，以此提醒股民不宜头脑发热、盲目追涨；另一方面全面提高警惕，筹备资金，以防在股市被恶意做空后，能够出手护盘，今天看来当时的判断确实没错。现在社会上有一些人认为央企在高位抛售而现在出手护盘是在高抛低吸，但实际上根本不存在。今年以来，整个 A 股市场产业资本减持超过 5000 亿元，但整个央企系统减持仅仅 300 多亿元，占有减持额度的 1/10 都不到。在产业结构转型和国有企业深化改革加快推进的关键时期，我们对所属上市公司的股价很有信心，没有理由也并没有大规模减持。

中国航空报：股市暴跌后，中航工业是如何应对的？采取了哪些救市措施？

林左鸣：在这次股市暴跌后，集团公司党组高度重视，并于 7 月 4 日起开始研究“护盘”的具体措施，准备投入全面战斗，坚决护盘。整个“护盘行动”由谭瑞松总经理挂帅坐镇指挥，“兵马未动，粮草先行”，顾惠忠副总经理负责筹备和提供充足的“弹药”，吴献东副总经理作为前敌总指挥，董事会秘书陈元先、副总经济师兼战略资本部部长李平、特级专务兼计划财务部部长李耀等组成“护盘”特别行动小组。过去人们往往了解中航工业有一批优秀的航空专家，其实我们还有一批“段位”不低的“股神”，他们在本次“护盘”战斗中全力以赴，发挥了非常重要的作用。

截止 7 月 6 日，基本形成救市的思路：第一，准备好充足资金，制定好操作方案，做到随时可以投入“战斗”；第二，做好舆情宣传工作，拟定《中航工业关于维护资本市场稳定发展的倡议》等材料，准备在集团公司网站、微信发布；第三，由于事关重大，按照组织原则第一时间上报国资委，待国资委批复指示后立即行动。特别是我们对这场反击做了一个很好的预判，认为广大散户、小投资者是中航工业本次“护盘”的铁杆同盟军，因为这次股灾虽然大量散户损失惨重、市值蒸发大半，但是真正“割肉”离场的并不多，他们正等着市场企稳后，通过增资来降低持股成本。在这种情况下，我们认为，只要我们在市场上组织反击，一旦股价企稳翻红，必然有散户增资，跟着我们一起挥师向上，这样市场的流动性又可以带动起来，市场信心也会逐步恢复。

7 月 8 日上午，按照国务院国资委“做负责的股东，不减持上市公司股票”的要求，集团公司立即组织研究制定应对方案，并在具体“护盘”操作方案获得国资委认可后，全面投入护盘行动。7 月 9 日，在集团所属 A 股上市公司开盘 6 支股票跌停的情况下，采用打开跌停股、促绿变红、促红涨停的操作原则，吹响了“反击”的号角。截止 9 日上午收盘，中航工业所属上市公司股票除停牌的深天马 A（000050）外，20 支股票全线飘红；截止下午收盘，20 支股票全部涨停，港股市场中航工业系股票也全线大涨。从 7 月 8-10 日，中航工业及下属企业累计增持 A 股约 2.85 亿元，H 股 5368.78 万元，合计约 3.38 亿元，且后续还在不断增持。

在这次“护盘”行动中，我们很好地发挥了舆情宣传的作用。7月9日在中国航空报发表评论员文章《为国家护盘，航空人有责》，同时刊登《关于鼓励中航工业所属上市公司股东及董事、监事、高级管理人员增持上市公司股票相关事项的通知》；按国务院办公厅和国资委安排，集团公司副总经理吴献东接受中新网记者采访的专访稿《中航工业筹集数十亿资金护盘，已买入近2亿元股票》于7月9日晚间在中国新闻网发布。同时广大干部职工通过微信、微博大量转发了上述宣传材料，极大带动了信心和人气，形成了万众一心、同仇敌忾的良好局面。

按照最初的计划，我们准备了数十亿真金白银准备投入市场进行“血拼”，而且后续还要滚动筹集资金，并鼓励广大干部职工购买集团公司股票，坚决打赢这一场“A股保卫战”。现在看来，准备的措施还没有全部用上，已经在前几个交易日的战斗中初战告捷。

中国航空报：现在一些观点认为，航空工业的股票市盈率倍数很大，上市公司的经营业绩也不及一些蓝筹绩优股，因此股票可能存在高估的问题，对此您的观点是什么？

林左鸣：我认为，中航工业所属上市公司的股价并没有高估，虽然有的股票市盈率倍数较大，看似有些偏高，但是航空工业作为军工高科技产业，其价值的核心在于具有强大的科技实力作为支撑。实际上，我们有很多重要的技术由于保密原因，并没有对外公布，如果这些项目进入资本市场，其价值前景不可估量。有几个消息我可以透露一下：第一，我们正在全力以赴推动新材料研制，我们已经研制出来的新材料，将极有可能掀起一场材料进步的革命。第二，我们正加大力度对新能源进行研究，航空工业作为全产业链发展的高科技企业集团，一直致力于突破解决新能源问题，而我们将来推出的新能源，也必将创造新的价值。第三，我们正全面推进新信息技术的变革发展，并在一些关键技术领域取得重大突破，将来我们的新信息技术一旦推出，也必将创造巨大的效益。综上所述，中航工业所属上市公司的股票不存在高估问题，我们的核心价值体现在我们的技术上，在这些高精尖技术的支撑下，中航工业所属上市公司一定能够稳步、健康、蓬勃发展。

中航工业的“魔方经济”

中国航空报：在这次A股遭遇战打响之后，有观点认为世界经济大战已经打响了。对此您怎么看？

林左鸣：当前，世界经济的不确定性因素明显增多，从俄罗斯受到全面制裁到希腊面临债务危机，再到欧元体系遭受经济攻击，包括这次我国股市遭遇的重大打击，这都不断向我们发出警告，或许世界经济大战已经打响，我们必须动员公众树立大国意识，深入思考如何积极应对。

要实现企业基业长青，国家经济稳定发展，由企业优秀的商业模式来构成整个社会经济健康发展的状态，显得尤为重要。我认为，今天世界各国的社会经济主要可以分为三种模式：

第一种是“地摊经济”。这种经济模式的状况是无序松散、各自为战、随波逐利、内讷内抗，是放任自由性的经济模式。在市集中，小摊贩和赶集者各取所需，竞相吆喝喊价，买卖交易一把一利索，并没有明确的战略目标。这种经济模式的特点是缺乏主流方向，难于适应需求变化，是典型的短期经济行为。应该说，目前世界上大部分国家都属于“地摊经济”。

第二种是垄断经济。这是一种具有大兵团作战能力，可以一致对外的经济。早期的垄断经济靠的是契约，当时的企业基本是独立的产业企业，不一定有资本的联合，企业间通过契约的形式相互约束，统一定价、统一对外控制资源和市场，形成了垄断，也就是所谓的“托拉斯”经济。这种经济基本的模式是确立支点、整合优势、选择方向、强势做大，是霸王鼎立性的经济模式。其特点是：利用自身优势扩张整合，形成只有“强-强”对抗的态势，实现把优势化为强势，再把强势化为攻势，可以达到重点发展，重点应对市场的目的，形成了垄断性经济行为。但是这种模式明显不利于现代市场竞争和良性发展，因此这种商业模式已

被世界性的反垄断制度所叫停。现在市场中尚能形成垄断的主要是靠专利技术。若没有绝对优势的专利技术，要形成实际上的寡头式的垄断经营并非易事。因此，目前国际上的技术性垄断企业，也都是“并蒂莲”（双寡头）模式。由于技术发展突飞猛进，即使像美国柯达公司这样极具垄断性的企业，也难逃破产的厄运，与柯达共成双寡头的日本富士也不得不黯然淡出。所以，这正是垄断经济的问题所在，在当前科技迅猛发展的时代，技术垄断很容易被颠覆和超越，仅靠技术维持领先并不一定是持续、稳定的。现在垄断经济在世界经济中只是小部分，而且主要存在于企业层面。传统意义上的“托拉斯”，其实已经失去大范围存在的基础。在国家层面，由于反垄断法的制约，很难做成普遍意义的垄断经济。

第三种是“超市经济”。在世界大部分国家是“地摊经济”的时候，可以说只有美国超越了“地摊经济”，做起了“超市经济”。把这种经济模式比喻为超市，是因为在这种模式下，美国的经济就如同“沃尔玛”，其它各国的企业要通过美国的平台企业才能走向世界市场，成为其产业链中的一环，由于没有直接面向最终消费者的机会，没有市场话语权，只是一个专业化的生产机器，被美国经济牢牢控制住，大量的利润被美国经济的平台型企业攫取。甚至以前风光无限的创新型企业，在平台型企业出现之后，现在的市场地位也已大不如前，成为了平台型企业业务链中的一个专业化单元。之所以说美国是一个“超市经济”国家，是因为美国经济具有强大的金融资本操盘和控制能力，它是以金融资本为基本平台，打造成就了自己的“超市经济”地位。

可以说，以前是“一流企业（国家）做标准”，现在已经是“一流企业（国家）做平台”。他们通过打造集成网络、创新商业模式，形成了“超市经济”模式。而且随着信息技术的飞速发展，世界上已经出现超越金融、利用信息技术发展“超市经济”的新趋势。比如谷歌、阿里巴巴、腾讯等都是新兴平台型企业，他们掌握着信息的增值通道，并利用巨大的“流量”，通过建立一个能将“流量”变现的生态系统，打造从“流量”积累到变现的新型商业模式。

“超市经济”是一种集约优势、利益分成、随机变化、强势经营，具有固定性（平台性）的经济模式。它的特点是：有特定的主流方向，杂而不乱，聚集力强，优势明显，是一种“地主”式的经济行为，只要控制了土地（平台），人们就只好为他打长工。

“超市经济”区别于“地摊经济”最大的一个特点，就是排兵布阵，集聚联动。企业层面的集聚联动是对集成网络、供应链的管理，例如美国的波音公司在民机业务上，通过转包和风险合作，打造全球集成网络，坐享丰厚的利润。又如我国的小米公司也是通过集成网络管理，实现了“零库存”，达到企业价值最大化。而国家层面的集聚联动是产业间的相互联动，特别是产融结合。美国经济正是通过产融结合，让金融资本在经济运行中“坐庄”，形成对“货源”和“卖家”的控制，捞尽好处。

1.5 券商

故事 18：中信证券王东明高呼“救市就是救自己”

作者：媒体报道。

A 股波浪滔天、救市之声不绝于耳之际，中信证券(600030)董事长王东明高呼“救市场就是救自己”。

中信证券是此次参与市场“维稳”的主力军之一，公司拿出百亿资金护盘。最新出炉的

沪深证券营业部龙虎榜数据显示,7月6日,中信证券北京总部营业部以单日买入金额144.73亿元位居证券营业部龙虎榜第一位。

在该营业部买入金额前三名的个股中,中国石油以33.49亿元位居第一,中航动力(600893)和海油工程(600583)分别以5.92亿元和4.86亿元买入金额位居其后。

除中信证券总部证券营业部外,登上证券营业部龙虎榜的中信证券多达96家证券营业部,昨日合计买入金额180.44亿元。

相比之下,刚刚宣布增资扩股至千亿级的证金公司昨日也大举出手买入沪市股票,总计30只个股、买入金额合计58.48亿元。

中信证券是21家宣布参与救市的券商之一。华尔街见闻提及,7月4日,中国证券业协会公告称,21家证券公司以2015年6月底净资产15%出资,合计不低于1200亿元,用于投资蓝筹股ETF。这些券商还承诺,沪指在4500点以下,在2015年7月3日余额基础上,证券公司自营股票盘不减持,并择机增持。

王东明6日在接受《上海证券报》采访时表示,6日,中信证券已将相关出资划至中国证券金融股份有限公司指定专户。

他还称:“公司决定参与此项出资行动,主要出于四方面的考虑。”

第一,股票市场稳定发展是证券公司的切身利益所在。第二,证券市场的稳定有利于实体经济的发展。第三,行业联合自救在国际上有成功先例。第四,方案的风险是可承受的。公司认为,经过三周的深幅调整,很多蓝筹股已经开始显露投资价值,这些股票的平顺交易有利于稳定投资者预期,并减少市场波动。此次出资,公司的“权益类投资占净资本比例”风险控制指标仍然在监管机构要求的范围内,风险是可承受的。

中信证券测算,经过从6月12日高点算起30%的调整,现在上证指数市盈率18倍左右,横向与国际比较(包括与H股比较)都已经不高,已向下偏离价值中枢,均值回归动力增加。即使未来上证指数重新回升到4500点,对应的也只是22倍左右的市盈率,横向与国际比较也仍然是非常合理的估值。



故事 19: 银河证券一把手——我们和国家队是这样救市的

作者: 网络报道

中国的资本市场正在经历一场史无前例的考验,多空博弈惨烈对决过程中,7月4日堪称是一个重要的转折点。

当天,高层召集21家券商共谋对策,中国证券金融有限公司(下称证金公司)被推上前台,成为救市主力的代表。此后一行三会、财政部、国资委等多个政府部门发声救市,券商、基金、保险等大量机构加入救市大军,如火如荼的救市行动全面展开。

7月9日,作为参与了7月4日密会的券商高管之一,中央汇金投资有限责任公司副总经理、中国银河证券股份有限公司董事长、党委书记陈有安接受腾讯财经专访时,还原了多日以来国家队救市的历程。

在这次以拯救市场信心为核心任务的行动中,各方参与者在最初就充满信心。

密会上的五点建议

腾讯财经:7月4日,高层召集21家券商研究救市方案,你在会上提出的建议是什么?

陈有安：针对救市，我提出了几点建议和想法。

第一是恢复投资者信心。要立即从国家层面联合发声，把经济基本面向沪深两市参与者说清楚。这些基本面向包括，国家改革依然在有序推进；“十三·五”规划正在加紧编制；“一带一路”的落实正在有条不紊向前推进；亚投行已经顺利成立，今年底前将开业；金砖国家银行也要在今年底或明年初运营。因此，我们不要丧失信心，不能自毁美好前程。

第二个方面是采取断然措施，国家提供充足的流动性，提供真金白银参与到市场中来。此前指数上扬阶段，一些投资者盲目乐观，很多人采取高杠杆入市。此后，引爆股指急剧下降，这时一些投资者和媒体又极力看空。可喜的是，目前财政部、央行、证监会、国资委、公安部等各部门一起发声，银河证券将坚决积极参与到“救市”行动中。

第三，银河证券带头择机回购和采取大股东增持动作，实施员工持股激励计划。实际上，2年半前，是银河证券已在H股招股说明书中写明员工持股和股权激励。

第四，中国资本市场未来向好。其一，中国居民财富多配置在固定收益类，而投资权益类比例偏低，未来还有巨大空间；其二，万亿规模养老金入市对资本市场是重大利好；其三，今后机构投资者将加快发展，散户资金交给机构人士专业理财是趋势；其四，人民币纳入SDR呼声越来越大，这是国际市场对人民币的认可，我们也应该更自信。

密会协议内容的由来

腾讯财经：7月4日，21家证券公司与证金公司签署协议，以2015年6月底净资产15%出资，合计不低于1200亿元，用于投资蓝筹股ETF。为何把比例定在15%？为什么不是10%或20%？

陈有安：联合公告体现了证券行业对市场的坚定信心。当时与会者对出资占净资产的比例并没有统一意见，但大家一致同意出资总额不低于1000亿元。后来初步测算，21家券商按照6月底公司净资产15%出资，差不多可以达到1000亿元，当时为了凑整，选取了15%这个比例。后来21家一共出资1280亿元，其中银河证券出资80亿元。这笔钱在7月6日上午11点已经转到证金公司账上。同时银河证券抽调了一名资产投资经理，协助证监会公司运营这笔救市资金，投资经理已于7月6日上午8点到证金公司报到。

腾讯财经：协议还规定，上证综指在4500点以下，在2015年7月3日余额基础上，证券公司自营股票盘不减持，并择机增持。4500点这一标准如何得出？

陈有安：联合公告中提出，4500点以下券商不减持，既不是政策救市的“顶”也不是政策救市的“底”，4500点这一点位也与政策救市没有直接的对应关系，目前主板平均市盈率与国际市场大致相当甚至略低，机构普遍认为4500点与市场估值基本适应，对于价值投资而言是具有共识的点位。4500点并非“救市”目标，是参会券商经讨论后普遍认可的支撑点位。

腾讯财经：券商对资金的安全是否有疑问？

陈有安：确实有人质疑这笔投资会遭受损失，我个人认为，这笔资金实际上是行业出的第一笔资金，像种子资金一样，它能够起到巨大的市场信心恢复作用。一方面，我们对行业有信心，另一方面，我也坚信董事会能够通过，所以当时在会里就直接表明了态度。这笔投资属于股东会授权董事会范围之内，且属于自愿披露范畴。根据公司董事会决议，公司管理层可以在授权额度范围内，确定自营资金的投向决策，根据联合公告，沪指4500点下方银河证券将在现有持仓不出售的情况下，适时增持，从董事会批复的额度规模看，自营盘增持仍有空间。

腾讯财经：出资行为是否有损股东利益？

陈有安：证券公司经营任何时候都要对股东利益负责，市场诟病21券商联合公告伤害股东利益缺乏依据，银河证券董事会作出任何决议都要承担责任，尤其作为H股上市公司

还需对外资股东、中小股东承担责任。

“一方面，从券商经营的角度看，没有市场整体信心的确立，券商作为微观主体不能独善其身；另一方面，给予对市场的判断和信心，我们也认可在目前市况下出资购买蓝筹股ETF、自营盘择机加仓等举措是符合股东利益诉求的。”

救市行动仍在持续中

腾讯财经：在7月4日的会后，银河证券出台了哪些救市措施？

陈有安：一是做好与监管当局和主管部门的沟通，积极主动配合监管当局的一系列稳定市场的措施。

二是组织自救，7月8日，银河宣布推动大股东回购和员工持股计划。7月9日，银河证券推出董事、监事、高管和员工参与的集合理财计划，以此树立对行业的信心

三是在A股市场受到质疑的时候，一些投资者出现了非理性抛售，一些中小市值公司市场交易出现了流动性困境，组织资金，果断出手，增强市场信心。

四是号召员工对投资者和客户做好正面宣传教育，鉴定资本市场持续健康发展的信心。同时也协助主管部门做好对投资者的安抚工作，遵守契约精神。

腾讯财经：证金公司给予券商2600亿元授信，支持券商开展自营业务。银河是否申请了资金？

陈有安：继证金公司公布以2600亿元信用额度支持券商自营业务之后，银河证券9日已经向证金公司申请1000亿元资金额度。申请将通过股票质押的方式，具体结果还要等待证金公司公布。

这是基于公司对A股未来的坚定信心。我们认为，现在市场单边下行恰是巨大的投资机会。银河证券日前加大了在二级市场投入，同时加大了对自己公司股票的回购，并已在香港联交所公告。

腾讯财经：如何定性此次股市大跌？

陈有安：A股从6月15号高点5178.19下跌到7月8号的3507.19，跌了32.27%，特别是过去近十个交易日以来连续的出现千只以上股票跌停，市场的强制平仓已经从过去的场外，蔓延到场内的两融，较大面积的强制平仓已经导致市场出现非理性恐慌。

与此同时，强制平仓和非理性恐慌所带来中小市值股票出现流动性危机，这又进一步加剧市场的非理性。金融市场本身就是信心市场，依靠的是国家信用和投资者的信心支持这一虚拟经济的发展，一旦信心遇阻，产生的将是崩塌式危机，从而很容易传染到其他金融系统和实体经济。

我个人认为，本轮下跌是由场外配资急增导致的杠杆过高而引发的恐惧心理进而导致的信心丧失和极度恐慌造成的，我坚信，这种临时性的、突然出现的“股灾”应该很快就能修复。

整体来看，A股的长期上涨趋势不变，但其间定还会有跌宕起伏，这是资本市场本身的特点和规律，但上行趋势不变。

故事 20：从牛市到救市，配资大佬亲历的“惊险”人生

作者：米牛网创始人兼CEO 柳阳。

国内最大的互联网配资平台之一、米牛网创始人兼 CEO 柳阳对《每日经济新闻》记者独家讲述了亲身经历的精彩细节。

A 股始于 2014 年 7 月的一轮疯牛行情，催生了为数众多的股票配资平台。此后，随着行情继续走高，风险加剧，监管层接连出招，几乎是一夜之间，上半年极为红火的场外配资业务走向末路，而那些曾在这场盛宴中享受着荣光的配资平台，纷纷面临生死劫。那么，在这几个月之间，配资平台到底经历了哪些心理煎熬？内部又是如何看待监管禁令的？当初雄心勃勃的目标能否实现？对此，国内最大的互联网配资平台之一、米牛网创始人兼 CEO 柳阳对《每日经济新闻》记者独家讲述了亲身经历的精彩细节。

昨日(7 月 27 日)，沪深市场再度大跌。昨晚，证监会新闻发言人表示，在前期对恒生网络场外配资业务进行专项检查的基础上，当日，证监会组织稽查执法力量赴浙江核新同花顺等公司，进一步核查有关线索。

谈及股票配资，米牛网算得上业内明星。投资额累计 40 亿元，米牛只用了 268 天。但此后，这个数字永远定格在 49.23 亿元。

6 月 3 日，米牛网在其微信公众号中写道：自 2014 年 9 月 8 日上线，其累计投资总额跨过第一个亿元花了近 20 天，羊年第一个交易日(2 月 25 日)实现第一个 10 亿元……新一个 10 亿元，则只花了 20 个交易日。按照这个速度，越过 50 亿元，可能 6 月就能达到。

40 天后的 7 月 13 日，米牛网、658 金融网等多家股票配资平台纷纷宣布，暂停股票配资业务。除开线上的，更多的线下股票配资平台也遭遇重击。虽然今年四五月曾有人称配资行业将在一年半内出现重大危机，但无人料到，危机来得如此之快。

7 月底，按照此前有关规定，8 月份将重新开始接受证券公司外部接入信息系统评估认证申请。但截至目前，相关的监管规定还未出来，股票配资平台未来将何去何从，无人作答。

“如果监管层认为这是违法的，我们坚决不做；如果未来监管层认为需要满足什么样的资质才能做，我们也会积极去争取。”米牛网创始人兼 CEO 柳阳近日在其办公室向《每日经济新闻》记者表示。

变身配资平台创始人

2014 年 4 月，柳阳带领着一支来自阿里巴巴、恒生电子等在互联网、金融服务方面具有多年从业经验的团队，开始了自己的二次创业之旅。

2014 年 4 月 10 日，中国证监会和香港证监会发布联合公告，宣布决定开展沪港通试点。有券商认为，沪港通是此轮牛市的助推因素之一。

2011 年，柳阳曾和伙伴们一起联合成立了一家投资管理公司，踏入创投领域。在做“天使”时，柳阳投资了一家传统的股票配资企业。他希望对方可以把线下业务转移到线上，但最终没有成功。

而多年在恒生电子负责投资理财相关事务的柳阳，因为接触了较多的证券投资行业人士，对股民的配资需求有较多的了解。

据了解，柳阳为恒生电子创始团队成员，曾任集团董事、副总裁、研发中心总经理等职，因负责开发恒生证券交易系统获浙江省科技进步一等奖。2006 年，开始负责恒生电子的战略和财务投资业务。“(配资)是一个巨大的市场。”柳阳说，浙江是中国民间金融的中心，其中存在很多有意思的金融形式，比如民间配资，但配资行业发展非常粗放，同时也存在很多问题，如服务的主要对象是大额投资者，更多普通股民的需求得不到满足，行业在很多环节上仍不规范、存在诸多灰色领域等。“通过互联网的方式，把民间的金融活动标准化，真正把产品做到透明安全”，按照这个设想，几个月后的 9 月 18 日，米牛网上线了。

米牛网是一个 P2P 配资平台，具体方式是出资人通过 P2P 的方式借钱给配资人，享受年化 10.8%左右的固定收益，不承担风险，而配资人提交一定比例的保证金，通过向平台上

的投资人支付固定的利息，借钱放大炒股资金。

相比融资融券，民间配资的门槛更低、杠杆更高，可选择的投资标的更广。“由于客户有保证金，所以我们不对偿还能力做额外审核。”柳阳说。

因为风控相对简单，2014年下半年~2015年上半年，互联网股票配资平台如雨后春笋般涌现，也有一些P2P平台在原有业务基础上增加了这项业务。据不完全统计，线上的平台有一两百家，如果算上线下的，业内人士估计，全国将近有1万家股票配资平台。

风投“疯狂”向配资平台砸钱

“牛市来袭，通过配资加仓，成倍放大收益。一波涨停，最高可获得相当于原有资金N倍涨幅的收益。熊市被套，行情回调，通过补仓，只需小量涨幅即可回本。”这是米牛网曾经打出的广告语。“(去年)那会每天着急找配资客，但却不知道怎么找、怎么推广。”柳阳挠着头说。

但随着沪指从2000多点飙升至4000多点，资金供需的“跷跷板”发生变化，开始从“钱多客少”向“钱少客多”倾斜，而且这种情况与米牛网刚上线时，只能依靠员工的亲朋好友“口口相传”完全不同，自动找上门的配资客户越来越多。“完成1亿的交易额，去年9~10月份需要两个月，现在三四天左右就做到了。”3月18日，米牛网宣布获得华映资本825基金领投的4980万元A轮融资。“预测2015年米牛网的累积配资额能超过200亿元。”柳阳在2015年初设定了这个目标，但进入第二季度不久，他便将2015年的发展目标调整为300亿元。

4月5日，米牛网跨越第二个10亿元，距离第一个10亿元花了27个交易日；此后21个交易日，完成第三个10亿元；再隔20个交易日(6月3日)，完成第4个10亿元。这种发展速度，就连投资方华映资本中国创始管理合伙人季薇也惊叹：米牛的增长是超乎预期的强劲。

与米牛网同期的其他股票配资平台也做得风生水起，甚至风投也“疯”了，不断砸钱进入。2014年12月，寻钱网宣布获得浙商创投和丰厚资本首轮千万元投资；2015年4月，658金融网宣布获得天沃科技4000万元的A轮投资。

随着股市一路走高，在“5·28”大跌之前，各个股票配资平台都面临着资金全面吃紧的情况。“深夜还在到处找钱”成了新景象，很多股票配资平台都暂停了按天配资和“免费体验”活动，甚至有平台表示，排队的资金需求量高达6亿元，来8亿元，只需两三天便可消化掉。

当时的柳阳也不例外，天天在想办法如何拓宽资金来源。除了加大线上投资端的推广力度，还在线下走进高科技企业进行推广。“股市行情大好，很多人不愿意来投P2P。资金的获取难度自今年2月开始，一直在不断增加，比如获取1万元的资金，2014年下半年时员工的人力成本等只要100元，到了2015年上半年，则变成了200元。”柳阳说。

“赚钱太容易了，这不正常”

谈及本轮牛市，“杠杆”始终是一个绕不开的话题。今年1月28日，证监会表示，开展融资融券业务的证券公司共91家，证监会曾于1月16日向市场通报对45家券商融资类业务现场检查情况。“以两融目前9000亿元的规模，远远还未达到容量的上限，我们预计，两融规模的顶线是两万亿元。”去年底，申银万国首席分析师桂浩明这样预计。

今年4月16日，证监会网站发布证券公司融资融券业务开展情况通报，明确规定“不得以任何形式参与场外股票配资、伞形信托等活动，不得为场外股票配资、伞形信托提供数据端口等服务或便利”。

去杠杆为股市降温，证监会的意图明显。场外配资的这场危机，其实早就已经埋下了伏笔。只是当时沪指已快速攀上 4000 点，无数股民正处于兴奋中，在此情况下，监管层的风险提示，似乎效果不佳。

随着股市投资热情的逐步提升，券商两融业务规模持续飙升。很快，两融就到达了桂浩明所预计的“顶”。5 月 20 日，两市融资融券交易余额超过 2 万亿元，股市流通市值约 48 万亿元，两融余额占到了流通市值的 4% 左右。

同时，场外配资的规模，业内人士保守估计有 5000 亿元左右，也有券商调研表示不止这个数，可能达到一两万亿元。

虽有“禁令”高悬头顶，但各家股票配资平台都没有引起足够的重视，甚至有一些平台仍然想方设法绕道开“伞”，这就像一个猫和老鼠的游戏。“目前，并没有接到相关部门的任何通知，不得开展配资，我们也没有使用任何的信托资金。”当时的柳阳如是说。

不过，面对疯牛，柳阳还是做出了主动降杠杆的决定。

5 月 25 日晚，柳阳召集公司“风控委员会”成员开会，决定从 5 月 26 日起，按月配资的配资比例降到 1:3；平仓线、警戒线与取保线，按配资金额计算分别提高到 112%、118%、133%。

同时，在“单一股票持仓比例最高不得超过 60%”的基础上，对单一创业板股票持仓比例也作出了限制，最高不得超过 50%。这个“风控委员会”由米牛网的风控、法律、业务部门各派 1 名人员，柳阳本人和联合创始人吴小平等 5 人组成。

那一天(5 月 26 日)，沪深两市成交量再次突破两万亿元，刷新全球股票市场单日成交记录。降杠杆，这不是第一次，也不是最后一次。在此之前，柳阳曾多次降杠杆，如从 1:5 降到 1:4；此后，柳阳也有再降，从 1:3 降到 1:2。

为什么主动降杠杆？柳阳表示，“基于我们对市场震荡幅度及风险情况的研究，每次我们都做到了非常好的预见性。事实上，很多时候是我们降完杠杆股市才跌的，并不是跌了之后我们再来降杠杆。”

柳阳说，配资毕竟是有平仓线的，“5·28”大跌之前，多次降杠杆主要是因为觉得客户赚钱太多且太容易了，这是不正常的。之后，救市过程中的降杠杆，主要考虑市场可能剧烈波动，加了杠杆的会有风险，希望能帮客户保住财富，不要以那么高的杠杆在市场上去博，同时禁止了盈利加配。

遭遇两大风险事件

进入 6 月份，沪指一度攀爬至 5178 点。之后，加了杠杆的股市，犹如鼓鼓的气球突然被扎了一针。6 月 19 日，端午节前的最后一个交易日，沪指跌破 4500 点。随后，A 股开启连续三周急速下跌，最低跌到 3373 点。

而配资显然是靠股市吃饭。股市好的时候，门庭若市；股市不好时，门可罗雀。这种特征在这一轮股灾中显露无疑。“那段时间，米牛网每天新增的配资量还不到高峰时每天新增配资量的 10%，存量也在下跌。”柳阳说。

有一组数据可以佐证：6 月 29 日至 7 月 3 日这一周，米牛网相较 6 月 22 日至 6 月 28 日，成交量从 15879 万元下滑至 11952 万元，环比下滑 24.73%。

一位互联网金融创投人士曾说，股票配资的风险点主要有两个：一是股票出现断崖式下跌，二是停牌风险。不幸的是，这一切都发生了。

10 天跌 20%，A 股历史仅五次，前 4 次都在 1997 年以前，而这一次杠杆牛市出现快速下跌，也是中国资本市场的第一次。相比前两周，第三周虽有“十二道金牌”救市，但沪指仍然跌去了 12%。当时，A 股还出现了罕见的“停牌潮”，最多时有 1443 只股票停牌，占比超过 50%。

相比之前的“1·19”和“5·28”大跌，这次配资股民受伤严重，爆仓、强平等消息不断涌出，包括米牛网在内，相对成熟的股票配资平台强平的比例都在 30%左右，而一些风控相对较差的则高达 60%、70%。

由于大跌，资金供需发生大逆转，不少配资平台都称可做秒配。“在这之前，在米牛网配资得等一个星期。”柳阳说。

与此同时，一些“打伞”的配资平台资金链开始出现问题。

7月4日，大规模救市行动开始。7月5日，周日，柳阳给配资客户一个个打电话，“不要加杠杆，建议逐步减仓，仓位保持在 50%以下”，“可以参与但不能追高，尤其不能追涨幅在 5%以上的股票。”

忙乱的救市过程中，有一种声音被众多股票配资行业人士认同：行业将被正名。6月30日，中国证券业协会在答记者问时说的“各证监局正在对(证券公司)自查情况进行核实。预计7月底前后可完成，8月份开始将接受证券公司外部接入信息系统评估认证申请”。

然而，行情并没有朝大家预期的方向发展。

发自凌晨的公开信

7月12日傍晚，国家网信办发布通知称，全面清理所有配资炒股的违法宣传广告信息，并采取必要措施禁止任何机构和个人通过网络渠道发布此类违法宣传广告信息。收到这则消息后，柳阳第一时间通知负责宣传推广的工作人员，撤下网络上的广告。

随后，证监会发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》(以下简称《意见》)，自公布之日起施行。《意见》指出，严禁账户持有人通过证券账户下设子账户、分账户、虚拟账户等方式违规进行证券交易。

眼看事态趋于严重。柳阳第一时间通知公关、运营、技术、美工等相关人员紧急待命，同时召开紧急会议。这次会议，除了公司高管，还请来了外部的法律顾问一起参与讨论。

7月12日20时30分，会议开始。柳阳提出，停止股票配资业务，但高管中是有不同声音。

“这中间有一个讨论的过程。”柳阳说，但最终大家对于如何应对监管层的《意见》达成了一致，并认为作为行业内比较有影响力的公司，需要在第一时间向市场表明态度。

随后22时许，柳阳开始致电各轮投资人，“当时，我就说我要停了，然后(投资方)说好”。因为此前一段时间，股票配资已处于敏感状态，柳阳和投资方有过一些交流，所以虽然事出突然，但总体上沟通还是比较顺畅。

紧接着，柳阳开始思考如何和客户解释，与员工沟通此事，并安排新产品——存单质押融资上线。“决定是痛苦的，相当于自己砍自己。但不管有多大的困难，都要去克服。”柳阳说。

7月13日凌晨0点38分，米牛网发布《致米牛网用户的公开信》，公告停止股票质押借款的中介服务业务。柳阳说，那一晚，他一直在忙，只睡了4个小时，凌晨4点写好给员工的公开信后才回家，不到8点半，就有媒体电话打了过来。

相比其他配资平台的“暂停”，柳阳做得更彻底。除了停止新增，对于按《意见》规定仍可继续的存量，7月13日下午，柳阳提出：各方将继续按约履行原有合同，在米牛账户有停牌股票的客户，客户可按照停牌股票市值买断；或者根据具体情况与客户作进一步协商处理。

一些存量客户希望继续，柳阳拒绝了，“监管既然有这样一个声音，那么在不伤害客户的情况下，尽快停止。”

新计划暂未出炉

“7月12日，深夜。公司管理层集体做出了一个艰难决定：停止股票质押借款中介业务……”柳阳在给米牛员工的公开信中这样写道。

其实，早在股市最红火的时候，米牛网已经开始考虑打破单一业务模式。“但是，那个时候，股票这块把其他业务的资源都吸收了，腾不出人手去做，相应地也就延后了”，柳阳说。“类似于淘宝的爆款，股票质押借款相当于我们的爆款。米牛一开始就是想做综合化业务，而不只是股票质押借款业务，只不过我们需要一个排期表。”此时，股票配资已被柳阳转换了一种提法。

虽然上线不到一年，但米牛网在4月份左右，已经达到了盈亏平衡线，但经过这一轮股市下跌，现在又达不到了，而此前所说的300亿元目标，也不得不面临调整。“3月提出300亿元的目标，是基于当时的业务量，现在新的业务还没有起来，无法估量”，柳阳说，“目标肯定还会再调整，需要重新做一些计划，(至于具体计划)还没有这么快。”

柳阳表示，“互联网金融仍是一个最值得创业者奋斗的领域。米牛将一如既往地普惠金融领域努力深耕和创新探索。”

转型，知易行难。相比米牛网的迅速反应，其他更多的股票配资平台，现在面临着困惑与迷茫。特别是那些资金来源主要为伞形信托的配资平台，曾经的资金优势变成了“烫手山芋”。

2015年4月中下旬，一配资平台的老总说，股票配资业务一直处于“监管真空”地带发展，存在资金绕道进入股市有违监管、准入门槛低甚至没有门槛、操盘方恶意操作等问题，“这是一个有着原罪的行业，需要救赎。”

但如何救赎，无人知晓。



第二部分 资深感悟

刘强：对于这次 A 股股灾的几点反思！

作者：刘强，瑞林嘉驰对冲基金基金经理。

整整两周时间，我没有发一篇微博，为什么？因为我在痛苦的反思！此次股灾颠覆了我的很多投资原则，让我感到无所适从，甚至多次怀疑自己是否还适合这个市场？对证监会的无能，对政府救市的昏招，甚至是对自己祖国的不满，都让我感到极度的愤怒。但这又能如何呢？这次短暂的牛市，成也政府，败也政府。冷静下来，我开始反思自己的不足，慢慢发现其实问题的核心还是出现在自己的几大性格弱点上。

一、对于基本面的过于执着让我忽视了技术面的风控提示。

我个人一直是个基本面派，所选的股票的主要原则就是该公司未来的业绩会稳步增长，由此该公司会由一家中小市值的公司成长为中大市值的公司，而我的长线持有则会享受到公司成长所带来的股价飞跃。这种选股方法在多次的牛市中都屡试不爽。这种忽略短期小波动，长线持有的股票大多数都会有几倍以上的高额回报。但没想到这种长线持股的方法让我在这次股灾中失去了止损的最佳时机。很多浮盈非常大的股票刚开始下跌时，我无动于衷。跌破 20 日线，我开始重点反思这些股票，基本面毫无问题，继续持股。跌破 30 日线，开始意识到市场的系统性风险，止盈出局。跌破 60 日线，觉得这么好基本面的股票居然能跌到这么低的价格，于是重仓买入，马上被套，大盘暴跌，股价跟着暴跌，再止损。心态彻底乱了。究其原因，还是自己太过于执着于股票的基本面了，觉得只要是股票好，主力又没出局，我怕什么？没想到赶上了百年不遇的股灾，再强的主力这次都被包了饺子。

这次 A 股的股灾让我想起了 1930 年美国的大股灾。从 1930 年 5 月到 1932 年 11 月，短短两年的时间里，美国股市连续出现了 6 次大暴跌，道琼斯指数跌到了惊人的 41 点。在这场股灾中，近 4000 人因破产跳楼自杀，5000 万人失业，美国 and 全球进入了长达十年的经济大萧条时期。在这场股灾中，投资大师欧文费雪在几天之中损失了几百万美元，顷刻间倾家荡产。一代投机天才利弗莫尔在这场股灾中输掉了 1 亿美元，最终选择开枪自杀。一直到 25 年以后的 1954 年，美国的股市才回到了股灾前的指数水平。想一想这个场景，何等惨烈！而我们这次 A 股的股灾，虽然指数还没有如此惨烈，但下跌之快，下跌之猛，覆盖范围之大，实在让人难以接受。

虽属天灾，但其实还是可以避免如此之大的损失的。这就要靠技术分析的风险提示了。在这点上，斯坦利克罗是我们的榜样。最近打算再次重读斯坦利克罗的《期货交易策略》，向大师学习。

二、永远不要高估了政府的能力和智商。

说实话，我一直认为中国的政府是个高智商的精英领导的政府机构。民主集中制让政府在做一些重大决策时有时比西方的民主制更有效率。特别是这届的习李政府，我更是和大家一样极力看好。更何况这本来就是新政府一手导演的人造牛市，既然政府需要牛市，那我们还有什么可担心的呢？可这种万里挑一的意外却恰恰发生了！打死我也想不到，我们政府一手导演的加杠杆的牛市，最终的结果却是政府又反手把杠杆瞬间降下来，导致了股市的流动

性危机，买盘和卖盘严重失衡，上千只股票连续跌停，造成了严重的踩踏！说实话，对于证监会这种粗暴的干涉市场，我真的想骂娘！在我看来，这就是渎职，这就是犯罪。杠杆可以降低，场外配资也可以查，但这需要个技巧，你让一列已经加速到 300 公里每小时的高铁列车瞬间停下来，不出事故才怪！

再来谈谈这业余水准的救市，更让人哭笑不得。各个部门之间的推诿，冷漠，毫无合作精神。打了半天仗，连对手空头在哪里都不知道。最后急了甚至采用流氓方法限制股指期货空头开仓，这种明晃晃的违约竟然出自管理层之手，实在令人扼腕叹息。一个缺乏了公开、公平、公正的资本市场和赌场有何区别？真是让人唏嘘不已，我国的依法治国还谈何说起？

这还仅仅是一场小小的股灾，换个角度想，如果这是一场突如其来的军事战争，我们的国家就靠这些官员去指挥战斗？我不敢想象。

如今，与其说是救市，其实不如说是灾后重建了。因为无论是从技术上，还是从人气上，此轮难得的牛市已经结束了。信任比黄金重要，一个对政府失去信任了的资本市场，还会有牛市吗？我不敢想象。

顺便提一句，千万别以为 A 股股灾已经结束了，看看今天香港股市的大跌，再看看美国中概股的集体跳水，我们的政府老爷们，你们难道还以为这只是市场的正常调整吗？什么叫自毁长城？什么叫内外勾结？虽然我没有证据，但我可以负责任的说，A 股的这场股灾就是一场彻头彻尾的阴谋！这绝对不是天灾，而是人祸！外敌可恶，但内奸更可恨！要想攘外，必先安内！

三、当风险来临时，保命最重要！

记得《股票大作手回忆录》中有一句经典的话语：“当我看见一个危险信号的时候，我不跟它争执。我躲开！几天以后，如果一切看起来还不错，我就再回来。我是这么想的，如果我正沿着铁轨往前走，看见一辆火车以每小时 60 英里的速度向我冲来，我会跳下铁轨让火车开过去，而不会愚蠢地站在那里不动。它开过去之后，只要我愿意，我总能再回到铁轨上来。”这番话非常形象地表现了一种投机智慧，令我始终不忘。奇怪的是，大多数投机者遇到的麻烦是，他们自己内心中的一些东西使他们没有足够的勇气在他们应该平仓的时候平仓。他们犹豫不决，他们在犹豫当中眼睁睁地看着市场朝着对自己不利的方向变动了很多个点。

现在回过头来看这句话，简直太符合股灾时大多数人的心态了。吃一堑长一智，下次再有风险时，记得保命最重要！

四、缩小自己的投资圈子，学会独立思考！

说实话，在这次股灾前，我的众多投资圈子中，还是有几位朋友一直在提示市场风险的。但回过头来想想，自己的朋友那么多，每天都听到成百上千条建议，我怎么可能注意到那寥寥无几的看空者呢。投资确实需要圈子，三人行必有我师，但除了大量的交流，我们还是需要给自己留下一些独立思考的时间。归根到底，投资是我们自己一个人做决定的事情。所以，独立思考格外的重要！

说了那么多，都是事后分析，问题的关键是接下来怎么办？我的个人建议：君子不立危墙之下。如今的市场还未企稳，最好的策略还是现金为王，空仓观望。如果牛市真的结束了，那现在进入股市就是找死。如果牛市还能起死回生，那我们也不在乎再晚几天入场。总之，不要轻易相信政府的任何建议，独立思考，多看少动！

另外，我再顺便提一句，除了关注股市，我们已经可以逐步开始关注大宗商品了。东方不亮西方亮，如果 A 股的牛市真的结束了，大宗商品的春天也就不远了。

祝各位好运！活着就好！

狼啸天：本人股灾中的经验教训

作者：狼啸天。

本次股灾的形成，是多因一果的，大量缺乏监管和规避监管的场外配资涌入市场是一个因素，大量散户在使用场内融资时缺乏经验不擅于把握头寸也是一个因素，管理层在3、4、5月份放任庄股横行催生了中小股、概念股的巨大泡沫是一个因素，……但最最关键的因素，是泡沫过大。

应该说，对于4、5月份就已经出现的泡沫，我还是稍有警惕的，但警惕还是不够，这为本轮股灾中遭受了部分损失埋下了伏笔。4、5月份时为了防止将来泡沫破裂时损失过重，一共做了以下的准备：1、4、5月份，在上证4200点以上，我基本上清空了融资盘，在雪球上发帖谈过两次。2、从4月底开始，虽然认为银行股要大涨很难，但认为银行股估值低，急跌中慢捡银行股，不失为在市场上的8股泡沫逐渐加大时的一种防守策略，万一真的实现了八股行情向二股行情的转换，说不定也有点收益。因此，仓位上配置了相当一部分的银行股。（急跌中慢捡银行股，这也在雪球上多次发帖谈到过）。本次股灾中，我因为银行股占本金的20%，为我的防亏减亏起到了不错的作用。这两个措施，确实让我在这次极速下坠中不至于摔得过重。

另外，长期的分散持股习惯，让我有稍多点的腾挪余地，也在本轮股灾中让我避免了部分损失（这让我在6月16号抛出了一批营利可观的股票，在雪球上有发帖说过）。同时，持有的股票中有三只在大跌前已经停牌，也让我暂时的损失相对减少（将来复牌后如何，不知道）。

6月16日，创业板指数危机显现，我开始意识到创业板股票必须撤退（在4月份我就在雪球上发帖谈过，数码视讯上到30元我会以此为信号清仓创业板股票），因此，6月16号清空了几只涨高了的创业板股票，当日，两只中小板股也大幅减仓。到这个时候，我已经只剩下本金的五成多点的仓位在持股了（其中有20%是银行股）。同时，在6月16号开始采取进行腾挪对冲（因为当时我还没能力判断大盘是否接下来会很糟糕），把还没跑的股票中除银行股外的二成仓位，在6月16日换进了当时强势的鲁银投资，并在19号看到大盘不断走弱之后卖出，这笔卖出后，基于形势不好，没用这钱去进股，这为我剩余仓位的减亏，起到了一次对冲作用。

这次股灾中的损失，主要出现在5月11号进的长春高新（如果按最大跌幅算，最高已经浮赢的近60%全数吐回，但我6月29号上午抛时还稍好些），和5月20号以后进的4只股票上（全部为亏损出局，我6月29号止损时跌幅已经达30%以上），这五只股票仓位占我总本金的大概25%，这些股票，按我的趋势投资习惯，在大盘不断走弱之后的6月25号午后那种80%以上股票跌幅达6%以上时，我一般会有无条件清仓的习惯，但当时在外地处理急事，没空看盘，因此，错过了止损机会，直到6月29号上午开盘后借着利好清仓了（当时认为6月29号不能再迟疑了，要清仓了，在雪球上也发过帖），这五只股票上损失惨重，幸好是这五只股票的持仓占我的总资金的份额不大，分散投资的习惯，为我起到了一定的减损作用。

7月3号，考虑到无数股票短期内跌幅过大并且股灾已经出现——周末必出救市大招，用除银行股和停牌股以外的资金抄了中信证券（攻其必救，这是救市必救的大旗之一），还

抄了小部分的跌入了价值投资区的惠尔浦。因为周末国家队救市大招出来了，因此，委托朋友帮我将7月3号抄进的中信证券在7月6号开盘竞价中把救市任务转交给了国家队（7月6号我在深山无通讯信号）。俺们只在最危难时为自己为国家出一把最小的力——当然，也有自己的算计在内——公私两便，7月6号国家队的大部队出动了，俺们当即转交任务，让大人物去承担大责任。（当时在雪球上发帖也说过，7月3号抄进，大概只是有10%左右的反弹，不宜乐观地当反转。）7月8号在当天的高点出了占总仓位20%的光大银行（怕补跌）。目前除停牌的三只股票外，现在手中是2成仓位——部分仓的惠尔浦（7月3号进的），还有是周三（7月8号）用部分仓位抄的正海磁材和焦点科技（我当这两只股票是已经跌入价值投资区的长线分批建仓品种）。

失误：对新进的股票止损不及时，大盘刚开始连续下跌时，以为它们涨幅不大，可以例外，抱有幻想，对纪律的执行不严格，导致这部分的仓位损失惨重！

经验教训总结：

1、泡沫过大时，尽量不用融资仓（这点做到了）。

2、系统性风险来临时（大盘已经连续多天走弱后，突然某天出现80%以上的股票日内跌幅6%以上时，宜无条件清仓再说），止损要及时，这点没做好，导致部分仓位损失较大（主观和客观因素都有）。

3、腾挪大法只适宜于大盘开跌的前几天用，如果几天之后大盘还持续下跌，宜全部清仓，因为腾挪大法的作用不在于营利，而在于争取一个缓冲的时间让自己能看清大盘多几日后的走势（这点做的不错，但风险偏大，以后宜少用）。至于大盘刚开始下跌的前两三天为什么要做移仓腾挪和应该如何腾挪，我在雪球上发过帖子。

4、下跌中的短线抄底博政策救市，风险过大，一要快进快进，二要尽量少做不做。（这方面做的不好，违反了我自己定的不参与反弹的原则）。

赘言：

在这里，我要重申一下，我的帖子虽然是写给新手看的，但是，连一点股市基本常识都没有的新手，其实不适合看我的帖子。最好是炒过两三年了，基本的东西有点知道了，看看我的经验教训，也许会受点启发。有成功的案例我一般会写出来，失败的案例我一般也会写出来。有利于自己总结和吸取经验教训，也供朋友们从中吸取些经验和避免些错误。

人总是在失败中成长，这次失败的狠的朋友，也不要气馁，未来的路还长，多积累经验，多总结提高，我1996年入股市后不管牛市熊市，开始连续七年的年终算账都是亏损的，也一样走过来了，后来随着经验的积累慢慢有了不错的持续营利。这次逃过大跌的朋友，也不要对自己过份自信和乐观，股市永远充满变数，仍宜处处谨慎。

在这里，我不想争论趋势投资和价值投资的长短，有些人天生就适合价值投资，有些人天生就对趋势投资更有天份，这是各人的缘法，不可强求。价值投资也有惨败的也有大成的，趋势投资也有大成的也有惨败的。关键在于找到适合自己的投资模式并建立自己的风控系统，严格执行。当然，知行合一，恐怕是永远都需要努力的历程，要完全做到，很难！

最后，为未能尽好责为信任我的朋友多避免一些损失向朋友们道歉！自己能力有限，再加上近期烂事缠身又两三次在深山没信号的地方，时不时中途几天没空看盘，未能及时对朋友们作更多更好的提示，深感愧疚！

实话实说，本轮股灾中我未使用过期指空单去对冲，不是我有多高尚，而是一方面经过6月16号减仓后我当时的持仓已经不算重了，同时，银行股还在估值低的情况下，我怕出个救市政策，我的空单放多了很容易被爆掉。

狼啸天：股灾反思录之二：当系统性风险来临时散户应该做些什么？

这一轮股灾中，银粉或者是在大盘刚开始下跌时就把股票全部换入银行股中避险的散

户，利润回撤很小，这被不少银粉用来证明价值投资的正确性。我认为，价值投资当然是正确的，要不然，巴菲特赚不了那么多钱。而且价值投资总体上比趋势投资更正确，这我也承认。但是，我们来做一个假定，假定没有救市，银行股现在还好吗？请雪球上的投资人，问自己一千次——假如没有救市，现在的银行股还好吗？去看看南京银行 7 月 1 号到 7 月 8 号的走势，就知道了假如没有救市，银行股能否幸免？

本轮股灾发生的前半段，是不少 8 股里逃出来的资金进入了银行股中，让银行股扛住了前半段的下跌（这个前半段，银行股的低估值确实起作用了，雪球上无数的人也是这样去避险的），但是，我可以非常肯定地说，本轮股灾，假如没有救市，跌完 8 股之后，跌到后半段，银行股差不多恐怕也已经在地狱里了！为什么？回答：看看银行股上有多少融资盘就知道了！去杠杆，连环踩踏，银行股上的天量融资盘，如果不是在跌完 8 股之后由于救市军/国家队撑着，满额融资做银行股的人，恐怕也和满额融资炒 8 股的人一样尸骨无存了吧？

说实话，本轮股灾中，我也是因为银行股替我挡了灾，让我总体损失不大。但我认为，这绝不是价值投资救了我，而是幸运之神救了我！跌完 8 股，轮到要跌银行股的时候，救市了！在去杠杆的连环踩踏引发的系统性风险面前，价值投资其实照样不堪一击！说实话，在市场上要长期存活，散户们绝不能拿幸运当成是自己的能力！因为那太虚幻。

好吧，我们说正题，在系统性风险来临时，散户应该做什么？回答其实很简单：先减仓再清仓！不要以为我的股票能侥幸不跌反而会上涨！你去看看世界历史上的股灾，前后加起来一共有几只股票能扛住疯熊而不跌死的？6 月 25 号午后 80% 的股票跌破了平台支撑位，开始出现恐慌性下跌，恐慌性下跌发生的第一时间，宜立刻清仓（当时我也没清仓，因为我在外地处理急事没空看盘）。万一没有在破位的第一时间清仓怎么办？比如，我 6 月 28 号仍然在雪球上发帖提出：现金为王，此时，无数 8 股已经跌去了 30% 以上了，这时不少人因为觉得损失不小了，老狼又没第一时间提示，不少人看了老狼那天的帖子就开骂，说：现在还清个屁仓啊？跌 30% 以上了，应该会重新涨了！好吧，6 月 29 号你如果没清仓，结果 80% 的股票到后面又跌了 30%-45%；还有人会说，你看到没？6 月 29 号以后，银行股不是没跌吗？好吧，我回答你：如果不是救市，现在银行股也在地狱里，而不是现在这样还在天堂上。同时，我还想问一句：这次跌幅达 60% 以上的股票中，难道全是垃圾？难道没有一个是可以享受高估值的？难道没有一个是具有价值的？举例，友阿股份，20 元的价格大概对应 2015 年 PE20 以下、PB2.5 以下，这以价值投资眼光看去也不能算是太差的标的吧？照样跌到了最低 10 元出头，满额融资是不是容易爆掉？好坏一起跌，跌完高估跌低估，这就是系统性风险的可怕性。满额融资押在银行股上的，不要以为自己是因为价值投资没事，如果不是救市，现在照样爆仓了！只能说，你是幸运儿，而不是你的能力和价值投资救了你！

所以，当系统性风险来临时，散户最好不要幻想有避风港！系统性风险来了，不管你营利亏损，也不管你持的是什么股，都最好清光！这是散户的活命之路！

当然，如果你资金大，你有做空工具对冲，对冲的能力强水平高，那另说！

股灾反思之三：股灾中，低估值的股票真能没事？（回忆 2008 年）

说实话，自 1996 年入市以来连续亏损七年算起，到 2004 年起至 2014 年的每年年终算账都能有所营利，在接近二十年的股市投资生涯中的后十来年能有点长进，我认为最应该感谢的是熊市教育了我很多，而不是从牛市中学到了很多东西。

在上一帖《股灾反思录之二：当系统性风险来临时散户应该做些什么？》中，我说系统性风险来临时，没有对冲工具的散户最好能及时止损清仓。然后，有一个不知道他是我前辈还是我是他前辈的雪球球友不指名道姓的教训我说：

“什么叫系统性风险？类似美国那样衍生品发生连环崩溃等基本面问题的，那可以叫做系统性风险。”“而由泡沫崩盘或者情绪崩溃引发的估值下跌，那就均值回归。”

他这话大概是针对我说“如果本轮股灾没有国家队救市，银行股也照样崩掉了”有感而发的。

针对这位老兄的说法，我补充如下：

远的不说，我谈一谈较近的 2008 年的股灾吧中的教训吧。2008 年 7 月初至 9 月初银行股止跌横盘了近两个月，因为此时银行股已经从 2007 年牛市高点跌了一半下来了，这时的银行股普遍已经跌入了低估值区域，举例：招商银行（按 2008 年年报和 2009 年年报算在 10 倍 PE 以内）。而在银行股止跌横盘的 2008 年 7 月初至 9 月初，8 股继续大幅下跌，无数 8 股在这两个月内又腰斩了。我一位学会会计出身的朋友，在 2008 年 7 月份大量买入招商银行，他的理由是：别人恐惧我贪婪——招商银行跌入了价值投资区。2008 年 9 月 11 日开盘前，我用某 ID 号在当时的某人气股票论坛发了一个帖子，说银行股仍然还会崩盘式下跌，并且叫我那位大量持仓招商银行的朋友去看看帖子，他看完后很不屑的和我说：这么低估的招商银行还有什么风险啊？如果有风险也是你们这些趋势投机分子臆想出来的风险！而结果真不幸给我这样的趋势投机分子言中了，银行股（包括招商银行）从 2008 年 9 月 11 日到 10 月 28 日左右，又腰斩了，股价对折！我那个学会会计的朋友满仓承受了招商银行的股价对折，由于头寸过重，他最终没能扛住，在手中的招商银行腰斩之后反弹了 20% 时，他认亏出局了。

股灾发生的时候，为什么低估值的好股票在抗跌之后也照样会跟着烂股票大跌呢？这除了有情绪性因素之外，还有比价效应的原因。从金融行为学的角度看，股价是由群体行为决定的，群体化的思维是：卖出只跌了 50% 幅度的股票，去买进跌了 80% 幅度的股票，划算！这种比价效应当然不是一种基于价值考量的理性行为，但也不能简单地归结为非理性恐慌行为，相反，它是有着群众的可笑的算计在里面的——跌的更多的更容易上涨，但它照样会导致理性的价值投资者也跟着蒙受巨大的损失（当然，这也可能是价值投资者赚大钱的机会，关键要看你的承受能力）！这种情况，有点像某学者所嘲笑的那样：民主投票，选出来的也有可能是白痴低能儿小布什（说小布什是白痴低能儿是这位学者的原话，不是我编造的）！呵呵。

“股票价格短期看是投票器，长期看是称重机”，这当然没错，但有一个前提，就是你如何从投票器时段能活到称重机时段，这才是根本！

所以，我认为，如果你有对冲工具，越跌越买做价值投资相对容易；如果是没有对冲工具的小散户，做价值投资也照样要考虑风险问题，不是说股价低估你就可以随时随地一直满仓的。没价值的 8 股崩入了地狱，照样会把有价值的 2 股也拖入地狱！

在我看来，2008 年上证 3000 点以下的市场，已经无多少泡沫，但是，它的下跌，仍然属于系统性风险！为什么？因为能例外不跌的，不超过 50 家，90% 以上的股票都继续大跌特跌。

股灾之后的五点感悟

作者：财色君。

6 月 30 日，财色君发了一篇文章，大意是市场底已经明确，加上此前确认的政策底，市场调整已经结束，将走上万点之路。但事实证明，财色君错了，错得离谱，给大家最真诚的歉意。短期的调整，超过所有的人的想象。杠杆市场也让财色君目瞪口呆。从 1997 年开

始，财色君开始随着家人开始接触股市，算来已经有 18 年了，这种场面确实第一次见到。在交了昂贵的学费后，见证了历史，也有了一些感悟，稍后和大家分享。

对市场的看法，财色君相信，万点绝对不是梦，2-3 年之内是必将可以实现的。但是随着杠杆依然将持续，衍生品工具的增加，这个市场已经越发不适合散户了，希望大家看了这篇文章后，更冷静客观地评估下自己。说句大家不爱听的话，财色君觉得，大部分人其实根本不适合直接炒股，定投主动型股票基金或者投资指数基金，是很好的选择。

下面说感悟，主要有五个方面。

1.敬畏市场

之前，财色君自以为对市场，对管理层有些认识，也非常坚信改革牛的逻辑。但事实证明，财色君还是 too young too naive。任何政策或者场外因素是非常重要的，逻辑也没问题，但最终要落实到市场走势中，这才是关键。永远不要迷信任何场外，除了市场的 K 线。永远不要与趋势作对。

2.对个股不能盲目自信

财色君是选股型投资者，这类投资者最大的问题，就是对于自己选择的股票过于自信。之前财色君也觉得市场会有系统性风险，但相信自己的股票能够安然无恙。这就好比在赌，外边地震了，你觉得自己的房子结实，而不愿意出去。当然，小级别的地震也许你能度过，但大级别的地震呢，比如这次，就会非常惨。这次财色君损失也非常惨重。所以，不要对自己的股票过于自信，君子不立于危墙之下，地震了，就到大街上去，只要活着没事再进房子好了，即使这个房子满了，再找新的就是了，人活着房子有的是。

3.不断学习

读书少，害死人啊。财色君很懒，不爱学习，之前对杠杆市场缺乏认识，是导致这次惨败的直接原因。其实，从投资方法和个人性格来说，财色君喜欢巴菲特式的投资方式，长期持股。但财色君不是价值投资者，可以理解为价值投机或者政策投资，有机会再细说。《神雕侠侣》里，杨过学了很多种武功，但直到自己创出了黯然销魂掌，才名列新五绝，成为绝顶高手。可见，模仿是没有前途的，必须不断学习，融会贯通，建立和不断完整自己的投资体系，方为正道。

4.不借钱炒股

这个不多说，配置和两融害死人啊。

5.不做空

原因有三，第一，做空风险大。2.裸空，别人跳楼你发财，道德上，财色君觉得过不去。3，警察叔叔会抓人。财色君觉得，也不用做什么对冲了，直接空仓离场就好了。

一个技术派散户的反思：时刻盯盘，赔得更多

作者：文章内容来自网络。

借这轮股市暴跌冷静一下。概括而言，炒股其实是炒概率，炒心态，炒运气，炒时间。股民们应大体把握好以下六点。

第一，跟随大势。永远不与趋势作对。首先是分清牛、熊市，操作策略有大不同。另外要选择相对强势的板块和其中的龙头股。大盘和相当一部分个股有大体的周期：盘整或筑底，缓涨，急涨，下跌。一般下跌通道不抢反弹；横盘过程不急于“埋伏”；最好选择上涨趋势

明确的股票择机进入。坚持选择大概率事件，挣6次赔4次，最终就是赢家，这就是所“炒概率”。趋势判断也不是件很容易的事，就技术面而言，至少要做到重点关注均线走势和均线间关系，过滤掉小幅波动。可以日线为主参考周线和月线。另外，一些小盘股波动大变化快，趋势更难把握，风险偏好低的可回避。

第二，忘记成本。这一点往往很难克服。比如在个股明显进入下降通道后还加仓或抄底以“摊低成本”；或在明显破位后被套数年，坚决要等“回了本儿再出”。前者是“用手接下落的飞刀”，后者是浪费大好时间，而炒股就是“炒时间”，浪费时间也是一种损失。一定要彻底忘记多少钱买的、多少钱补的仓，重点判断当下趋势，当进则进，当留则留，当走则走。所谓“手中有股，心中无股”，大概是这个意思。

第三，把握时机。在判断大趋势的基础上找买点。黄金买点有几类，一是趋势初期，即长期下跌或盘整后，均线拐头向上发散，这时可能会买在一个低点，也可能趋势还不稳，又调头向下。二是上升通道中的回调或横盘再突破，这时上涨概率较大，止损位设得也近，即便趋势突变赔的也不多。可回避已经历过缓涨、急涨的股。牛市中可适当追高，尤其是在有重要突破的时候。每只股票在买后都要设个止盈或止损位，可以是上升通道下轨，也可以是某条重要均线，破位后至少先大幅减仓。对于已经急涨的股票，或抢反弹打短线时，减仓平仓位设置的可更灵敏些，比如5日线或前一天的最低点。多数散户都非专业股民，时间精力有限，加之日内操作失误概率更大，因此不宜频繁做超短线。一般情况下可在收盘前十几分钟观察决定。或在趋势可能变化时，切入半小时线找最佳买卖点。

第四，独立判断。炒股都难免“听消息”，但许多消息传到散户这里已拐了很多弯，可信度、可参考度大大下降。因此无论是什么来源的信息，无论如何言之凿凿，自己也要根据基本面和技术面重新判断。最终主意要自己拿，如果挣了，可感谢别人提供了一个线索，如果赔了，也不必埋怨别人。另外要自己慢慢总结看哪些道理、信息是有效的，自己有什么经验教训，因为每个人的资金、心态都不一样，很难有完全妥帖的具体建议。如果想完全听从别人，可以投私募或基金。

第五，调整心态。首先是有耐心，应“瞄准了猎物再开枪”，未瞄准就胡乱“扫射”往往会浪费子弹。一旦买入，如趋势未发生变化，不因短期波动影响心情和判断，炒股谁挣的多，有时要几个月甚至更久才能看出来。因眼红别的股涨的快而频繁换股，牛市中也很可能赔钱。其次要理性分析，时刻“把心倒空”。分清哪些属于判断失误，哪些只是运气问题；哪些是真正显示出来的趋势，哪些只是臆想。不因一时挣钱赔钱忘记了判断，不赌气。心态与投入的比例也有关系，用自有资金的一半以下炒，往往心态和耐心较好；而卖房、融资、挪用公款炒股，往往对小幅波动过于敏感，心态不稳导致动作变形。另外，也可以用部分仓位做中长线，拿出部分仓位打短线，缓解“手痒”症。

第六，遵守纪律。买入时应设定加仓、止赢或止损位，待信号出现后要坚决执行。很多人在趋势改变后心存侥幸“应该会有个反弹”“过些天会拉起来的”“主力还没有出货”“政府会救市的”，或在大盘暴跌时急于抄底。究其原因，一是忘记了哪些是真正显示出来的趋势，哪些只是自己一厢情愿的猜测，二是贪心，总想吃到“鱼头鱼尾”。另一类，是面对明显的买入信号十分犹豫，总想着“万一跌了怎么办”，属于风险偏好较低的，不太适合炒股。如果几年后发现自己熊牛市都赔钱，大幅降低仓位、当成一种游戏，或远离股市，也不失为一种选择。

另外，不建议花费太多时间盯盘，毕竟还要有正常的工作和生活。而且时刻盯盘容易频繁操作，可能赔的更多。另外，股市中所谓的“知识”太多，比如波浪理论、背离、K线形态分析等等，信息烟雾弹也太多，灌多了人会变傻。

其实没有绝对的具体标准，长线短线，激进保守、进出时机，均因人而异，自己慢慢总结为好，还有一定运气的成分。但总体上要有自己的看法和主见。股市是个击鼓传花的零和

游戏，要和别人比，也要和自己比。也算是一种修炼吧。

我是腾腾爸：股灾反省，我错在哪？

作者：我是腾腾爸。

最近很少发长帖，主要原因就在于大盘剧烈调整中，股友需要的是即时性的思考和判断，正所谓远水不解近渴也。谈股论道，应是平常功课。紧急时刻，大家需要的是简短有力的引导。前两天有朋友感叹：最近T T B文风大变，话痨先生也会写短篇了。我回复：正在对濒死股友做嘴对嘴人工呼吸，大嘴巴腾不出空来犯痨病。虽是玩笑，却是实话。当时人心惶惶，正如溃逃之军，人仰马翻，乱踢乱撞，在此危急存亡之秋，我还在那给大家滔滔不绝地讲生理卫生知识，不被乱军踩死才怪！

好了，周末了，可以肯定的是，今天和明天，大盘既不会暴涨，也不会暴跌。总算可以松口气了。我们需要总结一下此次股灾中的得与失。今日也许能有半日闲暇，且让我犯一次痨病——还是以前的老规矩，信马由缰，想到哪写到哪，收不住手的话，篇幅也许会长。需要看孩子的、伺候老人的、光喜欢吃方便面的，还有在股市中混了好多年、理论比书本还丰富的老手，应当提前知趣地走开。前者没有时间，后者我忽悠不了，我只忽悠我能忽悠得了的人，正如我在股市中的生存法则：只挣我看得明白的钱。看不明白，挣不了钱。挣了也是瞎猫撞上个死耗子。怎么赚的，早晚还得怎么还回去。

为了让自己能在未来看得更明白一些，顺便再忽悠一些没有经验没有知识没有脑子的股市“三无人员”作粉丝，我会抽空好好写一些关于这次股灾的文章。正所谓前事不忘后事之师。今天是第一篇，挑挑我自己的毛病。不先挑自己的毛病，上来就说我在这次股灾中表现如何如何，大家会认为我在吹牛B，在骄傲，在自满。所以，先检讨，再吹牛，迎合一下大众心理。没办法，这是在中国，我生于斯长于斯，深知其中利害。你可以很富有，但你不可以炫耀；你可以很有学问，但你不可以到处为人师表；你可以很有权势，但你不可以四处招摇，即便咱爸真是李刚，咱也不能乱说。乱说是会死人的。你不死，炒死你。这就是网络，这就是现实，这就是大众心理。虽然荒诞、可笑，但你必须顺应潮流。想牛B，先活下来再说。正如这次股灾。先发财，行，得先保证自己不死。活下来之后，生活才会有续集。

所以，我先检讨。这样显得我比较谦虚，比较有涵养，比较懂礼貌。万一有大V看到这篇文章，也不会生气。

此番股灾，就我个人而言，最大的一个错误就是灾前过于乐观了，以致于造成判断错误。有帖为证：

“【小学算术】一到整数点位前，就有一帮SB型算命先生在那瞎咧咧，吓别人的同时也吓吓自己。晕死，出冷汗是减不了肥的！”

从2000点升到3000是很难的，因为得上升50%。但从5000点到6000点，则只要上升20%，相对就要容易得多！

至于从4900到5000，我都懒得算了！

小学毕业太久了，不清早算算不清。

长文累人。此篇算是附送。

众友莫谢！”

这张帖子写于5月27日早晨，当时大盘正在5000点大关前盘旋。印象中几次触摸，

几次无功而返。雪球上也是吵声一片。当时我预测大盘上5000点应是水到渠成——这点，后来的事实证明是没错的，但是仔细看看帖中的字眼，我对大盘越过5000点之后，直上6000点的判断，则明显是乐观了。

类似的帖子，当时应该还有。但这个帖子，是我自己脑中印象最深的一个。

也是现在最让我回味的一个帖子。

现在看，大盘越过5000后会直接上6000，这个判断是完全错误的——需要好好检讨，更需要好好分析。

这个来源于乐观的判断错误，根源在哪儿呢？

回过头来分析，我认为主要有以下几点：

一是我混淆和模糊了长期目标与短期走势的联系与区别。

早点关注我的朋友应该都知道，我对这轮牛市整体上非常看好。无论政策面、心理面、资金面、经济面，甚至我最不懂最不爱看的技术面，都支持一轮超级牛市的产生和发展。对于这轮牛市的总体长期前景，我也专文论述过。有兴趣的朋友可以看看这个长帖——《我是腾腾爸忽悠篇之股市大盘点》），在这个帖子里，我判断此轮牛市的高点保守估计将在7000——9000点间出现，乐观大胆之后，甚至看高至10000点。极限值，被我设在了12000点。此帖写于528大跌之后。应该说，对当时的情势判断还是很有指导意义的。正因为528之后，我依靠此帖成功突围当时舆论困局，所以更让自己坚信自己的判断没有多少错误。

但是我恰恰忘掉了一个最不应该忘掉的事实：这个帖子中的高点判断，是一个长期目标，在短期内是很难实现的。

这个道理应该好理解：孩子生下来了，早晚会长大的，根据父母的遗传基因，我们判断他能长到1米80以上——只要是基于科学的分析，最终的判断是不会出大错的。只要假以时日，这个目标达成的概率会非常大。但是，他早晚有一天能长到这个个头，并不代表他明天就能长到这个个头。在成长的过程中，有个时间段会长得快一点，有时间段会长得慢一点。

长期规定了短期，短期服从于长期，但短期和长期并不总是同步。短期有时候就像一个青春期的孩子，会突然对长期进行疯狂的叛逆。

也就是说，长期目标和短期走势，虽然有很紧密的联系，但还是有着明显的区别的。

尤其在股市中，长期与短期的区别和分化，在某个时间段内，甚至是有可能完全相背的。

我因为长期看好，而就连带着短期也一味地看好。这是违背常识的。

想到这一点，我只能感叹：T T B真还差得远呐。

我以前说过，我有一轮完整的熊市的经验，但还从来没有完整地走过一轮牛市。不是给我自己解脱，这一轮牛市，的确让我的这个缺点暴露无遗。我不知道我说这是一件好事，会不会有人骂我？

唉，算了，骂，我也得承认。对于我个人而言，这次失误，是一件好事。它再次用血淋淋的事实教育了我：不忘初衷虽然高明，但前提是必须不忘常识。

一切对规律、对常识的遗忘和背叛，最终都将得到深刻的教训。

二是我没有搞清楚神板与主板的联动关系。

去年下半年行情率先在主板启动，以金三胖为首的低估值蓝筹突然发动了一轮波澜壮阔的价值恢复行情。年后，以神板为代表的中小创股票开始暴涨。神板的暴涨，引起了我很大的警惕，也给我带来了很大的苦恼。

作为一名价值投资者，T T B投资什么股票，最重要的判断标准就是值或不值。估值高，我就谨慎，尽量不买。估值低，我就胆大，放心，越低越买。因此，那些批评我仇恨中小板的人是非常肤浅的。股票在我眼中，根本没有大小之分，只有便宜的与不便宜之别。而根据我的测算，神板在1500点左右时，已经基本没有多少投资价值。一个估值七、八十倍的股票，长期而言，已经没有什么吸引力了，原因很简单，这样的估值，已经包含了对未来最

乐观的成长测算。自现代企业制度建立以来，人们的统计发现，最优秀的企业，其长期复合成长率也就在20%左右。我不否认，中小创股票中，会有一些企业将来能成长为参天大树，晋升为伟大企业之列。但是，那毕竟是少数。人类无法预测。即使预测到了，这样的估值，也已经在股价上得到充分体现了。正因为如此，我毫不犹豫地将自己排斥于神板之外。

它越涨，我越害怕。

因为以前中国股市只有沪指、深指，创指与之相比，还是新生事物。所以创指和沪指、深指将如何联动，没有历史参考。所有的分析和研究，大多靠类比和臆测。

所以在神板暴涨的三、四月间，甚至在更早一些的时间里，我脑子里思考最多的，就是大盘（这里专指沪指）将如何与神板进行联动。

这一点，也充分地反映在我雪球帖子中。有兴趣的朋友可以朝前翻翻。当时，我念念不忘的、经常发帖讨论的，就是神板完蛋之后，大盘会怎么走。

也就是说：神板崩盘、完蛋，早在T T B的预料之内，至于神板崩盘，大盘会怎么走，我一直没搞清。

玛蛋，现在终于搞清了。儿子死了，爹也很痛苦。

但是当时的市场走势，给了我错误的引导。

我怎么算，大盘都还在合理的区间。当时也就2.5倍左右的样子。在牛市中，2.5倍左右的整体估值，应该还是没问题的。虽然神板已经几百倍市盈率了，但因为大盘的合理估值，我也在心底默默地有了一种侥幸心理：反正大盘还不贵，神板市值又不大，就它那点体量，就是崩盘又如何？

我记得当时我还提出一个比喻：爷俩爬山，当父亲的要是出问题，爬不上去了，小孩子八成爬不上去了；但要是小孩子累了，当父亲的应该还能继续登顶，老的就是拖也能把小的拖到山顶。

现在看，真是太大意了，蠢得可笑。

儿子不玩了，爹还会玩吗？

这次股灾，终于让我看到了主板与神板的内在逻辑：以基金为主的机构恶炒神板，一旦神板暴跌，为应对基金赎回潮，基金公司只有卖出流动性更好的蓝筹股应对，于是，暴跌传染给主板。

这也是我近期反复强调的：下步行情好转后，市场风格不转变，牛市将不会走得更远。

话题又回到了我三四月份的担忧和烦恼中来：不解决神板的问题，牛市玩完。

这两天，行情一好转，又有券商兜售中小创股票了。如果是为了给自己还套在神板上的资金寻找撤退的出路，这种策略，我顶多冷笑一声，似乎还可以理解。要是真这样想，继续重温旧梦，就像霸道的村长老是占着人家张寡妇家的土炕不让人家改嫁，那我就只有避而远之了。也不知道广大股民会作何反应？会不会又好了伤疤忘了疼呢？若是，更不会留恋，越涨越跑。张寡妇无意，李二蛋还有必要到处上访告村长混蛋吗？想狼狈为奸就继续让他们狼狈为奸吧。

那火炕，早晚塌。

此处不留爷，自有留爷处。我李二蛋一表人材，何患无妻？王寡妇、田寡妇也就算了，说不定还能找到个黄花大闺女来。

走！

小孩带坏大人的故事，我不允许一而再再而三地发生。再发生，这就不是人干的事了。惹不起，我躲得起。

到时候，T T B离家出走，大家别意外。

三是忽视了杠杆牛的反向杀伤力。

这轮牛市，很多人将其定义为资金牛，还有人更直接了当，定义成杠杆牛。内在的逻辑，

我不先不说对错，但是杠杆对于牛市的推动作用，我们必须得承认。

但是很遗憾，T T B被短期的上涨蒙蔽了双眼，只看到了它的正向推动作用，没看到它的反向破坏作用。

当时，似乎也有一点类似的思考。但遗憾的是，我做出了错误的判断。我认为：股市自有其基本的运行规律，牛市中的中期调整，极限位置也就在30%左右吧。

即使有杠杆的作用，那又能咋滴？

现在看，T T B好蠢啊。比现在又一窝蜂跑去买神票、努力为机构解套的那帮人，好不到哪儿去！

小明很善跑，他往东能一分钟跑300米，那么，他往西呢？就跑不了300米了？

我当时就认为，他往西跑不了那么快了。

真可笑，唉，怎么T T B这么蠢啊？

等一会儿，我先找个地方哭一会去。

好了，擦擦泪，继续。

这次暴跌，幅度和烈度，真的都超出了我的意料。

我当时写过帖子，判断调整的下限应在4000点左右，极限位置在3800。我还是基于价值上的判断，结合技术面，认为这个位置应有比较稳固的支撑。但是没想到，杠杆熊的威力，基金那帮傻逼的250#威力，真不是瞎掰的。

也罢，经此一番折腾，总算是开了眼界了。

T T B虽然没用杠杆，但也知道杠杆的厉害了。今天的我，比一个月前的我，懂事多了。

四是我贪婪了。

一再告诫自己，不要贪不要贪，但是事到跟前，还是忍不住地贪。一堆钱摆在你面前，你要不要？要！

要，就进老鼠夹子里了。

我自己是有严格的交易纪律的，对于仓位的管理和资金的管理，我也是有原则的。我写过一篇《我的乘九法则》的文章，详述了我的资金管理策略。

但事实上呢？

我在为判断大盘会很快上6000，所以给自己设定了一个减仓的标准位置：5500点。我当时想，过5500点我就减仓。

没想到，人算不如天算，它就过不了5500点。

惨呐。

我一度怀疑，基金那帮傻逼操盘手是不是也看过T T B这篇文章？所以怕我到时带领大家一起减仓，把他们更悲摧地套牢在山顶上？

哈，当然，又是开玩笑。T T B粉丝还不到八千，没有这样的影响力的。

其实，不要怨别人，错的根儿，还在自己身上：过4000，尤其是过5000之后，我就应该严格执行自己的操作纪律的。

若我早点执行，那么在此后的暴跌中，T T B将会更主动，所有的操作，将会更为精彩。

我在股灾中的收益将会更有诱惑力、说服力。

因为我最近的优异表现，太太已经免了我一个星期不用洗碗的家庭劳动，要是早点执行，那不会免我一年的义务劳动啊？

总而言之，我贪婪了。总想着大盘过了5500点再执行操作计划，能把利润最大化。

现在想想，我当时账户上只剩5块钱的现金余额，拷，真是耗子那个什么猫，快活不要命啊。

幸亏我熊市中训练出来的那点宝贵经验，让我没有全然忘记风险的存在。虽然贪婪了，但此间的“拔鲜花种毒草”行动，此后的快速反应、冷静应对，还是让我在这场十载一逢的

雪崩中没有白玩一回。

写到这，好像又忍不住自我表扬了。

有违初衷。到此为止。

因为以上四点，决定了T T B在股灾前明显地对短期行情有了误判。教训真是深刻。

反思错误，目的还在于找到缺点，以利再战。

至于如何克服这些缺点，我在反思和总结中，已经在边叙边议中说完了。

我想聪明的读者，一定也会在思考中得出自己的答案。

原本还想再写点的，但是时间已经不允许了——太太在催我做饭。

感情她只豁免了一个星期洗碗的义务，并没有豁免我做饭的义务——真惨，又差点模糊长期义务和短期豁免的定义和界限。

看来，在思想上认识到错误不难，难的是在行动上改正错误。

我还得继续努力哇！

闪，不闪就来揪耳朵了——

好惨，真的好惨！

唉哟！唉哟！轻点！

股灾反思：字字千金的顶级高手交易之道

作者：文章来自网络。

编者：这是一篇在网络上流传盛广的关于交易之道的绝好文章，曾深得投资圈大佬力顶：“字字值千金”！经历过6月的股灾后，回头再看这篇文章，更说明了一个绝对的真理——交易中的大智慧，是能够穿越牛熊的。据说这篇文章成文于至少五、六年前，作者不详，也许是一位“大隐隐于股市”的绝顶高手吧。

交易之道，刚者易折。惟有至阴至柔，方可纵横天下。天下柔弱者莫如水，然上善若水。成功，等于小的亏损，加上大大小小的利润，多次累积。

做到不出现大亏损很简单，以生存为第一原则，当出现妨碍这一原则的危险时，抛弃其他一切原则。因为，无论你过去曾经有过多少个100%的优秀业绩，现在只要损失一个100%，你就一无所有了。

交易之道，守不败之地，攻可赢之敌。

100万亏损50%就成了50万，50万增值到100万却要盈利100%才行。每一次的成功，只会使你迈出一小步。但每一次失败，却会使你向后倒退一大步。从帝国大厦的第一层走到顶楼，要一个小时。但是从楼顶纵身跳下，只要30秒，就可以回到楼底。

在交易中，永远有你想不到的事情，会让你发生亏损。需不需要止损的最简单方法，就是问自己一个问题：假设现在还没有建立仓位，是否还愿意在此价位买进。答案如果是否定，马上卖出，毫不犹豫。

逆势操作是失败的开始。不应该对抗市场，或尝试击败他。

没有必要比市场精明。趋势来时，应之，随之。无趋势时，观之，静之。

等待趋势最终明朗后，再动手也不迟。这样会失去少量的机会，但却赢得了资金的安全。

你的目标必须与市场保持一致，顺应市场的趋势。如果你与市场保持一致，利润自会滚滚而来。如果你看错了趋势，就得使用古老而可靠的保护伞——止损单。这就是趋势和利润的

关系。

操盘成功的两项最基本规则就是：停损和持仓。一方面，截断亏损，控制被动。另一方面，盈利趋势未走完，就不轻易出场，要让利润充分增长。

多头市场上，大多数股票可以不怕暂时被套。因为下一波上升会很快让人解套，甚至获利。这时候，买对了还要懂得安坐不动，不管风吹浪打，胜似闲庭信步。

交易之道的关键，就是持续掌握优势。

快速认赔，是空头市场交易中的一个重要原则。

当头寸遭受损失时，切忌加码再搏。

在空头市场中，不输甚至少输就是赢。多做多错，少做少错，不做不错。

在一个明显的空头市场，如果因为害怕遭受小损失而拒绝出局，迟早会遭受大损失。

一只在中长期下降趋势里挣扎的股票，任何时候卖出都是对的。哪怕是卖在了最低价上。被动持有等待它的底部，这种观点很危险，因为它可能根本没有底。

学会让资金分批入场。

一旦首次入场头寸发生亏损，第一原则就是不能加码。最初的损失往往就是最小的损失，正确的做法就是应该直接出场。如果行情持续不利于首次进场头寸，就是差劲的交易，不管成本多高，立即认赔。希望在底部或头部一次搞定的人，总会拿到烫手山芋。

熊市下跌途中，钱多也不能赢。机构常常比散户死的难看。

小资金没有战略建仓的必要，不需要为来年未知行情提前做准备。不需要和主力患难到底。

明显下跌趋势中，20—30点的小反弹，根本不值得兴奋和参与。有所不为才能有所为。行动多并不一定就效果好。有时什么也不做，就是一种最好的选择。

不要担心错失机会，善猎者必善等待。

在没有大机会的时候，要安静的如一块石头。

交易之道在于，耐心等待机会，耐心等待最有利的风险/报酬比，耐心掌握机会。

熊市里，总有一些机构，拿着别人的钱，即使只有万分之几的希望，也拼命找机会挣扎，以求突围解困。我们拿着的是自己的钱，要格外珍惜才对。

不要去盲目测底，更不要盲抄底。要知道，底部和顶部，都是最容易赔大钱的区域。

当你感到困惑时，不要作出任何交易决定。不需要勉强进行交易，如果没有适当的行情。没有胜算较高的机会，不要勉强进场。

股市如战场，资金就是你的士兵。在大方向正确的情况下，才能从容地投入战斗。要先胜而后求战，不能先战而后求胜。

投机的核心就是尽量回避不确定走势，只在明显的涨势中下注。并且在有相当把握的行动之前，再给自己买一份保险(止损位摆脱出局)，以防自己的主观错误。

做交易，必须要拥有二次重来的能力，包括资金上，信心上和机会上。你可以被市场打败，但千万不能被市场消灭。我们来到这个市场是为了赚钱，但是这个市场却不是全自动提款机。

进入股市，就是要抢劫那些时刻准备抢劫你的人。股票投机讲究时机和技巧，机会不是天天有，即使有，也不是人人都能抓住。要学会分析自己擅长把握的机会，以己之长，攻彼之短。有机会就捞一票，没机会就观望，离开。如果自己都不清楚自己擅长什么，就不要轻举妄动。与鳄共泳有风险，入市捞钱需谨慎。

做交易，最忌讳使用压力资金。资金一旦有了压力，心态就会扭曲。你会因为市场上的正常波动而惊慌出局，以至事后才发现自己当初处于非常有利的位置。你也会因为受制于资金的使用时间，在没有机会的时候孤注一掷，最终满盘皆输。许多人勤奋好学，开口有江恩，闭口艾略特，说对了，到处炫耀，亏大了，以为自己学艺不精，加倍钻研。

时间之窗，窗越开越多，波浪理论，钱越数越少，最后把自己弄得稀里糊涂，自今也清醒不过来。

要知道，所有的理论和技术都是在尊重市场趋势的前提下才能运用的好，如果总是长期挨套，只能说明你连股市中最基本的牛熊趋势都没分清，看盘看得再精，数字无限神奇，也不能改变你失败的命运。即使再出现一个牛熊轮回，套牢的依然还是你。还满口索罗斯，巴菲特呢，瞎掰！

资金管理是战略，买卖股票是战术，具体价位是战斗。

在十次交易中，即使六次交易你失败了，但只要把这六次交易的亏损，控制在整个交易本金 20% 的损失内，剩下的四次成功交易，哪怕用三次小赚，去填补整个交易本金 20% 的亏损，剩下一次大赚，也会令你的收益不低。

你无法控制市场的走向，所以不需要在自己控制不了的形势中浪费精力和情绪。

不要担心市场将出现怎样的变化，要担心的是你将采取怎样的对策回应市场的变化。

判断对错并不重要，重要的是当你正确时，你获得了多大的利润，当你错误的时候，你能够承受多少亏损。

入场之前，静下心来多想想，想想自己有多少专业技能支撑自己在市场中拼杀，想想自己的心态是否可以禁得住大风大浪的起伏跌宕，想想自己口袋中有限的资金，是否应付得了无限的机会和损失。

炒股如出海，避险才安全。海底的沉船都有一堆航海图。

最重要的交易成功因素，并不在于用的是哪一套规则，而在于你的自律功夫。

时间决定一切。总设计师和林副主席的不同故事告诉我们，人生并不只是谋略之争，某种程度上也是时间和生命的竞争。

巴菲特多活 10 年，每年哪怕只有 5% 的持续盈利，其财富的总增长，也足以笑傲天下。

我为什么把止损看的比天还重要

作者：捻花成佛。

尽管持续千股涨停，未来道路依然漫长，杀跌的风险依然存在。在当下境地下，即使有着“为国护盘”的大情操，保持小我的财产安全更为重要——适当的时候请别吝于止损，这是良心建议。下文为一位资深市场人士的宝贵经验，值得借鉴。

止损是个天大的问题，因为股市处处有风险，我们可能时时犯错误，所以我们不得不拿起止损的武器。

止损绝不单纯是散户和初级股民的问题，也是机构、大师和股神们的问题，无论是全球期货市场上的风云人物滨中泰男，还是国企背景的中航油老总陈久霖；无论是股票大作手李费佛，还是金融大鳄索罗斯，他们也常常面对止损问题，而一旦疏忽、侥幸、漠视止损，其下场同样会遭受失败，甚至是破产和自杀。

李费佛、陈久霖、滨中泰男就是栽在止损面前活生生的例子，而善于止损的索罗斯又是另外一种风光，止损让他一次次劫后余生。会不会止损、重视不重视止损，是决定投资命运和最终结局的大事。

可以这样说，在没有学会止损之前，你只不过是在博傻。

我觉得止损是股市第一重要的问题，它甚至比会买更重要，因为止损本质上是对股市的

敬畏、对不确定性的承认、对市场的尊重。会不会买只是我们能赚多少的因素之一，而会不会止损却是我们能亏多少的全部因素，赚多少还取决于市场，亏多少几乎全部取决于自己。

我认识一个高手，他的观点是止损永远正确，哪怕事后看是错误的。一开始我觉得这个观点有点极端，后来我慢慢悟道这个提法其实很深刻，是参透了股市玄机之后的肺腑之言，是大彻大悟后的觉悟之语。因为只有如此才能从灵魂深处接纳止损，而不是口头提提。只有接受止损永远是正确的观点，我们才能在止损问题上摆脱扭扭捏捏、瞻前顾后和犹豫不决，才能把侥幸、赌一把、再等等、期待奇迹这些思想从潜意识深处赶尽杀绝，才能建立真正的止损思想。

很多人不愿意止损，主要是他的灵魂深处有几个关过不了：

第一个是侥幸关。

也许再等等就反弹了，也许奇迹会出现，这几乎是阻碍止损最大的心理障碍。很多人不愿意止损，或者在止损问题上犹豫不定，就是有这个思想作祟。其实，此时我们应该扪心自问：我愿意开仓吗？如果不愿意，那我就应该止损。

第二个是羞辱关。

万一止损后大涨，该多么羞辱呀？绝大多数不愿意止损的人都有这种心理作怪。从行为经济学的角度来看，这种痛苦远远大于在其他股票上赚同等的钱带来的心理安慰。所以，股市是反人性的，从止损的心理来看就很明显。止损后股价大涨，是要承担重大的心理折磨的，这种折磨具有很大的屈辱感，仿佛自己是笨蛋、智商低人一等。

为了扭转这个心理误区，我们应该转念想下：止损是我们对自己过去的错误负责，即使它明天大涨，但那是另外一个问题，它们是两个逻辑。而且，止损后还有很多大跌的例子呢，我们为什么纠结在止损后大涨的几个股票上呢？止损后再大涨，那顶多让我们少赚，而一旦我们不止损则有可能会走上穷途末路，亏掉所有，中石油就是活生生的例子呀。

第三个关是误解。

典型的有三个“利润是被频繁止损止完的”、“止损说明不会买，会买就不用止损”、“止损是没有本事”，这些流行的误解让很多本来就心存侥幸的人找到借口，荼毒甚深。其实这几问题都不值得一驳，试问：谁见过止损能把利润止完的？我见过绝大多数人因为不止损而破产，从来没有见过因为止损而破产的。我也见过很多会买而不会止损的人，最后竹篮打水一场空，从来没有见过善于止损的人最后赚不到钱的。我在前面说过，如果解决了风险问题，利润将不请自来。

会止损就是来解决风险问题的。真正善于止损的高手，他的利润是不请自来的。在我看来，止损不是没本事，而是大本事。这如同兵法上的先为不可胜以待敌之可胜，哪个长胜将军不是先保护自己不被击败然后再去击败敌人的？看不起止损的陈久霖爆仓破产了，看不起止损的荣智健谢幕了，这俩人腕儿够大吧，他们不止损照样被市场埋葬。

第四个关是死扛。

我已经亏这么多了，再止损还有什么意义？说白了，这是麻木，是破罐子破摔。如果这种人能回头看看中国石油从 48.62 元跌到目前的 7.62 元、中国铝业有 60.60 元跌到目前的 3.31、中国船舶从 300 元跌到现在的 19.87 元，他就知道自己有多愚蠢。我们在分析盛极而衰行情的时候说过，一个股票一旦结束了漫长的盛极行情，其衰落起来会很漫长，会没完没了，如果不止损，也许真要把股票留给子孙后代了。

第五个关是不在乎，才亏一点点呢。

这和上面的恰恰相反，上面是亏得太多，这里是亏得还不够很多。小亏看起来不要紧，但是很多大亏都是从小亏来的，很多人不止损就是因为一开始是小亏，不屑于止损，后来变成大亏，又麻木了死扛下去不去止损，结果就是问君能有几多愁，恰似满仓中石油。

以上五个关口是阻碍止损的拦路虎，其核心就是不敢直面自己的错误，希望以更大的

“赌”来掩盖已经发生的错误。

这是股市最可怕的事情。任何事情都有成本，止损也有成本，止损的成本就是万一止损错了怎么办。很多人不愿意止损就是不愿意为止损付出哪怕一丁点的成本，希望所有的东西都是免费的，所有的好处都占尽。这怎么可能？很多人不去止损其实是害怕止损错误，而荒唐的是这种人对已经发生的错误可以不管不问，反而担心未来还一定会就是错误的止损。更何况，止损是用来终止错误的最好手段。所以，我坚信，止损永远正确。即使止损错了，也顶多是少赚，而止损却可以永恒的避免破产，后者才是股市安身立命之本。

具体到战术上，我建议如下止损：

- 一，亏损额度达到总资金的 5%，无论任何理由和借口，都无条件的止损；
- 二，行情不好，且走势对我不利时，立即止损；
- 三，走势看不懂，且对我不利时，立即止损；
- 四，买入股票后，没有实现预期，逐步止损；
- 五，时间止损，买入后长时间没有行情，逐步止损；
- 六，买股的理由不存在了、发生了变化、被澄清，逐步止损；
- 七，个股亏损额超过 30%，无论任何理由和借口，无条件的止损。

我的止损主要是按照这七条，而且只要具备其中之一者就立即止损。对我而言，止损是刚性的，到了止损位置我就执行，不管它第二天会不会反弹，不管当时行情是否变暖，我先把止损做了再说。至于止损错了，股票又反弹了怎么办？我再买上就是了。止损是一回事，再买入是另外一回事，它俩是两个独立的逻辑，是两笔独立的操作，它们不能互相抵消。我这样做的目的就是贯彻我的止损永远正确的思想，把止损变成一种习惯。

应健中：仓位管理比啥都重要

作者：应健中，资深证券财经名人。

最近几个星期，每一个还在股市上鏖战的人，见证了我国股市有史以来最令人心惊肉跳的时刻，见过过去各种各样的下跌，没见过如此跌法，排山倒海似地天天 1000 多个股票撞击跌停，其背后的推手除了杠杆、还是杠杆。

几个月来我们也见证了有史以来股市中人性中两大弱点贪婪和恐惧的大暴露，牛市途中股民们一见面就问，你今年赚了几倍，3 倍还是 5 倍，你说只赚了一倍，似乎是一件很丢人的事情。之所以有如此丰厚的纸上富贵，核心的工具就是杠杆，老股民都知道，20 年前的透支炒股，1 比 2、1 比 3，已经是很吓人的了，而在此次牛市行情中，这样的比例都是小儿科的了，1 比 5、1 比 10 都有，一个人可以开不超过 20 个账户的所谓股市“新政”，为这种狡兔三窟的赌徒大开了方便之门，当这样的贪婪成为了一种股市文化，其最后的结局是大家在这次跌势中见到过了，当第一张“多米诺骨牌”推倒之后，其势如破竹，排山倒海的架势足以震撼人们的心灵，如果你用自己的钱在做股票，最坏的结果也就是要么盈利抹去，要么再次套牢，人生在套牢、解套、再套牢中苦熬，而那些高比例的融资客则是陷入了“囚徒空间”，开始还抱着侥幸心理，当全部封死跌停板之时，想跑都无法抛，等融资盘平仓接近尾声之时，新一波行情油然而生。相信股市还会有牛市行情，但最悲惨的是当新一波行情来临之时，相当一部分人手中既没了股票又没了钞票。

对于用自己的钱做股票的人言，即便没放杠杆，没有被打穿的危险，但是近期市场的如

此跌法也足以动摇自己的信心，看着自己的股票一跌再跌，看着自己的资金缩水，这真金白银消失在无形的电脑符号之中，人就这样，往往在最后最需要坚持的时候坚持不住，一刀将股票割出去了，而这一割却割到了地板上。这种市场带来的心理恐惧，在以往的熊市中见过无数次，而在中国股市的历史上，如此在短时间内，从疯牛到疯熊的快速角色转移，还是第一次。这个过程对所有的投资者而言，都是一次历练，如果不从这次市场悲喜交加的巨幅震荡中去领悟点什么，等市场回稳后再度疯狂，那这次股市算是白跌了。

此次全方位，全系统的救市，其力度也是空前的，最终，上证指数在 3373 点位处企稳，由于市场出现了结构性的变化，市场的筹码已经大幅松动，多空双方的角色也出现了大逆转，因此，短期内市场还会震荡，但毫无疑问，市场的底部已经探明，由于近千家公司还处于停牌状态，这部分筹码也要有一个消化过程，因此，市场信心还有个恢复和巩固的过程。当下市场，投资者要加强仓位管理，仓轻者，面对如此低廉的筹码，可大胆入货，而高位套牢者，可开展低吸高抛的自救，通过操作降低自己的持股成本，而对于还有杠杆在身的投资者，想方设法降低杠杆仍然是明智之举，保存实力，保存资金，留得青山在、不怕没柴烧，未来的市场依然美好！

股灾后，不再做股市韭菜需要做的 8 件事

作者：张翼轸，CFA(特许金融分析师)，上海《新闻晨报》证券记者。

过去几周的股灾，听到了很多悲惨的故事。从高点下来被腰斩的已经不算什么了，最悲惨的是那些周四买了下折分级 B，在胜利冲锋中亏掉一半的苦命人。在股市，你要活下去，要赚钱，就不能做被人一茬一茬割的韭菜。以下是我的几个建议。

承认炒股是一门技术活

在许多人看来，炒股是很容易的事情。

的确，从物理层面，只要你能按几下键盘或者手机屏幕，就能完成交易，太简单不过了。不过，从完成股票交易，到能从股票赚钱，又是两回事了。

在一个月前，许多新股民都觉得自己是股神，买什么赚什么，甚至还看不起老股民甚至专业人士相对保守的风格。不过，刚刚过去的股灾，将许多新手彻底打回原形。当许多老股民及早离场保存了大量利润时，他们却可能回吐了上半年所有的利润甚至亏到了本金。所以，巴菲特说的一点都没错：

只有在突然退潮的时候,你才知道谁在裸泳。

请谨记：炒股是一门技术活，是远比生活中弹钢琴、小朋友学奥数更难的技术活。如果你觉得后两者需要花费大量的学习时间，那么你在学习炒股上的时间应该只多不少。

多看靠谱的炒股学习材料

“书中自有黄金屋”，中国的这句老话，我觉得很多因为分级 B 下折损失惨重的人应该买一幅挂在家中。这句老话虽然俗，但是对股市无比正确。

是的，当你连分级基金是什么，就随便听人去买个分级 B，然后因为下折而一天亏一半，你是该怪这产品坑人还是怪自己不做深入了解？如果你是怪产品，那么你就一辈子是韭菜的命了。

我一直很奇怪，身边不少朋友出国旅游，旅游签攻略就要做上几个月，到处搜集材料，对要去的国家了解程度甚至超过祖国。但当你拿出几万甚至十几几十万买一个股票或者基金

的时候，怎么就没想过去把相关知识了解下？

这个时代，知识真是一个很便宜的东西。你去网上书店，把排名前 100 名的投资类书籍都买来，估计也就是几千块钱——这轮股灾，很多人随随便便输掉的都是这个数的 n 倍了。

不把炒股当作一种攀比

“攀比”，是这轮大跌开始前我对股市众生相最大的一个感触。

周围不仅到处都是股神，而且都要炫耀收益，生怕别人不知道自己是股神。在他们天天有涨停的炫耀下，原本炒股的往股市追加了更多的资金，而不炒股的人则是被吸引入市，再然后就是这四周股灾，什么都套牢了。

炒股，其实是一件很严肃的事情，而且是很个性化的事情。

每个人性格不同，知识储备不同，那么炒股的风格和收益也不同。有些是快意恩仇，喜欢追涨停盘，那么可能就是天天有涨停或跌停，收益大起大落的；有的可能像我这样胆小如鼠，喜欢指数化投资，追求收益的稳健增长。

正因为风格不同，其实炒股没什么好攀比的——学术上要比较，还需要考虑波动率、最大回撤、信息比等诸多复杂的算法——所以普通人炒股，做自己就好，不要老想着成为周围人中的股神。

不忘初心 不找借口

在这轮大跌后期，有朋友入市抄底抢反弹。

当然，因为是后期，不是最后几天，所以就会被套好几天。问那个朋友怎么处理，朋友云淡风轻的说了一句，“没事，大不了放个一两年就是了。”

发现问题了么？

朋友入市的初衷是抢反弹，也就是相信股价很快会上涨。但是一旦市场不如他预期的发展，他就会改变初衷，从抢短线反弹变成了放个一两年。

这样的心态很好理解，你一旦内心改变初衷，决定放个一两年，就不用为之前买入短期被套承担任何的责任了，心理上免责了，不用直面错误了。

但问题就在于，炒股不肯认错，绝对是大忌讳。

从实际成果来说，很多股票可能这轮大跌后就一蹶不振，甚至因为基本面出现问题变成垃圾股，简单的放一两天，可能只会一错再错。

更何况，从提升炒股技巧来说，你不认错就不可能从错误中学到东西，不反思炒股技巧就不可能有长进。

所以，炒股，得不忘初心，不给自己找借口。改错就错，不要为了面子糟蹋钱。

至少做半个趋势投资者

这第五点建议，是我极为个人化的建议，但对普通韭菜，也许会是帮助最大的一点，所以请仔细领会。

在中国炒股，流派很多。比如早年巴菲特的价值投资流派大行其道，当然普通股民更爱的是打探消息的“内部消息流”，甚至有些我知道是看公司名字或者代码随便买的“随机流”。

当然，我则是趋势投资流，只在趋势向上的时候做多，趋势向下的时候则离场。

那种炒股方法是正统？你问学术界或者大资金基金经理，多半会说巴菲特的价值投资。但很显然，对于过去这波持续四周的股灾，价值投资并不能太多帮到你。

与之相反，趋势投资在过去一个多月，却是大放异彩。就以我在本微信号很早就给读者推荐过的海龟模型为例。海龟模型的用法，可以看以前的介绍《披露我用来判断大盘趋势的第一武器：短线海龟模型》。根据用法，最晚也要在指数跌破绿色线的时候止损离场，这轮就是 6 月 19 日——也就是说严格执行海龟模型，4600 点之后的下跌就与你无关了——其实按照我推荐读者的用法，上证指数在跌破蓝点就要砍一半，那就是 4950 点左右的位置。

海龟模型当然不是稳赚不赔的圣杯，在大涨大跌中这个模型效果显著，但遇上横盘震荡，海龟模型就容易吃药——甚至用的人多了，在趋势市场中也可能吃药。但是在 A 股这样一个韭菜横行，价值投资基本面主流的市场，他却真是挺好用。其他的趋势投资模型也挺好用。

我不会强加说，你不做韭菜就必须做个趋势投资者，但你至少可以做半个趋势投资者，经常看下 A 股的趋势变化，并做些应对。

之所以至少做半个，就在于金融系统越来越复杂，许多的变化是基于基本面基于理论的分析方法短时间内来不及跟上的，比如次贷危机比如这次的股灾。这时候，只关注股价本身的趋势投资，反而有快速适应的优势。

这一点，对于普通人其实更重要。高深的宏观研究、财务研究，都必须要有专业的知识，而趋势投资对知识面的要求很低，更多需要的是对趋势的信赖及跟随的执行力，韭菜不再是韭菜，这是一条捷径。

PS:对趋势交易感兴趣的，不妨先找三本书来读透：《通向财务自由之路》、《华尔街幽灵》和《海龟交易法则》

不迷信任何大师

每一轮大跌，都是消灭大师，尤其是死多头派的时候。

记得 2007 年那波，有大师高喊买银行股，“放心买，随便买”，结果呢，2008 年一波熊市，打回原形。

这四周的暴跌，也让许多喊着牛市没完，为国接盘的大师脸上不好过。

其实，你在股市时间长了，接触过的大师多了，就会发现大师这玩意儿不太靠谱——尤其是死多头一招鲜的那些。

是的，市场里有很多死多头，无时无刻都能给你找出做多的理由，让你相信市场会继续上涨——在牛市行情中，由于他们每一次小调整都是“买买买”，所以必定是此次神准；与此同时，大师往往还会把投资理念简单化，“一招鲜”，比如当年的买银行股就是如此。

问题就在于，市场潮起潮落，哪有永远牛市，谁又敢说这轮就一定要冲破 6124 点后才会有牛市结束。至于说一招鲜，就和金庸小说中的武林秘籍一样，会让你有一招在手纵横天下不用愁的错觉，但问题在于，你现实中没见过武林秘籍，为什么还奢望会有炒股秘籍。

你看巴菲特，一代价值投资的真大师，但是对散户，却从来不说价值投资一招就够了，反而劝知识结构不够的普通人指数基金投资，这才是大师风范。

股市大师多，但对大师，不能迷信。要听高手的投资逻辑，自己判断是否靠谱，而不要把自己的投资完全依赖在某一个人身上——这样做，风险就太大了。

作为一个过来人，我更要提醒你，迷信大师的风险还不仅仅在于大师其实是“伪大师”，更在于当你需要大师的时候，他可能恰好出游无法给你指示；更在于大师可能突然看你不顺眼，故意给你错误的提示。

是的，亚里士多德的那句名言说的好“吾爱吾师，吾更爱真理”。真正有衣钵传授的师傅尚且如此，更不要说炒股大师了。

不相信阴谋论

本轮暴跌中，外资做空的阴谋论说法连续不断，也因此有了为国接盘的说法。

但于我而言，最不喜欢阴谋论。

从实用主义出发，阴谋论没有任何用处。你如果坚信有外资做空，那么你从这个假设中能够得出什么有意义的投资策略么？最多，你也就是相信国家会救市，继续做多。问题在于从上周国家救市开始，这已经是事实，不相信阴谋论我也能得出同样的判断，那还要阴谋论做什么？

我想来想去，相信阴谋论唯一的好处，也就是推卸责任——不是我判断错误，是境外恶势力故意要掠夺我们的资产——用老电影的台词：

真不是我们无能是共军太狡猾

但之前就说过，推卸责任不认错，从来没有好处。无论是更改初衷还是相信阴谋论，都只会阻碍你的投资成长。

不沉迷段子

每逢大跌，QQ 群朋友圈微信群就都是段子了。

不过，我对段子一直兴趣不大，甚至在交易时段，会不建议 QQ 群的朋友转发段子。

段子这东西，已经成为互联网主流文化。无论是娱乐段子、荤段子还是社会段子，闲着没事看看无伤大雅，因为这东西和你的现实生活无关。

但是对于一个希望从股市中赚钱的严谨交易者，段子毫无价值。

虽然在巨亏中，段子可以让你笑笑化解心里的压力，但它的价值也仅限于此了。问题在于，段子往往会把问题简单化、娱乐化、戏剧化，你若看多了段子，真把段子当真，那么判断力就打折扣了。

让我们来举个例子，在 528 大跌后，有一条段子很流行：

终于知道为啥暴跌了。2007 年 5 月 30 日 阴历 4 月 11 日，2015 年 5 月 28 日 阴历 4 月 11 日，这次是按阴历来的

很多暴跌中损失惨重的股民很喜欢这个段子，我想一大原因就是下跌“命定化”，既然阴历这点必定要大跌，我就没啥难过的了。问题呢，这条段子，差不多可算是段子中的垃圾，毫无技巧性，全靠胡说八道——因为 2007 年 5 月 30 日的农历是 4 月 14 日。

你炒股相信“命定论”，也罢了，毕竟江湖上用五行用八卦预测股市的都有，但你相信的同时好歹也看下农历吧，连基本的日历都不验证下，这股市怎么能不亏钱？！

一个专业投资人逃顶后的总结：股市为什么在 5178 点会拐弯？

作者：文章内容来自网络。

导读：本文着力点在于提醒股民朋友们要尊重市场规律并科普投资逻辑，在股灾面前，笔者并不反对政府救市，而是反对由“阴谋论”来为股市暴跌背书。文章仅代表个人意见，还请从事投资操作的读者们正面理解并重视本文的价值。

正文

这是一篇早就该写的文章，却因为在三亚度假半个多月，无暇敷衍成文，拖到今日。

首先做个介绍：

我属于专业的个人投资者，在资本市场已经活跃了十多年，上一轮牛市我做广济药业，一年获得了 19 倍的收益，在举国欢呼要迎接一万点的时候，我悄然下山，转战期货市场，专注于商品期货投资；这轮牛市我个人没介入，只是偶尔帮家人做做，也获得了几倍收益；不过对于一个期货投资人而言，再牛的股市都是没有吸引力的，这里面的区别，只有身在其中才会感悟到。

这轮牛市中的几轮暴跌，5 月 28 日当天上午红盘开盘，笔者微信圈里一片欢呼，我悄悄一句：今天估计要跌 300 点。不幸一语成谶，当天果然大跌 300 多点，整个市场一片鸡毛，微信圈里都是骂我乌鸦嘴的。

6月15日股市暴跌，当天笔者在旅途中，6月16日晚上朋友请吃饭，满桌都是股民，其中不乏十多年的老股民，问我对股市看法，我说下跌形态已经形成，后面大跌概率相当大，且是在三五天内必然发生；此话一出，满桌哗然，都说我在危言耸听，更有座中老股民振振有词的说这次下跌到4780就会撑住，面对满桌的兴奋，我不再谈股市大跌的话题。

6月17日股市果然大幅反弹，我已经飞赴三亚开始我的度假计划；6月18日股市大跌，收盘后我手机响个不停，上海以及各地朋友不断电话微信问我对后市看法，我说跳空缺口已经形成，大盘直接要看到4400甚至更低；这样的答复对于打了鸡血的股民而言，自然是一盆凉水，没人会去相信的。

后面两天小幅反弹，微信圈再度激扬，没人再会关注我的警示，接下来是自然而然的暴跌；暴跌之后我加快了自己微信朋友圈更新的速度，希望多少能有人能看进去，及时抽身减少损失，但是，面对管理层不断推出的救市金牌，整个市场充满了憧憬，我的微信圈一而再再而三被无视。

今天上午在徐家汇办事，中间抽空看了下手机，大幅低开，大盘飙升，再看微信朋友圈的内容，个个又群起激愤，认为大盘有救了，更有朋友不听我劝阻，再度补仓甚至开新仓进去，然后的结果大家都看到了，大盘果然是以暴跌收场。

大盘半个月暴跌1500点，国际投行做空中国的阴谋论遍布所有媒体，而监管层也是配合舆论信誓旦旦的要揪出做空黑手，甚至有媒体赤果果的警告做空者不要敬酒不吃吃罚酒；还有一些基金私募什么的跳出来发声明所要为国护盘；在这种氛围的感染下，广大股民的情绪无疑越发激越了，个个都铁了心认为这是一场国家战争，国际上在做空中国，中国政府一定会挽救股民，甚至将股市的盛衰和国运以及改革大业直接挂钩。

说实话，作为一个混迹资本市场这么多年的期货投资者，面对这些报道和这些舆论，我感到前所未有的荒唐。

那么，我先来谈股市为什么在5178点会拐弯。

经历过2008年那波熊市的人，对6124记忆很深刻，但很多人忽视了6124的右肩存在着许多的套牢盘，一套8年，这是怎样的悲凉和无奈的？右肩的点位在哪里是筹码集中区？5500点！可以说，这个点位的套牢盘之多，无法想象；散户会忽略这点，主力庄家机构却不会，当大盘走到5178点的时候，他们都看到了再往上一步那乌压压的老股民，一旦点位走到接近5500点的时候，那批套牢盘是会毫不犹豫的解套出来的。

这是一个铁一样的事实！对于主力庄家机构而言，走到5500点就意味着给这8年的套牢盘做解放军！

且问每一个股民，你们会愿意给这批套牢盘做解放军么？

估计没人会说愿意的！

“机构总是走在散户的前面的”，这是股市铁打的规律！机构主力庄家既然不愿意做解放军，自然会在接近5500点的时候选择出货走人。其实一些老股民也是这么想的，所以都在等着在5400点左右清仓走人的。

不幸的是，庄家主力机构选择的是5178点掉头走人，而这个时候为了配合这些庄家主力机构出货，国内所有媒体无一例外在唱6124可期、8000点不是梦！各路砖家为了忽悠散户，可谓是声嘶力竭的在吼叫了。

为了让散户安心站岗，6月8日创出5178后，整整一个星期大盘横盘不跌，到6月15日周一才猛然掉头；而为了让散户依然心存希望，在此之前大盘数度当天大跌而拉起，这就是铺垫，一步一步的诱惑散户坚信大盘会有新高会上6124，所以在大跌帷幕真的拉开的时候，几乎没有散户会警觉到这是一个张开的血盆大口。

清查场外配资是引发这轮大跌的第一个导火索，或者更准确的说，是主力掉头的很好的一个借口。

这时候发生了一件事情，很多缺乏经验的散户都没去认真分析。

这件事就是长沙股民跳楼事件。一个融资 850 万的股民因爆仓而跳楼死去。

其实因为投资失败而跳楼的每个月都有，笔者所在的期货圈子更是常事。

但这件跳楼事件被广泛报道，其意味却非常的不一般。

可以这么说，这是管理层在通过广泛报道的形式来对场外配资行为进行敲打；

当时笔者就在微信朋友圈发文章说：要警惕这件事情引发券商等配资机构对参与配资的股民进行限仓和要求提前归还融资，从而引发股市流动性的减弱。

可惜无人当回事。

但主力、庄家、机构对这点也是心知肚明的。

庄家的策略，是让散户站岗，自己逐渐的撤退。

周六双降，市场欢呼利好，各路砖家抢着向央妈表达感谢之情，关于解放军来了的段子和漫画铺天盖地；而当时我在朋友圈的说法是：最多涨一天！

结果是高开低走，再度暴跌，第二天暴涨，第三天又开始暴跌，直到现在。

为什么我会做出那个判断？

很简单，股民看到的仅仅是股市，作为一个期货投资者，我们要掌握资讯远不是一个股民所能比拟的，我所知道的是，当时的双降更多的是为了对冲希腊宣布违约并可能退出欧元区这一风险，而不是股市，真的不是中国股市！

一个月股指暴涨千点是正常的，那半个月股指暴跌 1500 点同样也应该是正常的，新股民不懂。任何一个市场都是有涨有跌的，如果大盘从 5178 跌到 3600 就要叫冤，那 6124 跌到 1849 那些股民哪里去叫冤？资本市场的搏杀本身就是残酷的，当年朱总理力挺香港狙击索罗斯，那是靠真金白银砸出来的，不是靠吼几嗓子吼退的索罗斯！

最后，我对散户的奉劝是：

第一，资本是逐利的，资本市场没有解放军，只有屠杀和被屠杀；

第二，任何传闻都是为了一定的利益而出现的，你无法确定自己是这个传闻的利害方，你就不要去听信传闻，踏踏实实看自己的票；

第三，养老金入市不宣布取消，大盘直接看到 3200 到 3300，这是养老金入市的第一个安全点位，在到达这个点位之前，任何的反弹都是挖坑；

第四，不要去相信股市关系国运的鬼话，这类话每一个熊市中都出现过；

第五，中国股市不是看业绩什么的，而是靠讲故事，上涨需要讲故事，下跌同样需要讲故事；

第六，任何所谓的股评家和经济学家的名声到底怎样，可以去翻查上一次熊市中的各种报道。

随便写写，还有许多没写出来，事情比较多，没时间一一道来。

2015 股灾的来龙去脉及最后收场

作者：文章内容来自网络。

今天终于沉下心来整理了一下这次股灾的一些核心问题，我们来一步一步的捋清楚整个事件的来龙去脉，就可以大概得出最后的结果了。

经济环境

07 年次贷危机以来，美国为了自救不断的印钞，推高全球资产泡沫，各国经济疲软，中国难以独善其身；

中国为了应对危机投资了四万亿基建，虽然短时间内保证了原有的高增长率，却造成房价高涨、通货膨胀、产能过剩，国企和地方政府的负债率不断推高，让原有的资本错配矛盾进一步加剧；

为了解决这些问题，本届总理上台以后实行了各种改革，包括盘活存量、推动利率市场化、互联网金融创新、全民创业等等。种种措施的核心理论依据是：市场化能解决资本错配，让金融能够扶持中小企业，进而完成产业升级。

政策执行

盘活存量：降低 M2 增长率，结果导致了有一段时间的银行钱荒，本来当局表态要坚决停止放水，后来股市暴跌了几天，终于扛不住逼宫压力放了一些水。

利率市场化试水：以马云为马前卒，利用余额宝向银行施压，那段时间银行和支付宝之间是不是有摩擦，最终支付宝做出了一些妥协，而且按照如果余额宝规模越来越大的话，整个社会的融资成本会迅速上升，所以最后无果而终。

互联网金融：这个又分为：A.P2P 理财：P2P 理财见知乎此贴业内人士的分析中国化的 P2P 金融都有哪些特色？ - 银行，几乎可以得出一个结论 P2P 理财大部分都是庞氏骗局，在此引用其中的一句：“众多这些传统线下做着小贷、民间高利贷的企业纷纷进入，自建 P2P，软件商、服务器托管商发了笔横财，这些类金融企业也在这个过程中完成了把其传统线下集资放贷业务成功披个 P2P 外衣转移到线上来的华丽转身，再扛起普惠金融和互联网金融的大旗，成为社会正义的化身。”这实际上等于大幅降低了个人从事借贷业务的门槛，搭建个网站搞个皮包公司就能做，与其说这是金融创新，不如说是中央故意放松金融监管，等于给金融系统开了一个口子。

B.场外配资公司：配资就是借钱炒股，你出 1w 块别人出 9w 块，这就是 10 倍杠杆，挣了 10% 就等于赚了一万相对本金翻番，跌 10% 配资公司就会强制平仓，股民损失所有本金。场外配资公司以阿里巴巴旗下恒生电子的 homs 系统为核心，看上去功能仅仅是一个股票账户可以让很多人一起操作，而实际上该系统击穿了中国证监会的监管，如果外资通过 homs 系统进入股市，完全不需要什么身份证，户口本，监管层都不知道谁卖的，而最可怕的是，实际上 homs 实现了一整套券商系统，也就是说最顶层的国营券商只是个接口，任何人都可以自己开一个私营的券商，还可以发展下线。

恒生 homs

在此次股灾发生之前，就有很多人提示过 homs 可能会造成风险，我下面引用的帖子都几乎是去年的，如果有时间的话，建议原帖通读一遍，我这里只抓下重点，比如：

什么是恒生 homs 系统？ - 金融 大家注意其中一段话，这个是本次股灾的核心中的核心，请大家一定仔细阅读完——“2014 年，某银行改变了这一切。我们都知道我们经济处在 NB 周期，银行信贷政策有了调整。某银行发现，比起实业信贷，股票配资的风险实在是很小，资金完全可控，只要做好了风控，风险也完全可控。于是，对配资业务大开绿灯，敞开供应。信托公司最开始做解决方案，就是用伞形信托的形式，将银行的资金批发出来，拆分成最少一百万的规模，零售给融资人。他们凭借低利息、规范的操作；瞬间引爆了市场。而信托公司做这件事的账户工具，就是 homs 系统。他的子账户管理系统，能够把信托账户，拆分成多个独立的账户单元，可以独立的从事证券交易。对于民间配资业务而言，第一次没有资金和账户的限制，在强大的需求面前，市场疯了。银行借钱给信托公司，收 6% 一年；信托公司批发出来 7-9%，配资公司直接给客户，24% 起。暴利吧。”

如何看待马云收购恒生电子？ - 金融——“这个云计算平台就会成为不受监管层控制的代替券商的通道。客户只需要连接阿里云计算平台，就可以参与炒股。随着程序化交易、高频交易、量化交易在中国的发展，金融 IT 的发展速度越来越快，阿里云计算平台的优势也能随之体现。券商到那时候，只能收最可怜的一些通道费用（也就是现在的万二万三）。”

钱龙官方：关于伞形信托，你们看到的都是表象，真相在这里！最近，配资公司变得很热，关于它跟伞形信托之间的亲密关系也引起广泛关注，但这...“分仓单元实现了基金管理人在同一证券账户下进行二级子账户的开立、交易、清算的功能，其本质是打破了券商和中登公司对证券投资账户开户权限的垄断权限。更为重要的是，这个账户是“阅后即焚”的，不会在金融机构系统中留下一点痕迹！一个交易权限的开通仅仅需要配资公司在 Homs 系统中做一个简单的操作，他的交易就会像过江之鲫一样掩盖在同一账户下其他人的交易中出去，达成目的后，悄无声息的离开，而他所待过的房间将立刻焚毁（资金清算、账号注销），配资公司将搭建一个新的房间（产生一个新的分仓单元）等待新人。第三、配资公司+Homs 系统+信托/民间 P2P 账户，已经构成了一个完整的互联网券商结构！配资公司在给投资者分配完分仓交易账户后，能通过信托配资/民间融资，直接让客户在自己账户上做高杠杆融资业务！这是一个没有固定办公场所、没有牌照、不受监管，但却能实现几乎所有券商功能的体系！传统金融防线失守，原有的金融控制方法均失去了意义！”

homs 高管被指参股场外配资公司米 x 网，既当裁判员又当运动员这样可以么？来源：狼啸天：号召全国股民，人人抛弃恒生电子！此公司为害群之马，遗臭万年！此公司应对本次股灾负 70% 责任！！

抄金融机构后路？马云 33 亿控股恒生电子被指垄断大家可以看一下评论，当时网民的反应，那时候这些人的担心是否是多虑了。

本轮股市的牛市正式基于这些所谓的金融创新，甚至有大量的 P2P 信贷同时做场外配资，风险中的风险，本来低于开户门槛的那些无法承受风险的散户一拥而入推高了股市。

清查场外配资

其实证监会早就一直觉得场外配资风险比较大，从今年的一月 1 份就想查，但是一直没有真正出手，主要出于几个考虑：

本届政府整体上是纵容金融创新的，希望先创新后监管，而且当局的论调就是希望民资参与金融行业，此前支付宝推出余额宝也得到了监管层的默许，而且先上车后买票，另外美国在出现 CDO 等金融创新的时候政府也是那种论调，希望不要让过度的监管扼杀掉这种活力；

股市是对经济改革有任务的，要为国企改革、全民创业募资，所以如果查的太严的话，恐怕就难以完成整个艰巨的任务；

一些背景因素让证监会很棘手，比如实现场外配资的核心软件是恒生电子的 homs，而恒生电子是马云的产业，马云的背景你懂得，而且场外配资是暴利行业，很多场外配资都和一些城市商业银行合作，银行的背景你懂得，像安邦、平安那种后台很硬的岂是证监会能得罪的了得；

但是后来场外配资的规模是越来越大，上半年很容易就到了 1.4 万亿，如果国家再不出手，可能整个银行体系的钱都会通过各种各样的渠道流入股市，到时候再治理更加麻烦，于是监管层终于下决心严查配资，但是监管层按照以往治理股市的经验并没有考虑那么多，以往中国股市从来就是一头待宰的猪，国家想什么时候宰就什么时候宰，并不需要看考虑猪的情绪，于是做出了一刀切掉整个 homs 系统的决定。

配资做空

一部分配资在得到通知以后，考虑到政策的风险需要撤出，使用的配资的股民、配资、恐慌的其他机构、散户形成合力，大量抛售股票。本来配资的系统从局部来看非常完美，跌到了平仓线给客户强制平仓后也是稳赚不赔的，但是从全局来看就不是这样，当整个 homs 系统同时抛盘的时候，会让配资筹码集中的股票跌停，跌停以后就不能抛售了，他们已经赚的足够多，而且他们的钱不是自己的是从信托那里借来的，需要尽快撤出，不能像散户那样套牢就装死，于是只能第二天继续抛售，由于资金规模过大，第二天又继续跌停，两个跌停就触发了更多 1:5 杠杆配资的平仓线，于是所有的配资公司都要开始平仓了，1:5 的爆仓以后又继续平 1:3 的，继续平仓，最终导致整个股市一路下跌。由于很多股票跌停，券商、基金、配资公司都卖不掉这些跌停的股票，所以只能通过股指期货尤其是 IC1507 对冲，股指期货表明大家对未来的预期，所以会反过来进一步向现货市场施压，导致进一步下跌。

伞形信托和两融平仓

伞形信托的杠杆是 1:2-1:3 之间，融资融券杠杆是 1:1 到 1:2 之间，配资的强烈抛售已经让很多股票到了伞形信托的平仓线，伞形信托又加入了平仓大军，伞形信托还没平仓完，股票价格又触发了融资融券的平仓线，于是形成了雪崩效应。

一时间整个股市都所有的机构和散户都在拼命抛售，经常一开盘就跌停板，于是更加没人敢去接盘，机构抛不掉现货，只能通过股指期货对冲风险，股指期货又连累现货下跌，进入恶性循环。

谁是空头

按照股市理论来讲，持有现金的才能叫准多头，持有股票的都是准空头，所以现在场内的所有机构、散户其实本身就是准空头。很多散户在股票下跌太多以后，反而情绪稳定等待几年以后解套，而机构却不能这样，他们的钱很多来源于银行贷款，钱如果套牢在股市里面的话，就失去了流动性面临巨额亏损，所以场内最不惜一切代价跑路的就是那些没有被约谈过的券商，没有表明态度的或者表明态度仍然做空的基金、信托，还有茫茫多的私募，现货卖不掉就卖空期货，这些机构大部分都是要自负盈亏的，以营利为目的，他们必须尽快跑出来，不然会倾家荡产。

所以有的股民说，把空头抓起来不就行了，其实最惨的是空头和多头的钱都来自银行，手心手背都是肉，空头的钱可能更多来自于地方的城市商业银行，多头的钱更多来自于国有银行，谁亏的太多国家都不愿意啊。

牛市还在吗

目前场内的散户有一些比较乐观，认为这轮股市只要政府拉升就会继续重返牛市，然后国企改革、一带一路、全民创业等等。排除这些技术层面的问题，我们不如从更加直观的角度去看思考股市。股市的涨跌有个核心问题就是资金流，尤其是像中国股这种大部分股票没有投资价值的投机产品，资金的决定性因素很大。而此轮暴跌以后，银行还会借钱给散户炒股吗？答案是否定的，配资公司还会重返市场吗？答案是否定的，甚至整个金融监管都会加强，配资公司是否能活下去还是个问题，散户还会继续拿钱炒股吗？答案也是否定的，经过此轮风险教育，大部分的散户都或多或少赔了钱，很多因为炒股吵的要离婚，很多家属都希望逢高尽快退出股市。

所以资金层面根本不能支持股市的进一步上涨，至少短时间内股票是不可能再涨回去了。

何时止跌

暴跌缓解的可以用几个信号来判断：

第一个信号是流动性危机解除，7月8日按照无论是沪深A股还是创业板都有相当一部分股票换手率超过了10%，和前一天的无量下跌并不一样，这归功于证金依靠央行为市场提供的流动性，具体来说就是证金用央行给的钱买了很多基金，这笔钱有2000亿，目前还是有很大恐慌盘在抛售，要想彻底止住暴跌，可能还需要证金买买买。

第二个信号是融资融券余额下降到1万亿一下，7月8日余额大概是1.6万亿，每天出逃1500亿左右

第三个信号就是放量，放量标志着在高位持筹的人信心崩溃，低位的人对某个价位认可大举进场，所以股市还是少数人赚钱，大部分人信息崩溃的时候，可能反弹就会出现，但是也仅仅是反弹。

第四个信号是龙虎榜中小盘股票买入排名出现游资的一些常见席位，表明不仅国家队在买了，社会资本也开始认可。

按照现在的下跌势头，基本股票跟废纸一样，但是无论国家怎么干预也好，还是让其放任自流也好，股票再怎么说明也意味着股权，不是完全没有价值的，现在没跌完是最主要是因为它的股票价格相对于真实的价值来说还是太高了，这个是A股的特色也是A股被人诟病的最核心问题，大量的公司不愿意分红，很多时候就算在二级市场成了大股东也无法参与公司治理，所以这种股票有什么价值呢……不过也有很多股票是有价值的，为了防止成为软文类的东西，这里就不推荐个股了。

钱去了哪里

很多新股民或者对股市不太了解的普通民众会疑问，既然股市是零和游戏，那总有人盈利亏损，那股市下跌有挣的也有赔的应该不会对国家造成多大危害吧？

为了回答这个问题，我们先来看看上半年股市上涨都是谁挣钱了

高管减持 5000亿 今年高管减持套现已达5000亿 创史上最大规模减持潮|A股市场 IPO 募资 2015年上半年，沪深IPO数量及融资金额领跑全球，沪深股市IPO共计187宗，融资总额1461亿元人民币

印花税 证券交易印花税今年前五个月进账近千亿

股权质押，2W亿，上半年有很多上市公司把自己的股权抵押给了银行

场外配资暴利

券商、银行的利息和佣金

少部分提前离场的散户

所以股市挣钱的大头是国有企业和民营企业，其次是政府，再次是拿利息和佣金的机构，再次是少量散户。现在股票跌下来，大部分的机构在高位套牢，其实本质上就是国有企业和上市公司高管掏空了，银行的钱，银行和借银行钱的券商手中一堆垃圾股票。

和以前有什么区别

由于家里的原因，我很早就接触到了股票，那会儿还是从99年电话交易0买入1卖出那会儿，到现在大概也见过两次熊市了，以前的股市并没有融资融券，也没有股指期货，更没有如此猖獗的场外配资。

以前下跌的时候，政府巴不得不管。融资融券是2010年以后才推出的，股指期货是上次熊市下跌过程中推出，场外配资则是本届政府鼓励互联网金融以来才繁荣的。或者讲的更明白一点，无论是融资、融券的钱，还是场外配资的钱，大部分都是来自于银行信贷，历史上从来没有过银行资金如此大规模流入股市的情况。

为何没人发声？

第一，是如以前分析的，政府内部有巨大意见分歧，当前的金融宽松政策是右派搞出来的，左右对于救市的意见并不一致，左派甚至可能会希望右派自己作死最好，让局势处在对自己有利的地位。

第二，这个是要承担巨大责任的，搞不好写入整个世界历史，无论是谁的责任，可能谁站出来谁就要被骂，尤其是面对赔钱了的不理性股民，可能说什么都没用。

最后会如何收场

现在市场上缺乏的是流动性，所以可以分为注资和不注资两种情况：

如果注资的话，按照目前的股市规模，可能至少 5000 亿甚至上万亿，也仅仅是能维持住股市不再跌停，而央行直接出资的后果可能是通货膨胀，这笔钱平均到每个人身上也是一笔不小的钱，更何况实体经济一旦通胀可能是连锁反应，进一步让国民经济雪上加霜。而且如果央行注资的话，可能会有很多没炒股的人问，为什么要拿老百姓的钱去救助那些不安心工作让国家崩溃的赌徒？这样做华尔街那帮人有什么区别？这样做可能救市成功，承担的骂名比上届总理还要大一万倍；

如果不注资的话，按照目前的连锁反应，股票会继续贬值。无论券商、基金和银行平仓与否，券商和银行、保险都会面临巨额的亏损，尤其是深度介入股市的一些中小银行可能会面临破产倒闭，如果银行为了弥补损失，让那些股权质押的企业拿现金流抵债，拿就会引起连锁反应，导致大批民营企业倒闭。

有人可能会说国家不会让银行倒掉的，一定会救助，问题在于拿什么去救助，真金白银的话国库都没那么多钱，只能印钱所以还是属于第 1 种方法，如果不印钱那就只能兼并重组，由其他在这次危机中存活较好的企业收购，由于银行本身其实是优良资产，大家都是想着进入，所以又可以分为两种情况：

由央企国营企业接管，那就要看谁的后台硬了；

由民资入股，这个更加符合本届的政策，如果引导他们更加深入的进入银行，那等下次这些企业可能比这次股灾更不听指挥了，毕竟他们有自己的尚方宝剑——“我们也是要营利的啊”，是啊，当自己的营利和国家利益冲突的时候，他们会怎么选择呢……

欸，等等，好像哪儿不对，也就是说如果按照这个路线图走，此次股灾反而给一些国企和民企创造了很多收购优良资产的机会？这个不敢再想了，再想就是细思恐极。但是有一条是肯定的，和当年朱镕基的改革一样，有一个规律，当民营企业获得准入资本，进入公有制为主的行业以后，最后必然是公有制企业逐渐“被亏损”、“被侵蚀”、“被淘汰”、“被收购”，无论各种事件发生的顺序是如何的，如论事件发生的路径是如何的，最终事件的结果可能是很多人喜闻乐见。

反思

根据上文一系列的分析，此轮暴涨最根本的原因是，大环境下实体经济利润率过低，热钱无处可去，国家放松了金融监管，银行信贷通过理财产品、伞形信托、P2P 理财以及场外配资公司流入了股市，银行资金在高位被套。

那通过股市直接募资能够解决国企的问题吗？

按照上文分析，最终国企的钱其实就是银行和股民出的，其实本质上是全民买单，而且在仍然解决不了产能过剩的问题。

那通过股市直接募资能够解决中小企业借钱难的吗？

真正有技术含量的 IT 企业根本就不缺钱，中国现在也根本不缺钱，反而是钱太多没有行的行业可以投，那些到 A 股来募资的反而是一些技术含量不是特别高的企业，这些企业的老板深知产业转型困难，上市以后要么大量套现进入楼市，要么质押股权继续进入股市，

真正流入实体经济的九牛一毛。

几年前从本届总理上台以来,我就说过本届政府面临左右之争(以至于很多人说我是“克强黑”),左派认为问题出在政府管的少了,应该加强集权,右派认为政府管得多了,交给市场市场自然会解决,那最后市场解决了吗?——问题仍然还是那个问题面对如此突如其来的股灾,很多人对政府的信心下降,原本一些 80 后 90 后当局满怀希望的新生代,在此次股灾中也仅存的希望也破灭了,但是这不正是那些持有大量金融企业股权的权贵所希望的吗?就算变天也是他们控制了国家命脉,而且就算真正的市场化有资本主义法制了又怎么样,美国次贷危机就不发生了吗——会发生的更狠闹的更大,屁民更无招架之力。

或者用古人那句话说,兴百姓苦,亡百姓苦。所以作为平民和中产阶级,还是更多的想下如何努力工作,脚踏实地的一步一个台阶,努力往上爬吧。

好了,我也搬砖去了。

2015 股灾源自杭州

作者: 网友 Kevin(龙)。

杭州的台风天终于可令人静下心来梳理一下这次股灾的一些核心问题。

2014 年下半年,身边一位投资圈的朋友开始创业,但没有谁想到,因时因势,他的公司会成为这次股灾形成的舆论焦点之一,而成为焦点的原因,仅是他和他的创业团队,都有同一个背景,来自恒生电子。

恒生电子(600570),一家中国领先的金融软件和网络服务供应商,据其 2012 年年报,公司在基金、证券、保险(放心保)、信托资管领域核心市场占有率分别为 93%、80%、90%、75%,在证券账户系统、证券柜台系统、银行理财业务平台、信托核心业务平台、期货核心系统的市场占有率分别为 57%、43%、85%、41%、42%。由于恒生 IT 金融系统几乎协助各大金融机构掌握和管理其重要商业数据,在金融数据服务细分行业内,被业内视为占据垄断地位的企业,在 2014 年被马云收购。

进入 2015 年,A 股市场迎来了七年未见的牛市行情,沪指一度超过 5000 点,创业板股票更是疯涨,但随后股灾的开始,让恒生电子开发的 HOMS 系统走入监管和公众的视野,更让开发 HOMS 系统的项目组成员们想不到的是,这款原本方便私募基金管理资产的软件,会因场外配资而成为本次股灾核心中的核心。

那么,首先,我们来梳理几个概念:

一、什么是恒生 HOMS 系统?

恒生电子对 HOMS 系统的最早开发始于 2012 年。当时一些管理资产数额较大的私募基金客户找到恒生电子,他们希望在原来简单的网上交易系统之外,还能有一个更专业的系统去管理资产。恒生电子当时针对公募基金有一款 O3 的系统,于是在 O3 的基础之上,经过一定的改造,开发出一款方便私募基金管理资产的系统,取名 HOMS(HUNDSUN,OMS,“恒生订单管理系统”)。HOMS 系统有两个独特的功能很受用户的欢迎,一是可以将私募基金管理的资产分开,交由不同的交易员管理。比如一家私募基金管理资产 10 亿元,它就可以通过 HOMS 将其分成 10 份,交由 10 个交易员管理,这样就可以通过系统看到哪一个交易员买均价最低,或者卖均价最高,这就有了评价的机制。不仅有评价机制,HOMS

系统还有风控机制，比如可以通过系统进行指令管理，要求交易员只能在一定的价格范围内买特定的股票。这些功能对于私募基金来说都特别重要。第二个功能是灵活的分仓。比如，现在很多私募基金通过不同的公司来发行不同的产品，将这些产品分仓到各个地方不方便管理，HOMS 提供一套解决方案，为私募基金解决了既要分产品，又要将不同的产品对应不同交易员管理的难题，困扰私募基金的交易员不足和分仓的问题就得以解决。后来，这些功能被一些地下配资公司所注意到，他们发现，使用恒生的 HOMS 系统既可以灵活地分仓，也可以方便地对融资客户实行风控，这就将以前手动的操作过程自动化了。

二、什么是场外配资？

配资就是借钱炒股，你出 1w 块别人出 9w 块，这就是 10 倍杠杆，挣了 10% 就等于赚了一万相对本金翻番，跌 10% 配资公司就会强制平仓，股民损失所有本金。场外配资是因为“融资融券”门槛较高，杠杆比例控制严格而出现，在浙江的温州、台州等地历来兴旺，并且利润惊人，但这个行业的风控一直比较原始，往往只能通过黑社会催收等手段实现。2014 年，随着政府鼓励互联网金融创新，一些 P2P 公司逐渐发现 HOMS 系统在风控上的优势，纷纷加入了配资业，并形成了负债端给用户固定收益的产品，资产端给股票融资客户融资的商业模式，典型如前文开头提到朋友创立的米牛网，形成了一大批场外配资公司。

配资公司以恒生电子的 homs 系统为核心，表现形式看上去功能仅仅是一个股票账户可以让很多人一起操作，而实际上该系统击穿了中国证监会的监管，比如外资可以通过 homs 系统进入股市，完全不需要什么身份证，户口本，监管层都不知道谁卖的，而最可怕的是，实际上 homs 实现了一整套券商系统，也就是说最顶层的国营券商只是个接口，任何人都可以自己开一个私营的券商，还可以发展下线。

关于恒生 HOMS 系统的评论中，有一段话：“2014 年，某银行改变了这一切。我们都知我们经济处在 NB 周期，银行信贷政策有了调整。某银行发现，比起实业信贷，股票配资的风险实在是很小，资金完全可控，只要做好了风控，风险也完全可控。于是，对配资业务大开绿灯，敞开供应。信托公司最开始做解决方案，就是用伞形信托的形式，将银行的资金批发出来，拆分成最少一百万的规模，零售给融资人。他们凭借低利息、规范的操作；瞬间引爆了市场。而信托公司做这件事的账户工具，就是 homs 系统。他的子账户管理系统，能够把信托账户，拆分成多个独立的账户单元，可以独立的从事证券交易。对于民间配资业务而言，第一次没有资金和账户的限制，在强大的需求面前，市场疯了。银行借钱给信托公司，收 6% 一年；信托公司批发出来 7-9%，配资公司直接给客户，24% 起。暴利吧。”

这才是基于恒生 HOMS 系统的真实的商业生态。

接下来谈谈股灾的发展过程

首先清查场外配资

其实证监会早就一直觉得场外配资风险比较大，从今年的一月 1 份就想查，但是一直没有真正出手，主要出于几个考虑：

1、本届政府整体上是纵容金融创新的，希望先创新后监管，而且当局的论调就是希望民营参与金融行业，此前支付宝推出余额宝也得到了监管层的默许，而且先上车后买票，另外美国在出现 CDO 等金融创新的时候政府也是那种论调，希望不要让过度的监管扼杀掉这种活力；

2、股市是对经济改革有任务的，要为国企改革、全民创业募资，所以如果查的太严的话，恐怕就难以完成整个艰巨的任务；

3、一些背景因素让证监会很棘手，比如实现场外配资的核心软件是恒生电子的 homs，而恒生电子是马云的产业，马云的背景你懂得，而且场外配资是暴利行业，很多场外配资都

和一些城市商业银行合作，银行的背景你懂得，像安邦、平安那种后台很硬的岂是证监会能得罪的了得；

但是后来场外配资的规模是越来越大，上半年很容易就到了 1.4 万亿，如果国家再不出手，可能整个银行体系的钱都会通过各种各样的渠道流入股市，到时候再治理更加麻烦，于是监管层终于下决心严查配资，但是监管层按照以往治理股市的经验并没有考虑那么多，以往中国股市从来就是一头待宰的猪，国家想什么时候宰就什么时候宰，并不需要看考虑猪的情绪，于是做出了一刀切掉整个 Homs 系统的决定。

其次配资公司做空

一部分配资在得到通知以后，考虑到政策的风险需要撤出，使用的配资的股民、配资、恐慌的其他机构、散户形成合力，大量抛售股票。本来配资的系统从局部来看非常完美，跌到了平仓线给客户强制平仓后也是稳赚不赔的，但是从全局来看就不是这样，当整个 Homs 系统同时抛盘的时候，会让配资筹码集中的股票跌停，跌停以后就不能抛售了，他们已经赚的足够多，而且他们的钱不是自己的是从信托那里借来的，需要尽快撤出，不能像散户那样套牢就装死，于是只能第二天继续抛售，由于资金规模过大，第二天又继续跌停，两个跌停就触发了更多 1:5 杠杆配资的平仓线，于是所有的配资公司都要开始平仓了，1:5 的爆仓以后又继续平 1:3 的，继续平仓，最终导致整个股市一路下跌。由于很多股票跌停，券商、基金、配资公司都卖不掉这些跌停的股票，所以只能通过股指期货尤其是 IC1507 对冲，股指期货表明大家对未来的预期，所以会反过来进一步向现货市场施压，导致进一步下跌。

最后引发伞形信托和两融平仓

伞形信托的杠杆是 1:2-1:3 之间，融资融券杠杆是 1:1 到 1:2 之间，配资的强烈抛售已经让很多股票到了伞形信托的平仓线，伞形信托又加入了平仓大军，伞形信托还没平仓完，股票价格又触发了融资融券的平仓线，于是形成了雪崩效应。一时间整个股市都所有的机构和散户都在拼命抛售，经常一开盘就跌停板，于是更加没人敢去接盘，机构抛不掉现货，只能通过股指期货对冲风险，股指期货又连累现货下跌，进入恶性循环。

关于伞形信托，钱龙官方一则评论点到商业模式核心：“分仓单元实现了基金管理人在同一证券账户下进行二级子账户的开立、交易、清算的功能，其本质是打破了券商和中登公司对证券投资账户开户权限的垄断权限。更为重要的是，这个账户是“阅后即焚”的，不会在金融机构系统中留下一点痕迹！一个交易权限的开通仅仅需要配资公司在 Homs 系统中做一个简单的操作，他的交易就会像过江之鲫一样掩盖在同一账户下其他人的交易中出去，达成目的后，悄无声息的离开，而他所待过的房间将立刻焚毁（资金清算、账号注销），配资公司将搭建一个新的房间（产生一个新的分仓单元）等待新人。第三、配资公司+Homs 系统+信托/民间 P2P 账户，已经构成了一个完整的互联网券商结构！配资公司在给投资者分配完分仓交易账户后，能通过信托配资/民间融资，直接让客户在自己账户上做高杠杆融资业务！这是一个没有固定办公场所、没有牌照、不受监管，但却能实现几乎所有券商功能的体系！传统金融防线失守，原有的金融控制方法均失去了意义！”

一些反思

根据上文，此轮股灾最根本的原因是，大环境下实体经济利润率过低，热钱无处可去，国家放松了金融监管，银行信贷通过理财产品、伞形信托、P2P 理财以及场外配资公司流入了股市，形成系统性金融风险，国家出手干预，托底的银行资金和信息面不对称的散户资金在高位被套。

那么既然股市是零和游戏，总有人盈利亏损，这些被套的钱去哪儿了？为了回答这个问题，我们先来看看上半年股市上涨都是谁挣钱了：

- 1、高管减持 5000 亿 今年高管减持套现已达 5000 亿 创史上最大规模减持潮 A 股市场
- 2、IPO 募资 2015 年上半年，沪深 IPO 数量及融资额领跑全球，沪深股市 IPO 共计 187 宗，融资总额 1461 亿元人民币
- 3、印花税 证券交易印花税今年前五个月进账近千亿
- 4、股权质押，2W 亿，上半年有很多上市公司把自己的股权抵押给了银行
- 5、场外配资暴利
- 6、券商、银行的利息和佣金
- 7、少部分提前离场的散户

所以股市挣钱的大头是上市企业和一级市场投资成功的私募机构，其次是政府，再次是拿利息和佣金的机构，最后是少量二级市场的散户。现在股票跌下来，大部分机构和散户在高位套牢，实质是财富从大部分社会群体的钱流向了少部分精英群体。

因此，我有一个美好愿望，希望这些钱能够再回来投资一级市场，支持创业者创新创业，真正去繁荣实体经济和资本市场，而不要像浙江某位影视上市企业老板，减持后花 5 亿去美国买幅画，仅此而已！

2015 年 7 月 11 日台风天于杭州

股灾后反思九宗罪：收益从 110% 降到 0

作者：网友尼基 niki。

6 月 12 日，上证指数 5166 点的时候，我的账户也达到了这轮行情的最高点，收益率 +110%，账户 210%。

一个月后，我账户回撤最大的时候，也就是 7 月 7 日，还差 800 元就开始损失本金。也就是把这 110% 的盈利都差不多回吐完了。第二天开始反弹，到今天我的账户回到了 +20% 的盈利。

在 6 月 15 日开始暴跌时，由于我认为 4800-4900 有个支撑位置，不会那么容易直接跌下，所以我没有动。6 月 17 日那波反弹，我判断当日上涨高点 4983 没有回到 5000 区域应该进行减仓的位置。但我很清楚的记得，出现第一个黄色箭头的时候，我正在和朋友谈事情。我没看到这个反弹给出的信号。

当然现在想起来觉得这个信号如此明显，当时我却并没有引起重视。

6 月 18 日那天，就算到了 6 月 19 日。从上证指数日 K 线的可以看到，连续三天收盘价低于 5 日均线和 10 日均线。这时候我们基本上可以认为市场进入了空头市场。均线给出的信号也是在第一个箭头处减仓(清仓)。后来我们看到在一连串的下落当中，日 k 线都没有能有效的站上 5 日均线，这就说明，这一段时间都应该是空仓的状态。这是第四个错。

以上是技术层面的反思。那么反之，这四点已经被我用来提高自己的操作系统了。我想是这么久以来的快牛，让我有点自以为是了，所以现在我回到了当初初学股票的状态，我开始每天划线，分析买卖点，看均线和其他技术指标，以更完善的验证自己的操作系统。

在资产配置方面，也是教训深刻。

第五个错，满仓。

满仓让我没有多余的仓位去抗跌

。在下跌中，尤其是中后期，每只股票都失去了流动性。而因为我所有资金都是股票，

不是开盘就跌停就是停牌，毫无反抗能力。

第六个错，持股太多。

持股太多不利于资金在各股票之间转化，尤其是我是小资金。这个在做 t 里面也分析过了。

第七，就是投资种类之间的配置了。

去年我做了 p2p、债券和股票的配置。记得 2014 年 10 月那次大跌，因为我配置了债券的关系，让我股票的损失减少了很多，甚至整个资产配置还有盈利。债券的收益非常稳定。那是我第一次深刻的感受到了配置中低风险的好处。后来债券不牛了，债券收益也下降了，我心想我自己钱那么少，全部放股票亏光了也没什么。所以今年我将所有资金全部取现，了结了一部分债务，剩下的全部放入了股市。这让我的资产全部暴露在高风险之下。当市场好的时候，我觉得我全幅身家都在快速增值，但这次暴跌也让我短短两周之内，全幅身家缩水一半。

我是一个坚定的资产配置者，我认为投资者应该配置不同的收益和风险结构。这样才能够将风险锁定在可以接受的范围，并且，只享受合理风险的收益。

所以我给自己重新制定了配置目标，把所有资金分为 4 个部分：货基、P2P、基金定投、股票。货基和 P2P 是短期可能会用的钱，定投和股票是长期资产，短时间都不会用的钱。

第八，当账户收益很高的时候，适当的取现，改善生活，或者对自己进行奖励。或者将这一部分钱做动态的资产配置。

当我们某一种投资产品收益很高的时候，那它所承担的风险其实也相应的增加了(权重增加)。这时候就需要进行动态平衡，将多的钱取出放置到其他配置里，重新调整资产的风险结构。

简单来说，就是在我资产 210%的时候，我应该取出 30-50%配置到货基里面，再取个 10%给自己买个东西。一直不取现只是苦哈哈的赚钱有什么意思。

第九，心态。心态给我的反思和教训同样特别深刻。但我比一般人好，至始至终我都没有亏损，也谈不上恐惧。

当我账户终于快要碰触到本金的时候，我确实有一点萌生放弃的想法了，因为散户投资的第一要领就是保住本金。当时我想大不了我先退出，等反弹走出右侧的时候我再回来。

所以周二我没有操作。其实我想操作也操作不了。

我记得周一凌晨 1 点我接到了期货公司给我的短信提示，说期货夜间市场大面积跌停。我就知道第二天肯定好不了。周二早盘，所有股票仍旧开盘就跌停。在卖单的第一个价位，累积了几十万手的卖单，而买方一个单子都没有。我作为一个多头，感觉自己真是被抵在墙上毫无还手之力。

所幸第二天开始暴涨，我从满仓跌停到满仓涨停，也就那么一天时间。期间在地板割肉，换了钱调整了自己的仓位。除了两只停牌的股票。现在的票拿在手里就是强势的精选。

现在我终于不会觉得要赚满整个市场的钱了。钱是赚不完的，适可而止最好。周五我进行了减仓，因为反弹大概率还要回试底部。我不去赚我不确定的钱了。能把自己看得清楚想得明白又有把握得钱赚到即可。没有把握的钱，岂不就是赌吗？

经此一战，赌性大减。修生养性，当为投资人第一要务。

这市场就好比食人花，用貌美的外表和怡人的气味吸引你，但它也会在你毫无防备的时候张开它的血盆大口。

要与嗜血者共舞，除了不要看高自己，我想还是修炼自己的防身技能，小心翼翼保全自身，努力达到与之和平共处的状态，像少年派和船上的老虎一样。

马仁辉：股灾能总结学习或记住些什么？

作者：马仁辉，职业投资人。

2015年7月9日大盘的实体阳线，宣布这次融资平仓带来流动性危机暂告一个段落。在前天曾这样分析说：“市场极度恐慌，没有这样极度恐慌也不会有如此速率的下跌。这样的下跌速度从证券发展历史上对比看也极为少见，在最恐慌的时间也许就是机会来临的时段。指数在短期内大幅下跌，下跌是在释放风险；现在政府态度明确，政府会支持，否则政府后面遇到的麻烦更大。估计大盘就这一两天将会探明一个重要的反弹底”。

2015年中期的中国股灾下跌速率完全可以与当年纳斯达克在5132点历史大顶时下跌的速率相比美，将跌出反弹底

市场非常惨烈，投资人的一生很难遇到两次吧，希望如此，这样的经历虽然重要，但最好是别遇上。创业板指数只用了一个月的时间下跌42.9%，这样的下跌速率在全球金融市场的历史上都可谓罕见，市场如此暴跌后有超跌反弹也是正常的事情。经历这次股灾，感觉就如同从战场上走出来一般。我前期对市场调整有所提防，曾提出有可能出现踩踏行情，但没想到其速率会这样快而猛，自己最看好的中环股份也直接被踩踏了，教训深刻。

大盘周末创出5051点反弹新高走势分析图

大盘尽管在周五再创出5051点的反弹新高，但最近在相对高位高频率大幅度的宽幅震荡，说明市场分歧越来越大。后市指数仍将面临今年以来两个重要高点延伸切线的压力。面对最近大盘快速调整市场普遍认为是牛市中急调，不必担心，说这里不会是山顶，最多半山腰附近。认为现在下跌更多的是满足了市场的调整需求，有利于行情向更高方向发展。还有更多人相信大盘会随着政府高层的意思，从疯牛演变成慢年。其实一轮行情大盘最终高点，是只有回头看才清楚的事情。但就目前情况看，有三方面的情况也需要重视，首先中国证券市场制度建设还任重道远，股市投资者都清楚这是个寻租、博弈的市场，如果没有了赚钱效应，市场资金撤退的速度远比目前很多人预期的还要快；其次本周快速下跌是上证指数在日线中出现了明显顶背离后的调整，是否扩展到周线和月线系统与调整后能否再放量突破非常值得关注，如果不能突破则有可能形成“回火”形态；第三是这轮行情在资金供应方面与历史情况不同，有数量巨大的杠杆资金在不断涌入市场，融资买入额已经占到A股交易额的近20%。市场杠杆资金占比的不断上升，这将造成市场波动放大，甚至存在某个时间演变成踩踏的风险。---2015年6月5日

现在回头看，最让自己感到可悲、可笑的是当时还说：“中国股市这轮牛市正在很大程度上改变社会财富结构，在中国股市里谁不相信“更大的傻瓜”理论，谁就是最大的傻瓜。如果不参与身边这轮大牛市，那么等同于纵容自己的财富与别人拉开距离，无疑是一种愚蠢；如果在这轮牛市结束时还再买入股票，也是在纵容自己的财富与别人拉开距离，无疑是一种更大的愚蠢。”为什么当时自己没想到在高位不果断减仓的人也是傻瓜这个现在回头看是如此简明的问題呢？当然，如果当时在自己认为的高位减仓了，市场又继续再向上涨，也许回头再总结时，也许又会说自己还是傻瓜。

市场风险巨大，并且无处不在。昨天开期指多单，成交部分又埋了些单子后在外出差，没想到下跌这样多或者说这样低的位置了，下午一看期指被打在跌停价位，我知道又犯错了，市场里一旦犯错肯定是自己。当然，期指前一天跌停，后一天涨停的交易，估计今后很难遇到了。多年的投资经历，让我知道在最困难去学习、总结是最佳时间段，也建议朋友们珍惜这用很多金钱才换来的心理总结学习提高机会。昨晚我是学习总结快到四点钟，对比了世界各国重要头部形态，认为这是全球少见、中国股市最厉害的下跌行情，让我们遇到了。因此

也更需要珍惜这次不容易遇到的历练机会，好好反思此过程中的错误，才能更好的在市场里生存下去。

这次融资平仓导致的崩盘能够稳住，真得要感谢政府。当然，政府也是付出极大代价，这其中不仅是金钱代价还有政府形象的代价才勉强止跌。本轮快速下跌，也极大损害了市场主要参与者，如此一来市场中赚钱效应很难再强势展现，投资者观望情绪将增多，认为后面市场在超跌反弹后将进入资金消耗型并且较长时间的震荡。在出现反弹后，对市场长期走势还需要观察再确认。总之，投资就是不断接受教育的过程，我仍然相信，真正的投资是发现长期持续增长的公司，也只有公司好，投资者才能安稳。也不知怎么的，原来是想投资公司是赚钱，现在开始强调安稳了，呵呵。这就是市场教育在起作用。

一根 K 线改变情绪,两根 K 线改变观念,三根 K 线改变立场。也不知道今天的实体阳线会延展到什么程度，周线和月线因为今天的阳线出现长下影线了，后面会如何演变呢？顺便也汇报一个今天的实战交易心理：我真的认为大盘会反弹了，但今天低点时，因为昨天期指的跌停，我就是不敢再开多单。赚钱真的不容易，今天看着期指上涨，直到涨停，我就一直在想当时为什么自己没有勇气去执行既定交易计划？

因为恐惧导致更大、更强烈的恐惧。以下是上周发朋友的微信，现在回头看微信内容也觉得恐惧，因为如果处理不当，很可能就是中国的金融危机，让中国经济直接倒退 20 年。本次市场下跌不是一般意义上的调整。市场极有可能因为流动性枯竭转为金融危机，从而达到中国的敌对势力想做而做不到的效果。对市场而言本周也许是最后大坝崩溃之前的关键时间点了。转刚才有朋友发的对后果的预测，供您参考：

一、此次股票市场首先参与主体已并不但是投资者，而是全市场金融机构：

1、证券公司参与：证券公司为客户提供了超过 2 万亿的融资融券资金，超过 6000 亿的股票质押资金。

2、银行参与：商业银行以理财资金，参与结构化配资业务 8000 亿元，银行向证券公司提供两融资金 1 万亿元，银行股票质押规模 6000-8000 亿元。

3、信托公司：受托的结构化配资业务和主动管理业务超过 1 万亿元。

二、传染路径：

1、民间配资：3000-4000 亿元，会导致大盘快速下跌：5000 点-4000 点下来就是这波，目前这波几乎全军覆没，这一波下跌主要是创业板。

2、银行配资：当民间配资的多米捏骨牌开始倒下，银行配资出现第二波问题，大致会在主板 3800 点，创业板 2400 点左右出现大幅坏账，这一波主要是创业板和中小板。

3、券商两融业务：券商向市场释放的两融业务，大致会在主板 3600-3800 点会造成倾泄式的砸盘，使得大盘快速下跌至 3500 点以下。在这一波主要是主板和优质的，可参与两融业务的中小板。这中间券商将出现大幅亏损，并有可能部分小券商出现倒闭。

4、券商股票质押业务：券商股票质押业务，大致会在主板 3000-3500 点出现，由于该部分的股票质押，实质为通过股市向实体经济输血的部分，会造成大量优质的上市公司出现资金困难，且由于股票量太大，无法在市场上出售。

5、银行股票质押项目：银行的项目，由于质押率通常较券商稍低，但流动性更差，估计在 3000-3200 点会出现大幅坏账出现。上述的多米捏骨牌，目前达到了第二步和第三步，如救援不能快速达到，则会直接会出现上 20-30 万亿的社会损失，且中产阶级财富会大量被洗劫，社会立即进入萧条。

随后的路径推演是：

6、信用风险和信用事件大幅增加，社会创新力量立即凋谢。

7、汇率出现大幅贬值。

8、社会可能出现较大动荡。

投资思考：“压力测试”之后的反思与感悟

作者：闲来一坐 s 话投资。

股市就是常常这样无常，前天还是电闪雷鸣，“雷云压城城欲摧”，而经过近两日的接连涨停潮，又是一片雨过天晴、春暖花开的一番景象了。此次股灾，可以说是对自己最好的一次“压力测试”，同时也是一场最好的风险教育，而其中的收获是读多少经典书籍也难以学到的。

对于自己在此次股灾中的表现，总体上自己尚满意（虽然有时是故作镇定），因为除了女儿账户作了部分的无奈减仓外，自己的主账户一股未作减持。这场股灾，对于个人投资者来讲，可以说已经远远超出了正常的逻辑与思维，现在看用“人祸”来形容更为恰当。因此，在当时那种极端的情况下，作出减仓甚至清仓的举动本身并无所谓对与错。需要说明的是，自己并不是股神，没有在 5000 点上以全部清仓与部分减仓的自鸣得意之举，更没有在前天最危险时刻之时的抄底这种神来之笔。因为在自己的原有策略之中，始终坚定牛市的卖出其实只有一次，而且资金一旦离场，就至少做好一两年之内不能再回到市场的准备。所以，自己虽然预料到 5000 点以后的市场注定不平静，而且一场中期调整必将来临，甚至自己也做好了哪怕部分持有组合深度调整 30% 左右的思想准备，但是自己却万万没有料到是后来的一场突出其来的股灾！这再次证明，股票市场这种短期的桀傲不驯与不可预测性。

实事求是地讲，在这种暴风雨中能够始终保持一种从容与淡定实际上并不是容易的事情。因为作为个人投资者，大部分家庭资产全在里面，而且眼看着牛市成果回撤很多，甚至是多年的奋斗成果都有可能瞬间消失，那种压力与恐惧是需要坚强的投资信仰与强大的意志力的（当然还有自己对所持企业的尽可能深的理解）。而且，这种压力有时还要来自家人的不解与质疑（是不是你的老婆都对会你有时产生质疑与不解？）。然而所幸自己还是较为成功地经受住了这二十年才遇一回的较大的“压力测试”！

自己为什么在这场股灾面前还算保持得较为镇定？其间的思考其实早已穿插在自己在股灾之中的几篇小文之中，如 7 月 4 日，自己在双休日里写的《持仓体检：暴风雨下的笃定与坚守》；7 月 7 日，写就的《心灵鸡汤：克服短期损失厌恶心理》；7 月 8 日，写就的《现在到了最考验真正投资者的时刻》；7 月 9 日，写就的《股市反思录：中国股市的六个没想到》。自己发现，越是在这种压力测试之下，自己越是文思泉涌，反而行情一火爆，自己则有点文思枯竭一般，呵呵。不仅如此，自己还在博客之中，有意识地转载了《天下掉馅饼时请用桶接》、《巴菲特如何应对暴跌：根本不看行情》、《巴菲特：投资就是投国运，投资者就是爱国者》等文章，实则是为自己打气鼓劲，当然有缘的博友与球友自然也心领神会。有意思的是，当时曾有博友与球友给自己留言，建议自己不要发表这样的文章，特别是《暴风雨下的笃定与坚守》一文，竟有博友建议自己快快撤下，言下之意，此时这种文章容易误导别人，呵呵，其实自己知道自己根本就没有那么大影响力，自己不过是一个普普通普的个人投资者，而且更相信别人的智商（此时连巴菲特的话都不管用了，更况我等小散哉！）。当然，更多的朋友此表白说更喜欢自己的这些“心灵鸡汤”的，从而使我们在股灾这种压力测试之中保持了一种心灵上的默契与沟通。投资本来就是一个孤独者的智慧游戏，投资路上有心心相印的朋友们一路风雨同行，使我们的投资路上不寂寞，因此，借此也深表谢意，感谢投资路上有你！因为自己的上述几篇小文均被采用，也无意之中也更增加了自己坚持的信

心与力量！

自己说过，股灾是坏事，但是坏事可以变好事。因为，作为投资人在一生之中遇到这种罕见的股灾，其实就是亏钱也是值了，因为，正是在这种股灾之中，一个人的投资世界观才会得到锤炼，投资体系才会进一步得到完善，而唯有自己的投资世界观与方法论不断走向成熟与完善，进而由必然王国走向自由王国，这才是我们今后在股市这种惊涛骇浪中生存下去的法宝。所以，作为一个成熟的投资人，自己认为，这两天不是庆幸自己的“大难不死”，反而更应该回过头来，认真总结自己，反思自己，看一看自己在这种股灾中的表现以及收获究竟是什么。有球友给自己留言，经过此次股灾更不相信价值投资了，不相信长期投资了，其实，恰恰相反，如果说自己以前还对价投的思想有所动摇的话，经过此次“大难”，自己更加坚定了对价值投资、长期投资的信仰。因为，唯有这种投资思想渗透进自己的骨髓，化作自己切切实实的行动，才能确保自己在中国如此桀傲不驯的市场与风浪面前，保持自己特有的那么一种淡定与从容。至于为何，自己在《现在到了最考验真正投资者的时刻》一小文中说得明明白白了，在此就不再重复。

未来怎么办？

此次有国家救火队的背书，一场突出其来的股灾应该算是基本过去了。然而，中国股市的“灾后重建”任务可以说任重而道远。中国股市的体制缺陷或许经过此次股灾监管层应该看得更清楚了，当然真正改革起来也不是一朝一夕的事情。当然，作为个人投资者也无力去管这些大事，我们唯有做好自己。据自己目力所及，单纯地就估值来讲，当下的中国股市其实结构化泡沫与结构性机会并存，两天的上涨行情之后下一步必然产生分化，因此，在具体的操作上，也是进行调仓换股或者进一步挖掘投资机会的次佳时期。

未来的牛市是不是不存在？

这实际上是一个十分富有挑战的课题。自己判断，恰如一场暴风雨过后虽将大树生生折断，但是根基尚存，也不难长成参天大树。更何况，股市“向来是野火烧不尽，春风吹又生”，一场灾情过后，太多的人常常是好了伤痕忘了疼，所以，该投机的仍然会投机，该炒作的仍然会炒作，该做庄的依然会做庄，一切还将是故态复萌。至于自己，还是那话：与其预测风雨，不如打造方舟；与其预测牛熊，不如对优秀、低估的企业坚定长期持有。投资的出发点与落脚点，还是要放在优秀、低估的企业身上，切不可寄托于牛市大潮的所有上涨之上。这虽然是以前自己总结的自认为很“经典”的话，但是经过此次股灾之后，自己的理解与体会更深刻了。

从百年不遇的股市大跌中幸存，我学会了五件事

作者：网友陈小豆。

入市三个多月，经历了历史上罕见的疯牛，遭遇了百年不遇的大跌，涨停、跌停、停牌，一个也没落下，光是这一点就觉得赚到了。。。作为新股民，这几个月来感想很多，心得不少。整理出来和大家分享一下。

一、择时的重要性

股票上投的不多，总共两万多不到三万的样子。赶上了之前血雨腥风的调整，最多时亏

9000 左右，到现在浮亏不到 1000，总共用了不过两周而已。换句话说，我的股票组合在不到两周时间里增值了差不多 8000（考虑到本金不多、疯牛已过，这个表现，作为股龄三个多月的我已经很知足了）。而从我四月份入市到市场调整前，我的浮盈最高也只达到过 1800 多。

所以可见，时点的选择是多么重要啊！

不过道理虽然明白，真要做到抓准时点，这可是个技术活，是要修炼的。

二、只有正常市场才能检验出组合的有效性

只有在正常市场下，才能检验出一个组合是否有效、合理。前面大牛市，闭着眼买什么都赚，根本看不出买的好不好、对不对。然后调整中又全线下跌，连一些业绩好、投资价值高的好股都跟着受牵连。最近市场逐渐回归正常，每天的涨跌幅都在合理范围内。我的组合里每天都有几只涨，有几只跌，而且每天谁涨谁跌都不一样。整个组合呢，一直是在稳步增长。其实这样，我反倒安心。

这种变动形态说明：我的组合里，各只股票之间不都是同向变化。说的专业点就是他们之间的相关系数有些为负，可以一定程度上降低整个组合的风险。假如一涨都涨，一跌都跌，这样的组合风险系数很高，配置上来说并不科学，也不提倡。

另外，从行业来看，组合里包括基建、环保、卫星、能源，全部是主板的。行业上比较分散，而且都是具有长期投资价值的。

三、投资期限和目标决定心态

从踩着高位入市，到达到顶峰，又经过一轮洗劫，到现在市场回归平稳，整个过程中我一直没有卖出过手上的股票。原因有三：

第一，我是个坚决不割肉的人（这属于个人偏好，没什么科学依据）

第二，买股票的钱都是我几年甚至十几年之内都不会用到的钱，我曾做过最坏打算，亏掉的钱要三五年时间才能解套。当时评估了一下，觉得自己可以接受这种最坏的 case.用损失几年攒钱助手的收益来搏一把。

第三，钱不多。这一点也很重要，同样是亏 40%，1 万亏 4000 和 100 万亏 40 万，感受肯定是不一样的。

当然我不是说那些割肉的做法有什么不对，毕竟每个人情况不同，买卖时点不同，还要具体情况具体分析。不过你投资的期限，投入资金的来源，未来用钱情况等等，都会影响你的投资心态，进一步影响到投资决策。

四、要有自己的判断

刚刚说我一直捂着股票没卖。其实不仅没有卖，还在跌至谷底之前和刚刚开始反弹不久这两个阶段，分别补了仓，并趁机入手了两只之前错过的股票（大跌中蕴含机遇）。买的时候其实心里还是有点打鼓的，壮着胆子搏了一把。现在看来是对的。“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。”真的是体会到了。当然这话也得两说。同样是亏钱，亏的原因不同，对策就不同。如果是买错了股，一旦牛市不再就会原形毕露，这种情况，一旦认识到错误赶紧修正。但如果是被不正常的市场拖累的好股，就该对它有点信心，不要轻易动摇。

要相信自己的判断（当然不是盲目相信，得有理有据），哪怕是新手，哪怕是错的。绝对好过道听途说，整天听这个听那个。错了，至少能收获教训。逐渐的，就会形成一套自己的逻辑和投资风格。谁也不能上来就是股神，都是摸索出来的。但如果你总是依赖他人，几年下来依然是个小白，而且基本不太可能赚到什么钱。

同样是投资股票，每个人的风格都不尽相同。比如我，是坚定的价值投资派。所以我会选择好的行业里的好的公司，然后拿住，不轻易卖掉。唯一的问题是点位的掌握还不太好。

五、给自己设定几个原则

投资，特别是风险投资，尤其是股票投资，自律实在很重要。给自己设定一些必须遵守

的原则。比如我的几个原则。

1.三不碰：不熟悉的行业不碰，不感兴趣的行业不碰，没把握的行业不碰。

不熟悉的行业不碰，这个很好理解。你都不知道这行业咋回事儿，怎么知道它有没有前途，又怎么从行业里面选取个股？

不感兴趣的行业也不碰，因为不感兴趣就很难下功夫去研究。

那什么叫没把握的行业呢？就是说那种周期性很强，波动大的，或者夕阳产业。当然这样的行业里也存在好的个股。但我宁愿在好的行业里去选，效率高。

2.不频繁操作

频繁操作包括两个维度，一个是同一只股票频繁买入卖出，另一个是不停换股。

不主张频繁操作的原因，一是交易成本（倒腾半天挣点钱全给券商了），二是失误概率大，三是耗费精力（还不如交给基金经理）。

俗话说，先胖不算胖，后胖压大炕。希望手里的票票茁壮成长，能多赚一点自然最好，赚不了多少也没关系，至少我收获了很多心得和经验，锻炼了独立思考能力。

救市之后的反思，是不是股民都要看看

作者：网友冷翡翠罐子。

救市之后，投资者要记住教训，股市在底部 2000 点-2500 点可融资放大；在 4000-5000 点绝不放大；头部腰部杠杆放大就是赌徒作为。

股市调整为突发性 空前残酷

中国股市从 2015 年 6 月 15 日的 5176 点向下大跌、狂跌，经过短短 16 个交易日，以雪崩式、断崖式大跌，跌幅近 35%，从 2000 点涨到 5178 点所上涨的 3178 点已经回吐 1803 点，回吐将近 57%，其状之惨、之悲、之痛，难以用语言陈述！涉及到近一亿投资者及几亿亲友，造成了人们切切实实的巨大伤害。

中国股市从 1990 年开设已有 26 个年头，这么巨大、猛烈的跌幅，是绝无仅有的。虽然，2007 年大牛市后也从 6124 点跌到 1664 点。但有几点不同：一是，当时跌到 4300 点后，出现过一强烈反弹，又到 5500 点，给人们一次逃命机会。这次至今没有，无数人想趁反弹时逃，较大反弹就是不出现，往往是跌几天，涨一天半天，又大跌不止。二是，当时是慢慢跌下去的，这次是非正常的下跌，猝不及防的狂跌，去杠杆的暴跌，和基金为应付基民赎回，每天早上跌停板下决心不顾一切地割肉，且每天上千个跌停板。甚至人们连 AB 类基金的 A 类也不要了，因为怕赎回期 2 天持股，又来 2 个跌停板，理性收益 12~13% 有何用？

总之，这是中国证券史上空前残酷的一次突发性股灾。

直接原因：1、突然决定 5100 点一带查过度融资配资，去杠杆。造成几倍放大的股民被迫慌不择路逃跑，结果多杀多，空杀空。2、当股市出现暴跌，有可能拖累造成证券公司、银行金融风险后，证监会收回了原来严厉措施，让证券公司可与客户自己协商去杠杆时间、方式，但为时已晚，券商为了自身利益，在大跌中不断强制平仓。而未放大者，大多数安分守己的中小股民，深受拖累，不放大也被放大大跌大亏！

救市力度罕见

由国务院牵头，返回最后一批 28 家打新股资金，停发新股（无限期），动用巨资救打权重股、银行股（权重占 45~50%），限制做空，几大证券报全面、正面报道以鼓动人气，

挽救人心，真是竭尽全力了。恐怕世界上过去从未出现过这样全面动作救市的。

管理层应汲取教训

1、中国股市 A、B 股价格相差很大，说明内地 A 股比海外股港股高，不宜融资配资放大。

2、每年几百只、上千只新股 IPO 发行，对市场冲击很大，波动很大，也不适应融资配资！

3、既已融资配资就必须慎重地，要用很长时间，水抽丝一样，慢慢退出。必须保护市场之稳定。

宁可高血压，驼背活着，也不能为一时痛快治病，鲁蛮治病，把病人治死。“凡鲁蛮的捅破泡沫经济的绝没有好下场”！——复旦一位名教授之警言。日本如此，中国切不可重蹈日本覆辙！

目前正值政府救市之际，我们诚挚的希望股市能早日稳定下来，恢复往日徐徐向前的市场态势。

个人投资者应汲取之教训

1、股市如战场，“白刀子进红刀子出”；是拼搏，是博弈；是短兵相接的厮杀；不是什么“潇洒走一回”！

故要敬畏市场；要自以为非；切不可自以为是。凡大量买进，卖出，进入，逃离都反复征求高人意见，请教做得好的大师。

2、大盘、个股都从最高点跌 7%-10% 一定要止盈止损，要跑；“煮熟的鸭子得而复失”；就是实质性损失。

3、赚到的钱，第一步跌 93% 要出来。第二，利润剩一半时一定要跑；第三利润完全抹去，本金横在眼前了，坚决退出来。留的青山在不怕没柴烧！不要留恋过去的辉煌；78 岁的老太太老回忆思念 17 岁的豆蔻年华有什么意思！

4、危石之下，岂有安卵。只要是大风暴、大跌，什么股都不要幻想，最好先跑出来。等下来之后再买！

5、绝不轻生，无论放大几倍。平仓而走都绝不轻生，自杀；世界上名人大物理学家牛顿、英国首相丘吉尔及国民党领袖蒋介石均做股票大亏过；他们痛过之后；又很快投入了正常生活。生命是宝贵的，钱是身外之物；绝不轻生；擦干眼泪，总结经验教训后，再思考，再慢慢扳回来。

6、记住教训，股市在底部 2000 点-2500 点可融资放大；在 4000-5000 点绝不放大；头部腰部放大就是赌徒作为。

7、中国证券市场是东海，黄海，南海，有狂风巨浪；也有风平浪静之日；有陷阱，也有龙虾和夜明珠。做得好就是聚宝盆。要学习，学习，再学习！学习货币银行学，金融市场学，证券投资学，宏观经济学。

8、中国经济有九大优点；中国经济不会垮；中国的世界第二地位也不会改变。我们对中国之长远是有信心的。

市场有望雨过天晴

幸运的是，在管理层有力领导下，中国股市终于完全被救起。周四、五出现 400 多点有力反弹，且几千家公司出现报复性上涨、涨停。证券市场出现了雨后天晴之情况。“救市”按照第二种最佳可能之方向发展(这只是理论上的推理，一种看法，仅供参考，千万不要被它局限，可能低，也可能高)。

中国是一个强政府国家，政府力量确是很强大。很多人曾担心出现金融危机。这应是不可能的，中国的货币政策，财政政策还有很大空间。切记！

一个股灾“幸运儿”的生存之道

作者：记者庄山，三联生活周刊。

“在股市上赚多少钱不重要，活得久才重要，在大家都疯狂的时候能不能保持一份清醒，这就是你救命的东西。”有一股市大神释老毛说他在股市上能够长期生存凭借的就是价值投资的理性态度。

血腥的气息

6月中旬开始的“股灾”突然降临的时候，释老毛又一次有了“幸运”的感觉。

半个月之前的5月29日，他在讲自己卖掉了三全食品的股票，按照京津冀一体化的战略思路，到价格较低的紧邻通州的河北地段买了一套别墅，其中细致分析了自己选择房子的各种理由。但在帖子最后，他写了一段当时看起来很怪异的文字：“最后，给吧友一点忠告（不懂请抄写10遍，还不懂抄写100遍）熊市不买股，牛市白辛苦；牛市不买房，熊市泪汪汪。”

他说当时编出来这句顺口溜的目的就是想给其他人一个提醒，说到这里的时候，他显然又有点激动，他觉得，假如当时更多的人能够认真思考这段话的意思，面对随后发生的股灾，可能就会从容许多。

作为一名70后，释老毛坦陈70后可能是中国最幸运的一代人，出生之际，正赶上文革结束；80年代上小学，没赶上大书包、补课班；90年代上中学大学，没赶上大学扩招泡沫；2000——2005年，就业、创业、安家置业，赶上入世后黄金十年，刚买完房就让他们这代人享受了资产泡沫的魅力；2005之后，手头开始有积蓄的时候，又恰逢股市罕见的一轮波澜壮阔的牛市，帮助我们这代人实现财务自由。

在上一轮06-07年的大牛市中，他的投资意识被当时开启的行情唤醒，在具备一定的财经知识的他看来，当时钱存在银行是负利率，而股票无疑有更高的回报。一路读到博士又到大学教书培养了他严谨的学术素养，在入市的同时，他开始了广泛的阅读。他一看K线图、波浪理论这类技术分析的东西，觉得在科学上都属于伪科学，股市是布朗运动，怎么可能预测？在深入接触了巴菲特、格雷厄姆的价值投资理论，经过半年多的研习，他才逐渐形成了他自己的价值投资理念。

在2007年上证指数6000点时，他成功的撤出了股市，正如他给出的理由一样，那次的成功逃顶明显是不可复制的“幸运”，他当时虽然觉得市场估值已经离谱，但真正让他做出决定的是他不经意的一个统计，他发现，在历次的党代表大会召开期间，股市都是下跌的。

但2015年这次成功避开“股灾”却显然没有了上一次那种侥幸的成分，这些年不断的学习和市场实践，他已经对股票市场有了自己的理解和独立的投资系统。

释老毛说从2011年开始，他一直就是坚定买入股票的多头，在股票账户上的资金也一直是净流入，把生活基本开支留出来之外，他把所有的家庭现金流都投进了股市，让他坚定做多的理由其实也很简单，他判断的参照就是银行股，在2007年高位的时候，银行的平均市盈率达到60倍，而到了2011年底的时候，作为中国最优秀银行代表的招商银行市盈率已经降低到了10倍，分红率达到4%，这在历史上是前所未有的，这些指标完全符合了他购入股票的安全边际，他虽然也没想到买入后股价还在往下跌，但在他的价值投资体系中，如果价值在那摆着，股价越跌投资者是应该越高兴的。当时他在各种场合就一直在说，“这

就是捡钱呀”，并且中国的上市银行是不可能倒闭的，不存在清盘风险，于是他一路买入并持有，直到2013年6月“钱荒”把银行股砸出了个“黄金坑”。“对优质股票那是一个百年难遇的极佳买点”，释老毛回忆说。他通过买入并持有招商银行、中国平安、贵州茅台等蓝筹股票度过了那几年漫漫长熊。但2014年上证指数突破3千点确认牛市状态之后，他便停止了家庭增量资金向股市的净流入。

到了今年4、5月份，他出去吃饭、走路，旁边的人几乎都在谈论股票，甚至连菜贩子、大学生、跳广场舞的大妈们也都纷纷杀进股市，市场上各种故事满天飞，他感觉那种狂躁的市场气氛已经越来越像2007年了。在大盘5000点时，刨去银行股之外的市场平均市盈率已经达到了50倍的高位，单就中小板和创业板而论，创业板更是达到了将近150倍这种罕见的市梦率神话，成为不折不扣的“神创板”。在他所了解的资本市场上，纳斯达克在2000年互联网泡沫最严重的时候都不如我们现在的泡沫大，他说：“纳斯达克是全世界顶尖科技股的摇篮，我们股灾下跌了30%还比人家巅峰时的市盈率还高，股价还贵，人类历史上都没有见过这么疯狂的泡沫。”

而更让他不安的是市场上的配资杠杆，杠杆是专业人士和机构的工具，普通股民专业知识不足，用高杠杆只能增加爆仓的风险。虽然在底部区间，他也加了20%的杠杆，但他这种杠杆比例在市场上比起来简直不值一提。

A股市场官方正式推出的融资融券杠杆一般为1:1，但场外配资目前行情下一一般为1:3，正常情况一般都是1:5，5月份行情疯狂时甚至很多高达1:10，而且配资客户的门槛非常低，10万甚至几万就可以参与配资了。也就是说，只要你手里有10万的资金，找到一家配资网站，1个多小时就能完成从开户到交易的整个流程，然后参与股市的资金量就可以轻松达到50万（按1:4杠杆），股票一个涨停板获得的收益就是5万左右，达到了10万本金下50%的收益率。真正可怕的是，这种配资的杠杆是有如复利式的增长。比如盈利五万之后，他配资之后的股票市值不是简单的55万，而是 $(10+5) * 1.5 = 75$ 万。

这样的盈利预期带给市场的是更加疯狂的投机气氛，场外配资规模已经激增至万亿以上，如果算上伞形信托的话，这部分杠杆资金的规模已经超过了2万亿，一旦遇到下跌，高杠杆就会遇到被强行平仓的风险，更可能诱发市场的连锁反应。

管理层也意识到了杠杆的可能危害，开始查民间配资查杠杆，导致了杠杆资金青睐的创业板开始下跌，5月29日，释老毛在卖出三全食品的时候将杠杆一并去掉，他判断，大盘6月中开始的下跌虽然凶悍，也还是个正常的市场自发调整，但当管理层一夜出了三个“救市”政策之时，他把心理感受记录在网上：“一夜辗转反侧，迷迷糊糊，进入股市这么多年从没有过这么不安的感觉……风中飘来血腥的气息。”他认为这样的做法不但不会恢复市场信心，还会让市场情绪出现恐慌性扩散，第二天高开，他把所有中小市值的股票减持完毕，只留下一半估值合理的大蓝筹的仓位，他相信，这些股票他即便拿个几年也无所谓，最极端的情况，股市关门了，做茅台、平安等这些中国最优质公司的非流通股东也不错，并且一定会有丰厚的回报。巴菲特投资的最高境界就是抓住公司，超越市场，买股票就是买公司，靠公司的内生现金流收回成本，二级市场的股价波动无所谓。

经历六月股灾之后，释老毛一方面希望市场从疯狂中回归理性，另一方面他也不愿意看到新形势下出现的牛市行情就这么一地鸡毛的草草收场，虽然说现在可以抱着手里的大蓝筹睡觉，但这个觉睡的显然也并不那么甘心。高杠杆、高估值的创业板成了这轮牛市的 Trouble Maker，政府救市不应该救泡沫，而应该稳定市场信心，必须切割创业板，平抑泡沫，决不能再姑息放任恶意炒作、市值管理这些“新庄股”文化。监管部门只有推进注册制以平衡供需，推出创业板股指期货和个股期权以对冲风险，推出股东群体诉讼以严惩造假者和庄家，通过铁腕改革和制度完善，才会有一个健康、干净的资本市场。

价值与风险:

创业板投资有一种广受追捧的股票操作理论认为高成长,高风险,暴利总是与风险并存,但释老毛自身的体会却是,对于一般的散户,必须明确价值为根本,尽量规避风险。而风险投资是风投机构(VC)干的事情,不是二级市场的思路,VC是按大数法则布局的,散户没有那么高的风险承担能力,也没有那么高的行业布局能力。当释老毛5月29日卖出股票买房产的时候,一些评论说到:“等到创业板上到1万点,就是你哭的时候。”这更加让他意识到了市场的疯狂,价值和风险在这样的情绪中被彻底的扭曲了。

释老毛认为,资本市场不仅仅是“圈钱”地,也不是什么“财富重新分配”的机器。它应当是一亩肥沃的土壤,能够使全社会的财富共同增长,能够提高资本的使用效率,能够帮助企业寻找自身的合理价值,能够促进创新的发展。股市一个最重要的功能就是“价值发现”,“投资就是企业的一部分,买股票就是买企业,最后能够托你底保障你安全的是这个股票的分红,股价波动赚钱,赚到了是幸运,但你必须要确定的是这个公司在成长。公司在成长,利润在增加,最终会把股价一点点推上去,当然这可能是个很长的过程。”

释老毛觉得自己遵循的这是一个最朴素的价值投资概念,但中国股市上众多的参与者,在说起巴菲特的时候都充满了崇敬,对于巴菲特所倡导的价值投资至少也都有所耳闻,结果一旦进入市场,人性当中的贪婪便完全左右了人们的思维,不用说价值投资,就连最基本的“股市有风险,入市须谨慎”警示也都像烟盒上的“吸烟有害健康”一样,被彻底抛到了意识不到的角落。股票市场上的多空对垒一直是一种客观存在,上涨看多,下跌看空,都是市场上反复流行的主流评论,特别是在如今每个人都能自由轻易的释放声音的时代,各种言论都可能被无限放大,选择性信息接受就像一种流行病,在特定的人群中蔓延发酵,群羊效应激发出的是群体性失聪,留给群体的仅仅是相信或不相信,跟随或不跟随,在各种裹挟中,思考和独立判断变得越发稀缺。当投资者失去了企业价值这个锚,多空之间似乎已经演变成了一场零和游戏,购入的股票都变成了买入的赌博筹码。

释老毛认为创业板泡沫诱发的进入其中的高杠杆资金是这次股灾的始作俑者,而牛市刚开始一些舆论鼓噪出的所谓“国家牛市”也让很多人误以为赚钱的效应有了国家的背书,即便财政部领导做了风险自负的提醒也被市场有意无意的忽略了。于是,“一群啥也不懂的大妈、大学生蜂拥入市,用高利贷高杠杆,以敢死队的精神把一个流动性欠缺的‘神小创板块’炒到150倍市盈率,制造了一个人类历史上空前的超级泡沫。”创业板150多倍市盈率在释老毛看来简直就是天方夜谭,他对照创业板和美国市场的两只同类型股票——暴风科技和迅雷,两个公司业务相当,但美国市场上迅雷的市值只有暴风的十分之一,这个概念换一个说法就是,现在5万一平米的房子我50万一平米卖给你,而股民在羊群效应下,都想着100万一平米卖给下家,成了绝对的博傻游戏。

一段时间,他按照自己价值投资的理念曾经多次的提示创业板已经存在的风险,更试图将自己的知识分享给大家去思考,其中一个帖子很直白写到:“西格尔做过实验,通过百年跨度的追踪,实证证明了股票是长期回报最高的资产,还证明了低市盈率股票回报高于高市盈率股票,他选了IBM和新泽西标准石油两个企业,一个朝阳企业,一个夕阳企业,通过几十年的统计得出结论,低价买入这些传统能源行业,通过分红和股价上涨积累得到回报,比那些高价买入所谓成长股,长期收益率要高很多。”

但他的提醒得到的往往都是奚落,被指责为羡慕、妒忌、恨,人家的理由是:“我们买了马上就翻翻了,你们在那大谈投资理念,你们才挣30%、50%,你们还拿本金去炒,我直接拿杠杆,几天就翻倍了,过几年就成亿万富翁了,你们就别丢人了。”“宁在神小创里哭,也不在大蓝筹里笑”,甚至有机构放言“宁死也要死在创业板里”,但释老毛坚信“世界上赚钱哪有那么容易的事,这不是做梦嘛,凡是一夜暴富的都是让你倾家荡产的事。”结果,这些赌客在股灾中果真都“死在创业板”里了。

他觉得自己提示风险被误解为“风险是你们唱空唱来的”，这简直就是不可理喻的逻辑，这是一种花刺子模信使效应，中亚古国花刺子模有一种古怪的风俗，凡是给君王带来好消息的信使，就会得到提升，给君王带来坏消息的人则会被送去喂老虎。花刺子模的君王以为这样就能天下太平，结果君王听到的都是好消息，但都是些毫无用处的假消息，直到亡国。7月第一周的下跌之后，释老毛就在网上不停提醒那些拥有众多粉丝的鼓吹创业板的大V们：“老毛我含泪苦劝你们，激发天良，已经是这个时候了，不能再消费粉丝了，他们都是社会弱势群体，是无辜的群众，本来就不应该进入股市。上有老，下有小，他们的血汗钱本应用来入学、看病和养老，而不是毁灭在股市这个万人坑里！你们从大格局到正能量，药不停，吹出一串串明明不可能实现的美丽泡泡，让他们错失了多么逃生的良机，现在很多人已经倾家荡产，再不负责任的忽悠下去就要家破人亡了！”

在股市上活着

“大家都恐惧都抛的时候你能看到机会，敢于重仓压进去，这就是机会，大家都疯狂的买，你要看到风险，就要慢慢把钱撤出来。”释老毛说，这种理性说起来很简单，但落实起来就很难。

这种理性也就是投资界都说的鸡尾酒效应，鸡尾酒会上大家都在问股票那就是牛市，你也就该卖了，没有人谈论股票的时候，你也就该买了。在中国演绎出的版本就是证券交易大厅门口的存自行车老太太的赚钱模式，大家都来炒股的时候她靠本行存车挣钱，大家都不来的时候，她就把挣来的钱买了股票。投资是一种大道至简，但能够去执行的投资者确实凤毛麟角。其中的悖论可能是，我们自己正在做着一些不理性的事情的时候，其实往往是无法判断自己是不是理性的。

这些年来，释老毛每年阅读的财经类图书都在50本以上，还有大量的财报和研报。他认为投资者主要的工作应该是阅读，大量阅读的好处就是你会发现，市场各种现象都是历史的重演。因为，大部分的人性弱点是无法克服的。而股市很残酷的一点是逆人性、反人性的，大家丢弃时你要疯狂的去抢，大家都疯的时候你要感到恐惧，要忍受别人的嘲弄，你看着别人大把挣钱你要抑制住自己的贪念。一赚二平七亏，这是股票市场的铁律，也是由股市这种逆人性的特点决定的。

“人性的贪婪你怎么去教育”，基于这样的认识，释老毛甚至说过“散户只能被消灭，不能被教育。散户被消灭是市场走向成熟的必经之路，华尔街在二、三十年代也是散户市场，散户市的表现就是市场的主流资金是散户，构成了法国社会学家勒庞所说的乌合之众，在这种市场里机构的行为也是高度散户化的，表现为追涨杀跌。个体的独立思考是绝对的稀缺资源，羊群效应很容易出现。”

说起来他在股市能够生存并且盈利的经验，他说：“很简单，炒股你没有商业经验、看不懂财报，这些都无所谓，你只要足够理性，能控制住自己的情绪，别人都恐惧的时候你要淡定，别人都癫狂的时候你要清醒，这个不成熟的股市给你的回报率是相当高的。决定投资者赚钱的有三个因素，70%是心态，20%是资金管理，10%才是投资策略。”

释老毛认为，在股市上生存下来的重要原因是在理性的基础上建立一套属于自己的投资系统并绝对严格的执行，否则就算押中一两只大牛股赚了钱，最终几轮牛熊交替下来也迟早得被市场消灭。很多股民根本分不清投资和赌博，以为抓住只大牛股就是投资，跟风别人追大牛股就是投资，这其实都是赌博，因为这种投资成功是不可持续的，也是不可复制的。从概率上讲，任何时期市场风格轮换都会跑出一些牛股，牛股总会把它的投资者和鼓吹者塑造为这个时段的股神，例如今年的创业板牛气冲天，抓住牛股的投资者都以为股神附体了。但巴菲特的成功不在于他能抓住大牛股，而在于他的价值投资系统能保证他能够几十年持续稳定的赚钱，这才是真股神！巴菲特在1984年哥伦比亚大学演讲《格雷厄姆—多德都市的超

级投资者们》论述过这个道理，价值投资系统保证了从格雷厄姆到巴菲特等一大批投资人几十年来持续跑赢市场。巴菲特年化回报才 29%，伯克希尔年化回报不过 22%，最后却成了首富。

立春：认清牛市的逻辑——没有创新牛，必无改革牛

作者：立春，投资人。

本次牛市中途夭折，以及目前救市的低效率，根本原因都是来自理念的激烈碰撞，有人问我牛市还会不会继续，我说要看观念交锋的结果，目前认为高市盈率的创业板是有毒资产，主板“蓝筹”低估，并希望所谓改革牛来替代转型牛的思路，暂时占据主流，我们看到救市思路也是循着这种认识的，这次理念交锋，如果这个思路最终占了上风，那么牛市结束，创业板的 4000 点就是 6124，大家可以在创业板不断的下跌中去等待那个所谓的低估值出现，IPO 不可能再实质性重启，重启也会被市场的加速下跌堵住进路，如此，注册制也就免谈，就算执行了也形同虚设，因为市场没有那个承接能力了。

我们主流的思想里，认同的牛市模型是：估值低，有价值，资金进入，推升估值，然后企业发展，同时也提升业绩，继而再次让估值显得合理，然后资金再度进入，如此循环，直到泡沫出现，失衡，牛市结束。

但是很可惜，我们目前没有这样的基础和环境，现有产业结构和主要产能都是经历了 30 年高速发展的，一个优秀的老人，无论怎么被低估，他都无力完成上述牛市模型的循环，因为他缺少最重要的未来元素，更何况我们这些产业老人脱胎于计划经济体制，他到底优秀在哪里，在市场机制背景下，完全没有线索和经验可循，这一点，是我们的主板市场自 6124 以来，硬生生走了七年熊市的根本原因。

牛市的另一种模型是，朝阳和活力四射的小年轻，有想法，有干劲，更有代表未来元素的一系列真本领，但是没钱，没市场，也没业绩，可是他有未来，于是我们给他资本，他创造价值，这个价值开始式微，风险也大，但我们把基数做大(注册制的意义)，我们让全民来选择它们对未来的代表性，价值从无到有，从小到大，从大到强，这个过程，资本的进入也是逐级叠加，直到他成为强者，然后回到传统估值模式，我们熟悉的谷歌、FACEBOOK、亚马逊、特斯拉，百度、腾讯以及中国三大门户网站，还有我们不知道的数不清的一系列生物医药企业、新科技企业，都是在这个机制下培养出来的。

前一种牛市模式，属于比较传统的跟进式，后一种，则是较新的培养式。

有着 200 年传统的美国股市，兼具这两种模式，因为它百年来基本稳定的政治经济体系，构造了成熟的产业生态，基础和再生机制配合的很好，企业的基础属性是完全相同的，基本都是私营企业，产权流动的市场化程度很高，新老产业彼此间是共生和孕育的关系，是可以互相带动的，就像一个稳定的社会架构，中流砥柱是中产阶级，新生代则主导未来，需要不断投入，随着时间推移，不断迭代，完成社会的持续升级。

而政治经济体系在不断变革的中国，产业生态是有很大的不同的，隔膜不小，国营和民营两个阵营，基础属性完全不同，产权流动的市场化程度差异巨大，国营基本为零，要流动那也是亏到活不下去，因为证券化有了上市资源，才有特别的卖壳权，过去许多中小国营企业因此脱胎换骨，虽然在资本市场里这本质上属于劣币驱逐良币，但相比剧烈变革造成的社会动荡而言，在全社会层面上算是一个聪明的做法；但对于大的央企，有着一个所谓的国

有资产流失的问题，即便是亏到走不动，产权流动也是难以和完全的市场化挂钩的，很大程度上仍然在行政框架内解决问题，这使得企业的应变能力和效率提升的能力非常低，和真正的市场机制越行越远。

而民营企业的产权流动就高很多了，近期一系列的并购收购，主要是发生在民企里的，产权流动是提升企业效率的重要手段，从趋势上来说，流动越是充分，效率越是高，所以，单从估值角度来讲，产权流动性高的企业估值肯定是要高出很多的。

中国企业的这两个阵营，是世界上独一无二的，于是我们在资本市场上看到了二八或者一九现象，在市场表现上它们很多时候是不同步的，甚至是割裂的，他们彼此之间不是共生关系，是地位悬殊的并存关系，甚至是竞争关系。

我们的市场试图以跟进式估值来对应占据大权重和资源的央企国企，希望他们能够牛起来，但是 08 年以后，七年过去了，估值是越来越低，市值也是越估越低，就是说，实践的结果，跟进式牛市的模式在我们的主板市场没能循环起来，估值低，资金追捧，反馈到业绩上，提升估值，再吸引新资金这个传导链未能奏效，为什么？

因为第一. 你已经产能过剩了，第二. 你体量太大，第三. 你市场化率太低，第四. 你产权流动不畅，第五. 你的决策机制不符合现代企业模式。所以在以美国为代表的全球牛市行走了 6 年以后，2014 年我们的主板市场还创下 1849 的调整低点，最后，医生的诊断结果是：你需要改革。

因为改革，所以才有了主板的跃起，而这个跃起的牵引力，来自看上去还微不足道的创业板。如果没有创业板始于 2012 年底的牛市牵引，中国资本市场是没有牛市元素的。

我们学做了培养式牛市的思维，创业板企业按照传统眼光，IPO 的时候，就是很不像话的 70 倍市盈率，但是市场接受了，而且，几年走下来，我们可以统计一下，创业板群体的营收增长率如何？年度消化劳动力能力增长如何？产业集群的发展指数如何？为社会贡献了多少新产品，新的商业模式等等，可以确信的是，这几个方面的答卷是不俗的。

新元素的开场总是小范围的，但是它有生命力，产业转型的最终落脚点，就是创业板所代表的新兴产业群，是以创新为特征的，以及创业板企业最具有活力的产权流动能力，国企改革 究竟改什么？说到底，一是产业并转和升级改造，二是产权市场化；过剩产能减负，如何提升效率，都需要创新元素的加入，否则改革的意义在哪里，如果国企改革，只是内部小圈子里你加我，我加你，那是 $1+1<2$ ，南北车合并 基本上属于这种，虽然成本控制和边际效益会有所提升，但是走到一定阶段老问题就又会出现了，而且又是一个垄断性的架势，并不受市场太多的约束，去国际上发展，还少不了政府出去跑市场，一带一路 的框架思路是好，但如果企业的狼性不够，最终结果不会好的。指望这种性质的改革能把资本市场带起来，绝对是不现实的，带得了一时，带不了一世，因为它最终不能持续提升效率。

所以国企改革，核心实质是创新，思想理念创新，企业结构模式创新，目的不是为了国有资产增值保值，而是为了提升资产质量，为资产增值保值，资产质量好了，它又是植根于中国的，赚在中国，花在中国，它姓甚名谁重要吗？

其实，任何改革，核心推动力都是来自外部，这个和产业之间的颠覆与变革一定来自外部的道理是一样的，体制变革也是，因为人与事物一样，惯性是自然属性，符合牛顿第一定律；大清十三个皇帝，可以算是中国历史上群体最勤政的帝王组合了，没有外部力量的介入，新思想，新观念的入侵，会惯性下去很久，走到现在仍然是爱新觉罗氏的家天下也不一定。37 年前中国的改革开放，也是对照全球发展实在差距太大，才开始启动，否则关起门来小斟小酌，一瓶二锅头能咂摸到不知道何时。

今天的深化改革也一样，如果没有一系列创新组合最终释放出巨大的社会创造力和造富能力，关起门来的国企改革改不到哪里去的，也失去一个强有力的参照系，创业板虽小，鲶鱼效应可不小，互联网+，这个加号就是鲶鱼，把传统的沉渣保守翻个底朝天，金融体系

的一系列新元素，新技术手段，都足以让传统银行汗颜，要不是一些行业准入的保护，互联网金融的颠覆性会彻底改变传统。

所以当下中国，是应该以举国之力，全力拥抱创新，并在过程中不断解放思想，资本市场起了一个好头，全民热情被调动起来，信心和希望也活跃起来，这对社会积极向上的发展推动力是很正面的，远远大过泡沫本身的负面影响，创业板涨高了需要调整，那是股市生态的自然现象，应该顺其自然，但是抹杀和打击创业板的意义，是一种倒退，最终受害的不是一部分投资者，而是全社会。

实际上，抛开本次股灾看大趋势，中国正在这么做，而且做的还不错，做的深度也超预期的，你不喜欢八类股的泡沫，但是银行之类的传统金融已经介入很深，不得不管，不得不救，而且要救出效果，否则就是前功尽弃；本次牛市以多种方式把银行拉过来为中小企业出点力也是一次胜利，所以我认为大趋势不会轻易逆转，达到这种结果的角力也不是一天两天，股灾的发生，是多种因素促成的，行政指令去杠杆化是一个重要因素，这是错误的；股指短期涨太多，本身就需要回调；股灾后，统治资本市场很久的旧思维再次活跃，可以看作是顽固不化的落后思想的一次反扑，救市方法上看得出来，救了，钱也花了，但不按市场规律来，而且救市资金不少都花在了没什么市场人气只是权重大的大央企身上，短期看，是低效率的，甚至加重了股灾程度，不过随着情势的发展，救市的思路也在变化，比如开始进入券商，这就要比前期有进步；长期看，国家队资金高位进入权重股，也许对上面期望的慢牛有帮助，两油一个跌停，就创了沪指八年单日内下跌记录，日后八类股靠市场自身的力量走上来，这些大权重多半是要走反向的，可以把指数压住不至于涨的太快，这点作用很有可能。

其实，牛市不牛市的，主要是为经济发展服务的，不是说要轻视估值，而是要追求估值的适用性，这个适用性不是单纯的数字表达，而是要看怎么做才最适合中国这样的特殊发展中国家的站位，终极目的是有利于社会的升级和产出。

最后，本次以美国为首的超级牛市，估计会走10年左右，也就是到2019年或2020年即告终结，以中国目前和今后若干年的情况，如果美国股市未来走熊，中国是绝不可能独立于国际经济趋势走一个自主单边的牛市的，我们已经失去了前半部分，经不起再长久的折腾，留给中国的时间并不宽裕，实体产业上，只有创新，能够让中国突破目前困境，资本市场上也一样，牛市是创业板带出来的，龙头偃旗息鼓，跟风的不会有方向的，没有创新牛，必无改革牛。

张东伟：股灾暴跌是投资人必须的经历

作者：张东伟，私募名人，深圳市徐星投资管理有限公司总经理

记得在03年4月，一场“非典”来袭，国家媒体天天公布感染甚至死亡的人数，周围一片紧张恐怖的气氛。各地的人员流动也基本停止。股市更是连续大跌。一天一位朋友从深圳机场回来，无不丧气的说，太凄凉了，偌大个机场，就没几个人。回来的路上一位学医的人还告诉他，可能非典对未来人们的生活、经济都将产生不可预料的负面影响，以后人们都不能近距离接触了。因为非典病毒传播无孔不入。股票？别提了。国将不国了，还什么股票啊？！

他的话也让我陷入难以名状的悲哀。一个病毒就让人类的生活方式发生改变？那样的社会还将是社会吗？但直觉和常识告诉我，这是不可能的。人类文明已经几千年了，科技如此发达的现在，一个病毒就能把人类社会改变了？后来，非典肆虐也就半个多月左右就销声

匿迹了。人们的生活和股市以后也很快恢复了正常。

人类社会面临突如其来的各种危难并不罕见。股市是对人们心理波动反映最敏感的地方，常常会夸大各种因素，尤其是一些非常态的事件。统计表明，市场可以在公司的经营没什么变化的情况下，年平均波动 50%。如果要有突发事件，那波动就更大了。

高波动率，正是证券市场的典型特征。暴涨暴跌更是市场经常性的家常便饭，这与市场“成熟”与否无关。近一个月来，A 股市场在没有发生突发事件下，又出现了一轮前所未有的急速下跌。与一个月前市场的狂热和信心爆棚相比，宛如隔世。这个时候，与其去找所谓的暴跌原因或想着未来如何避免暴跌，还不如认真审视一下作为一个投资人，如何在暴跌中保持理性，因为只要你把投资当成个事业，那么就不要指望能完全回避暴跌。

可以说，如何面对暴跌暴涨，是一个投资人投资能力的主要构成方面之一。一个投资人是否理性，在平时难以看出，而在极端市场中，是否能控制自己的情绪，保持投资思考的一致性，就容易显示出来了。正是在极端市场时的理性与否，很大程度上决定了一个人的长期投资业绩。巴菲特选择接班人的一个重要方面，就是要考察投资人是否具有对人性、市场的理解、风险意识及控制自己情绪上的能力。马克·赛洛尔在《你为什么不能成为巴菲特》一文中所提到的“在大起大落的市道中能否保持一致的思维”，并称这是最难达到的。比如，在面对暴跌时，人们往往受情绪影响而失去理性的判断，这会严重地影响其投资业绩。

首先，作为一个长期投资者，完全不需要担心暴跌。暴跌只会阶段性地降低你持股的市值，而不会影响你的长期投资收益率。要知道，你的持股成本，决定了你长期投资的复合收益率，与阶段的性的股价波动没有任何关系。所以，一个长期投资者，根本不需要担心暴跌。还有，一些人在暴跌中总有这样的心理：总是担忧别人在暴跌后的成本比自己的低。一个长期投资者，应该关心的是其买入的成本是否划算——就是预计的长期收益率是否能令自己满意。别人的成本是否比你低，与你能获得的长期收益没有任何关系。

其次，要记住，无论任何危机，都会过去。危机过去后一定会发现，危机期间曾有那么便宜的股价。如同上面的道理，对于平日里还有钱的长期投资人，暴跌期间追加投资无疑是增加你投资收益率的大好时机，为何不欢迎反而难过恐慌害怕呢？即使是一直满仓的投资人，只要你确信你投资的企业是你信任的，持股成本是合理的，危机总是会过去，你持股的市值终究要回到正常的估值状态，使得你的长期投资收益率不受影响。

最后，理解暴跌的基本诱因只是对前期大涨的修正。理解了这一点，才是头脑能保持清醒的关键。有价值的公司的市值趋势一定是向上的，只要没有过分的高估和偏离内在价值，任何暴跌都是逆这一大趋势而不可持续的，这种暴跌只是对之前的持续大涨或市场过热的一种修正，而突发事件只是导火索。相反，如果股价过高，稍微有点不利的事件都会导致股价的暴跌。比如，2001 年 6 月中旬开始的熊市，有人将之归为“国有股减持”政策的颁布，但却无视当时已经连续上涨多年、估值高的离谱的事实。后来国有股减持政策被迫取消，仍然阻挡不了市场的持续下跌。无论是哪种情况，对暴跌怨天尤人，怪管理层、怪政策、怪某某主力或庄家的阴谋等等，这都是最不好的心态，是对股票价值无知，会扭曲你理性的投资思考和正确的投资行动。而如果你确信股价是合理的，那么任何暴跌都将是阶段性的、不可持续的。

作为一个投资管理人，不仅自身要有理性客观面对暴跌的心态，如果他的客户也具备这样的素质，那么投资事业才能有真正的保障。7 月 10 日，是今年我公司今年 3 月份发行的“徐星 1 号”产品的开放日，在很多同行近期纷纷应付由于市场暴跌而带来的赎回压力、流动性危机时，徐星公司的客户却在这时选择了大幅申购的理性行为，这一天产品的申购量竟然达到了资产市值的近 60%。我们为拥有这样的客户朋友而深感自豪。

第三部分 反思重建

任泽平：这轮股灾根本原因是有毒资产加杠杆

作者：任泽平，国泰君安证券首席宏观分析师。

摘要：

这一轮股灾的根本原因就是一句话，有毒资产加杠杆。什么是有毒资产？就是高估值的小票部分。过去这一段时间，前一段时间讲个故事，“互联网+”都加的没有边了，讲的故事市值翻一倍，实际上就是有毒资产。而且有毒资产加了杠杆，从两融，到场外配资，甚至到后面我们对杠杆基本上失控了，从而导致了市场微观结构的恶化。”

国泰君安首席宏观分析师任泽平，在和讯网举办的 2015 年证券市场中期策略会上，发表如上观点。以下，为据和讯网发布的任泽平今日主要发言实录：

尊敬的各位来宾，女士们、先生们。确实到了一个关键的时刻，今天我们的标题叫“大国牛市”，可以换一个标题，叫“大杠杆牛市”，出现在这种千股跌停、千股停牌、千股涨停的千古奇观。

我去年加入国泰君安有一些新的看法，包括熊市最后一战，五千点不是梦、改革牛、转型牛，5000 点之后我也没有想到会继续上点位。一年前市场认为到 5000 点是市场疯了，现在 5000 点到了，市场疯的不像样了。

这一论市场调整的原因究竟是什么？我们看到牛市的时候到处发东西，熊市的时候开始抱怨，实际上我们有没有想过这一轮市场，或者股灾的原因是什么？这次股灾之后市场究竟往哪个方向去走？我想这才是我们站在现在这个时点需要认认真真的思考的一个问题。我大致讲这样三个互相关联的三个方面的内容，经济、政策和市场，大约用 20 分钟的时间。

经济

我们现在处在一个经济什么阶段？大家都知道中国正在增速换挡，我们处在增速换挡的哪一个阶段？我们大致处在中国增速换挡期的下半场，更准确地说，我们认为可能在今年下半年中国经济将会探明中长期的底部。如果考虑到稳定水平之后，我们估计新的增长平台大概在 5%-6% 左右，这是最基本的判断。大家留意去年 2 季度是整个经济、政策、流动性和市场的大拐点，包括更准确的描述，去年二季度经济加快下滑、无风险利率提升、货币政策加码防水、改革提速、牛市启动，这是我们整个大的逻辑，我们不仅要问，为什么去年二季度出现这样大的转折，从现在的时点往后看，它将如何演化？去年二季度到现在经济真实的情况是在加速的下滑，我们可以观察到以 GDP、工业生产为代表的宏观数据还有微观数据可以看到出现了明显的背离，从去年下半年缺口在不断的张开。真实的情况告诉我们，经济是从去年二季度以来在加速的下滑，而宏观数据被和谐了。

货币政策的转向也是从去年二季度，4 月份万亿的 PSL，9 月份 7700 亿的基础货币投放，然后降息，降准，也就是货币政策的转型也是从去年二季度，我们推断经济从二季度的加速下滑和货币政策的专项是有某种的相关，或者因果关系的。没有一个充裕的流动性是不可能启动一轮大的牛市，就像河里的水一样，只有水满了以后，估值才能溢上去。

改革的提速、牛市的启动，这是去年 7 月份牛市启动，这有它的一个大背景。这也是为什么我们去年坚定的看大牛市的原因。追问一下，为什么从去年二季度，现在大家给出了各

种各样的解释，核心要回答一个问题，为什么要从去年二季度，所有的解释必须要给出一个时点，为什么去年二季度牛市启动，为什么去年二季度经济加速下滑，货币政策加码防水、改革提速、牛市启动，背后的驱动的力量是什么，这是我们需要追诉的变量和逻辑。

我们大致看，在去年二季度出现了三件事情的叠加，导致了经济的加速下滑。

一是房地产长周期拐点的出现，现在基本到零增长了，大约 0.5 增速，房地产链上的相关投资占我们整个全社会固投的一半，这是第一大因素，是从去年二季度长周期拐点的出现，导致了经济的加速下滑。

二是去年 4 月份因为美元要退出 QE 以及后面加息的预期，美元开始走强，或者说叫大幅的上涨，它直接的结果就是大宗商品价格的暴跌，从而引起了企业的去库存的行为，这是第二个引发去年经济加速下滑的原因。

三是人民币要国际化，所以人民币随着美元被动走强，实际汇率大幅升值，成为世界第二大货币，对我们今年形成一个累计性和滞后性的伤害，也就是我们现在看到初始数据已经掉到负增长。

去年二季度我们看到房地产长周期的拐点，企业的去库，和出口由于人民币过强导致的下滑，是导致去年二季度以来经济加速下滑并且倒逼何必市场放松和改革提速，以及引发牛市启动的一个核心的逻辑。但是今年下半年，中国经济可能会探明中长期的底部，原因是，大家看我们刚才讲的三大因素都做不动了，库存在历史的低位，而且我们认为大宗商品价格可能会在低位企稳，再大幅暴跌的可能性不大了，因为很多大宗商品已经跌破了它的成本线。

房地产投资降到零增长，我们认为从短期来看可能也跌不动了，但是否能回升我们认为相当困难。最近一线城市房地产出现了回暖，但是三四线城市还没有回暖，但是三四线城市占整个房地产 70%--80%，这就意味着未来房地产的回升更多是总量上涨、结构分化，房地产上涨可能回到 0 左右，但是不可能到 10%左右的长周期的上涨。而且我们需要观察一线城市房地产的回暖是否具有可持续性还仅仅是一次回光返照。以及这次股灾有没有可能对实体经济产生一个负反馈，这都是我们需要观察的。

出口跌了-6，我们的看法是这个数据可能也跌不动了，这样的话大家发现在今年下半年，随着过去的这一年拖经济增长的主要力量在耗竭，我们今年经济将会探明中长期的底部，但是探底以后是 L 形还是 U 形还要观察，我曾经做出判断经济 L 型牛市有底部，经济是 U 型牛市不一定，所以未来半年或者一年是一个关键的节点。

政策

我们认为经济探底仅仅是非常低水平的，企稳的基础还非常不牢，仍然需要货币政策的宽松，我们的看法是货币政策的宽松方向短期不会发生变化。也就是说政策对于经济和市场而言，总体仍然是友好的，至于国际改革、注册制的改革，包括人民币的国际化，我们认为这次改革仍将继续的推动，这是我们对政策的看法。也就是经济在今年上半年大概率会探明中长期的底部，但是这种探底是非常低水平的，需要政策呵护。但是这个时点宏观领域出现一些问题，有人认为经济要回升，所以借助货币政策要往回收，我感觉十多年的宏观经济，我认为我看不到今年下半年经济回升的动力来自哪里，所以对于货币政策的转向，尤其现在这个时点要非常的谨慎。这就是在 6 月份往往容易出钱荒的原因，我们的货币政策出现了犹豫，这并不能排出货币政策在 6 月份的犹豫是引发市场调整很重要的原因，很多人认为是查场外投资，坦率告诉各位，这次股市调整跟查海外配资一点关系都没有。

市场

去年 2000 点提出 5000 点不是梦，在 5000 点的时候我们比别人都变得谨慎了，现在大家对股市提出各种各样的救市建议，包括灾后重建，但是我们有没有想清楚这次市场调整的

根本原因是什么？我们只有找到它的根本原因，我们才可能提出有针对性的建议，才能避免重蹈覆辙。比如最近市场稍微反弹，最近杠杆融资又出现了反弹，又出现了一些死灰复燃的迹象。

对市场讲两个方面的问题。

第一，对这轮股灾的认识。第二，对灾后重建的建议。我们在这个基础上才能谈到未来对市场的展望。

第一，对这轮股灾的认识，这轮股灾的原因究竟是什么？首先来看这轮牛市并不是经济基本面发动的，它是基于市场对于改革和转型预期，或者改革牛、转型牛而发动的，并且基本经济资金面的配合。

这一轮股灾的根本原因是什么？我认为这一轮股灾的根本原因就是一句话，有毒资产加杠杆。什么是有毒资产？就是高估值的小票部分。过去这一段时间，前一段时间讲个故事，“互联网+”都加的没有边了，讲的故事市值翻一倍，实际上就是有毒资产。而且有毒资产加了杠杆，从两融，到场外配资，甚至到后面我们对杠杆基本上失控了，从而导致了市场微观结构的恶化。

我的看法是，即使没有这次查场外配资，市场自身也有内在调整的要求，这也是我们变得谨慎的原因。大家想一想，这种带杠杆的股市调整有多少在加杠杆的时候想明白过。我们实际上在很早就做了这个推演，1987年美国股灾、台湾股灾，大家想想这种带杠杆的调整，这轮牛市是带杠杆上去了，就是瞬间让你丧失流动性，卖盘从几个方向流出，压跨这个市场，杠杆在我们整个交易量10%以上，高点时候将近20%，任何一个散户主导的这么高的杠杆资金的市场，它调整的时候必然是这种结果。这也就意味着，如果说我们不能从根本上解决有毒资产加杠杆的问题，我认为我们还将重蹈覆辙。

而且大家已经看到了，最近市场稍微反弹，杠杆资金又开始有所恢复，7月9、10号大家可以看一下融资资金加快往上走，大家杀红眼了，想重新补回来。对于这样的认识我们提一个最灾后重建的建议。

既然这轮股灾是有毒资产加杠杆，为了避免重蹈覆辙，灾后重建的核心就是降低杠杆，化解有毒资产。第一降低杠杆，因为杠杆涉及到跨部门，一行三会应该尽快成立联合行动小组，加强对杠杆资金的规范、发展和透明，对于一些领域提高投资者的门槛，对于杠杆资金的投资标的要做严格的限定。比如美国，美国搞了几十年的杠杆，但是美国是对杠杆资金的投资标的做了严格的限定，对于哪些先股各种分级，实际上不允许杠杆资金介入的，我们恰恰是杠杆资金扎堆在有毒资产里面。所以要尽快的解决这个问题。

甚至可以想像，如果我们这个问题解决不了，我们的杠杆资金还是维持在占整个交易量的20%左右，大家想想下一次的调整不还是这样吗。而且它的时间窗口甚至是很短，杠杆资金上来其实是很快的，比如说最近我们看到一些微信群里面，有一些做杠杆配资的宣传广告开始出来了，杠杆资金如果再反弹上去，再调整，不还是股灾式的调整吗。这是第一点提出的救市建议，灾后重建的建议，要尽快的降低杠杆，规范发展杠杆。

第二，对于有毒资产要法制，要打击做庄。对于有毒资产的过渡炒作，让资产回归到价值投资的导向上。

第三，可能跟市场一般的看法不一样，我们建议尽快推动注册制，为什么？正是因为市场缺乏优质的标的和筹码，才导致垃圾公司过渡炒作，如果我们通过注册制，让大量优质的企业能够上市，而且可以让市场自身的供求规律发生作用，大家想想在3000-4000点的时候，大家需要有筹码的时候没有筹码，导致整个估值过高，如果我们能有正常的供求条件极值，比如通过注册制，我们真的有可能会实现从这种快牛、疯牛到慢牛、长牛。

第四，总结这次救市的经验教训，形成风险处置预案，再有类似的事情发生，我们不能一团糟。这次救市有一些是有效果的，有一些是有忙中出错的地方，总结。

第五，尽快的推动一些基础性的制度建设，促进资本市场的持续健康发展。为什么我们牛市的基因历来都是暴涨暴跌、快牛、疯牛，这不是舆论引导就能解决的，这些是有基础的，比如我们投资者结构、投资者理念等等，包括我们没有一个自身的供求条件机制，也包括我们经常一些做信用背书的行为，这都需要改变的，只有我们改变一些基础的制度安排，我才能改变暴涨暴跌的基因。

李迅雷：该如何拯救全球涨幅第一的 A 股？

作者：李迅雷，海通证券副总裁、首席经济学家。

导语：我们真正应该反思的，应该是这轮股市风暴对实体经济的伤害以及资本市场的管理理念和投资理念如何纠偏。A 股市场真正需要拯救的，是规范、法制化的市场环境，是价值投资理念。

从 2014 年 6 月 30 日至 2015 年 6 月 30 日，上证指数从 2048 点涨至 4277 点，108% 的涨幅位列全球第一。若从今年上半年涨幅看，上证综指为 32.23%，深证成指为 30.17%，创业板指数则高达 94.23%。而全球主要股市除阿根廷的上半年涨幅达到 33% 外，其余均在 20% 以下。如美国道琼斯和标普基本持平，欧洲市场稍好一些，德国 DAX30 指数上涨 11.62%，法国 CAC40 指数上涨 12.11%，英国富时 100 指数微跌 0.69%。亚太股市的涨幅也只有 10% 多一点。因此，A 股市场的涨幅在过去 1 年或半年中，均为全球第一。

问题来了，2015 年全球主要股市中唯一需要救助的，竟然是涨幅第一的 A 股市场，这合乎逻辑吗？

流动性风险之外还需要救什么

既然涨幅那么大，跌下来之后的涨幅还是全球第一，为何需要救呢？这是熟悉股市的学者们的普遍观点。确实，即便跌至 3500-4000 点之间，A 股主板的市盈率中位数还在 40 倍以上，市净率的中位数水平也在 4 倍上下。笔者之所以不愿用平均数而是要用中位数，是因为银行等大市值股票的权重较大，市盈率和市净率较低，用平均数容易失真。不少人通常用上证 50 或沪深 300 的平均市盈率水平比美国股市略低作为 A 股颇具投资价值的理由，显然存在一定的误导性。如果说主板估值水平高得不是太离谱的话，那么中小板和创业板的估值就比较离谱了，目前的市净率中位数还有 5-7 倍。因此，不少机构投资者认为，在这么高的估值水平上救市，无疑是火中取栗。

笔者与大部分市场参与者一样，是赞同救市的。因为这是一场股市上投资加杠杆所引发的流动性危机，它甚至已经引发了大宗商品的价格暴跌和人民币汇率的下跌，再不救市，或将爆发系统性的金融危机。6 月下旬以来，大家共同目睹了救市的全过程，应该还是比较顺利：流动性得到了缓解，杠杆率显著下降，股市在短期内的连续快速下跌也没有导致金融体系内的连锁不良反应。不过，当流动性问题得到缓解之后，对救市的质疑声再度响起，即政府应该救什么？如果只是救流动性，那么还可以理解，如果要救股价，这是否存在滥用纳税人的钱来助长投机之风呢？

对于这个问题，笔者尽管认同只需救流动性而不需救股价之说，面对这样一个人心不稳的市场，你能区分清楚救流动性与救股价之间的界限吗？或许当这一事件成为过去之后，我们才能比较清晰和客观来评价这次救市行动的得失，而现在则为时尚早。就像救火一样，当

明火被扑灭之后，还得继续消除暗火和复燃的可能性；当流动性问题基本缓解之后，救市行动还是会围绕着去杠杆和规范融资渠道展开，在这个过程中，如果股市能保持稳定或上涨，则去杠杆过程会比较顺利。实际上在其他领域，宽松的环境也有利于去杠杆。

小而不能倒：对 A 股长期高估值的另一种解读

A 股尤其是创业板的估值水平过高被很多人所诟病，因此，股市近期出现的大幅下跌也被解读为估值的合理回归。不过，对一个只有 25 年历史的市场而言，我们不难发现，A 股的估值水平长期处于偏高的水平，即所有 A 股的市盈率的位数水平，一般都维持在 25-50 倍之间，而目前利率水平接近于零的成熟市场，估值水平通常不足 A 股历史均值的一半。

是什么原因导致 A 股估值水平过高呢？笔者认为金融管制过度的原因，如上市准入制度、市场维稳机制等。对照美国的次贷危机中为避免发生系统性金融危机而采取了“大而不能倒”的对策，A 股市场的长期潜规则就是“小而不能倒”，即小公司不能退市，且小公司的市值将在购并重组的预期下不断做大。

尽管证券市场的退市制度在逐步完善，但实际退市的案例却少之又少。当上市公司经营难以为继的时候，它就有望成为壳资源。壳资源的使用权往往归大股东所属的主管部门或地方政府。因为上市准入门槛较高，所以，壳资源就存在稀缺性。而且，由于 A 股市场的超高流动性（换手率通常是成熟市场的好几倍），导致壳资源在定价上又可以享受流动性溢价。

例如，上海“老八股”是指最早在上海证券交易所上市交易的 8 只股票，“老八股”组合上市以来上涨 229.7 倍，年化收益率为 24.87%，超过股神巴菲特的长期投资业绩；而同期上证综指上涨 37.79 倍，年化收益率为 16.80%。我们不难发现，“老八股”中，大部分公司已经被重组或资产置换，25 年来，主营业务也被改得面目全非，但却没有一家遭到退市。如果在美国，可能不少已经被退市，若在香港地区，则不少可能成为股价低于 1 元的“仙股”。

因此，中国特色股市中，每个 A 股实际上都隐含一份期权，即当上市公司经营现金流出现问题，面临危机的时候，它的重组可能性就提升了，其期权价格开始上涨，所以，股价所对应的市盈率水平就会大幅上升。统计发现，市值越小的上市公司，股价的年化涨幅越大，如 1992 年以来，市值在 5 亿元以下的公司，股价的年化涨幅为 16%，而市值最大的一组股票的年化收益率仅为 3.2%。因此，超大市值股票的期权价格约等于零，因为被重组概率极低。

或许有人说，今后实行注册制，股票供给大幅增加，壳资源就会贬值。笔者认为，今后 3-5 年内壳资源价值不大会贬值，因为注册制也是一个渐进过程。可以参考的案例是，B 股交易对境内居民开放后，A 股与 B 股的价差没有显著缩小；同理，沪港通之后，A 股与 H 股的价差也没有显著缩小。

救市之后应该反思什么

不少人已经开始关注“救市后遗症”，因为你救起来的是全球涨幅第一的市场，救了一个泡沫而不是被低估的实体。大家对国家队买的那些股票如何处理感到困惑。笔者倒是认为，这些均是技术性问题，不难解决。而我们真正应该反思的，应该是两个层面，一是这轮股市风暴对实体经济的伤害，二是资本市场的管理理念和投资理念如何纠偏。

从对实体经济的影响看，由于全民炒股，市场利率水平并没有因经济下行和企业盈利增速的减少而出现相应回落，这对于实业投资是不利的。而且，股市的赚钱效应更使得不少企业将信贷资金投入股市，而居民则在股市投资上加杠杆，这进一步加剧了经济脱实向虚的不好趋向。如果说居民在房地产上加杠杆（增加按揭贷款余额）还可以支持实体经济，那么，在股市上加杠杆，则明显是弊大于利。国外居民一般负债都用于消费，不仅风险可控，而且

支持实体经济。今年上半年金融业对 GDP 的贡献大增，原因也是股市火爆；那么，随着股市去杠杆，金融业对 GDP 的贡献会下降，而由于居民财富的缩水，又将导致消费的回落，甚至会使得刚有起色的房地产销售增速再度回落。

因此，我们对资本市场要有敬畏之心，它对于经济既有支持作用，又有伤害作用。笔者曾研究过国人的思维特性，发现从总体看，辩证思维比较发达，系统思维相对薄弱。所以，第二个需要反思的，就是资本市场的管理理念和投资理念。在管理理念上，我们应该反思的是，功利心过强不利于市场规范和健康发展。如上世纪 90 年代提出，股市要为国企解困服务；后来又提出，要利用资本市场优化产业结构；如今，股市又成为大众创业、万众创新的载体。尽管资本市场确实具有上述功能，但这应该是水到渠成的过程，若刻意去利用资本市场来实现这些目标，其结果往往是南辕北辙。如今的 IPO 被暂停，就充分说明了这个道理。

A 股市场的投资理念，肯定是交易主体决定的。目前交易主体中，个人投资者占了市场交易份额的 85% 左右，所以，股市发展 25 年来，主流的投资理念还是博取价差收入的散户思维。要改变这样的投资理念，首先要改变交易主体的结构，这在今后十年内恐怕还难以做到。比如美国从一个散户市场变成一个机构投资者交易占 70% 的市场，大约花了 70 年时间。然而，作为资本市场的管理者，在引导价值投资理念上，应该可以有更多的作为。如新兴市场最大的问题是公司治理，如何从完善公司治理入手来鼓励分红派息和长期投资，应该可以有更多的作为。

因此，A 股市场真正需要拯救的，是规范、法制化的市场环境，是价值投资理念。

董登新：检讨是灾后重建的关键 加速改革是救市根本

作者：董登新，为武汉科技大学教授，经济学家。

反思、反省、检讨是灾后重建的关键，坚定不移地加速改革是救市根本。

本文写作主要源于两个冲动：一是货币战争阴谋论对本次股灾原因的分析，令人无法接受；二是最近网络上流行一个讽刺搞笑段子，令人心酸：踩踏导致股灾，国家救市导致政府与投资者变成了父子关系：不给钱儿子立马趟下，一给钱儿子立马拿去赌博。同时，国家救市导致股市变成了马路上扶跌倒老太太的故事：国家队救市，救完被讹，股市拽住国家队的衣袖说，是你撞倒我的，别走，你得负责！

2007 年 6 月，当美国次贷危机爆发时，国内市面上出现了一本名叫《货币战争》的新书，书名很惊悚、博眼球。据说，许多非金融专业人士很崇拜、很欣赏，并有众多草根追捧叫好。当时我也很好奇，什么书让普通百姓跟风叫好？于是我在网络上搜索了一下这本书的目录，便大概明白了其中的原由。事实上，这不过是一本讲述货币金融史常识的普及读本，作者却发挥了超人的想像力，将国际金融史讲述成了一部惊险、动人的战争故事。应该说，这正是该书的最大卖点和营销手法。

此前易中天老师“品三国”，用现代流行的“大白话”将文言文翻译成了另一番风味，他让人们从枯燥的历史学习中找到了兴趣和益处，当时正在读高中的我儿子就是最大受益者，我曾经写博文感谢易中天老师。当然，《货币战争》与易中天老师“品三国”不可同日而语。

我是讲授《货币银行学》及《国际金融学》的专业教师，所谓《货币战争》这种金融史常识普及读本，当然难说有多少新意。不过后来居然有我的学生提及这本书，于是我想还是

负责任地读一下具体内容，以免误伤好书、误导学生。有一次买菜时，在马路边书摊上我看到了这本书，只要5元钱(估计是盗版)，我就买下了，不过就是一斤小白菜的价格。

这本《货币战争》虽然是讲货币金融发展史的基本常识，并有许多常识性错误，但它却将“阴谋论”作为故事情节的主旋律，始终贯穿全书，这确实是一个很大的“商业卖点”。它从阴谋论出发，最后以阴谋论结尾，从美国的诞生写到美元的诞生，再写到美国中央银行诞生，然后再写到以美元为中心的国际货币体系博弈，后来又讲述了黄金非货币化年代，美元如何打击日元、进而打压日本经济，以及美国对欧洲联盟及欧洲货币体系展开的阻击战。不过，它将1997年东南亚金融危机也解释为美国的货币战争阴谋，而不是索罗斯一个人的战斗。在本书的最后一章，它给予了中国政府许多警告：比方，外资银行进入中国是不怀好意的，要防止它们渗透或控制中国经济；它同时警告开放金融衍生品要注意国际对冲基金抄底；它十分崇拜黄金白银，并主张官民应大量购买或囤积黄金、白银，为货币战“广积粮”，并建议将金银引入货币体系，重新建立中国的金银本位制。这种主张当然是历史的复辟或倒退，也是不切实际的幻想或空想。

货币战争阴谋论在中国很有市场，它已不是一个人，而是一个群体、一个流派。其实质就是草木皆兵、怀疑一切，周边外部因素都是敌对因素，我们很弱、毫无还手之力，因此，最好的对策就是实施国家保护、行政管制，尽量封闭自我，反对开放，反对放松资本管制，反对市场化改革，反对人民币国际化。

众所周知，1929年大股灾、1987年大股灾、1997年东南亚金融危机、2007年美国次贷危机、2008年金融危机，也没听说过阴谋论。有人说，东南亚金融危机就是索罗斯一个人的阴谋！索罗斯有什么阴谋？他有赚钱谋利的阴谋！还有上世纪80年代末日本经济泡沫破灭后，步入了20多年的萧条期，结果日本人没有找到原因，一些中国学者帮日本人找到了一个重要原因，那就是美国人的阴谋诡计，因为美国在经济上战胜不了日本，就采用货币战争和金融战争来击垮日本。

在这次股灾中，一些阴谋论者却简单而固执地认为，这是外资和外部势力合谋的结果，当然也有人认定是股指期货做空的阴谋，甚至还有人怀疑是一个人或多个人“恶意做空”的阴谋。总之，按照阴谋论的逻辑，问题很简单：就是因为市场化改革、对外开放，导致了外资和外部势力的合谋，因此，阴谋论者很自然地得出结论：应该停止或放慢市场化改革进程，停止金融开放。言外之意，就是要暂停IPO注册制改革，加强行政干预，加强资本管制，反对金融开放，主张停止人民币国际化，当然他们也反对沪港通和深港通。不过，他们始终相信黄金的重要性，并主张黄金拯救中国，他们要求官方储备及百姓家庭大量买入或持有黄金，以求自保，免受货币战争的破坏或伤害。很显然，这些主张虽然是危言耸听、不可思议，但被许多人顶礼膜拜，有平民，有官员，还有学者。这就是一种观念信仰，一旦形成惯性影响，后果不可小视！

事实求是，就是要反对主观主义和教条主义。货币战争阴谋或许偶尔存在，但我们不必草木皆兵，万事万物都要贴上阴谋论的标签，或是打上这个烙印。这次的股灾让我们付出了巨大而惨痛的代价，教训是宝贵而深刻的，我们必须客观、冷静地反思、反省、检讨，而不是上来就扣帽子、打棍子。

事实上，这次股灾正是根源于A股市场内在的制度缺陷：非市场化、过度行政干预的“政策市”，再加上高杠杆的融资融券，使原本不成熟的股市变成了赌场。这是股灾内在的、根本的原因，如果我们对此视而不见，一味大搞所谓的“阴谋论”假设，就会转移矛盾、回避现实和责任，这将让我们失去一次实事求是反省检讨、总结教训的机会，股灾代价将会白费。因此，“灾后重建”，我们必须直面现实，面对制度缺陷、对症下药，坚持改革不动摇。

在A股市场扑向5178点的前夜，我曾发表了“中国股市不是赌场、也不是市场的8大证据”的檄文，这是一种爱国情怀和悲壮呐喊。股市居然不是市场，这不是嘲讽，而是一种

发自内心的呐喊。因为在我们的 A 股市场，哪家企业能够 IPO 企业 IPO 定价多高？谁有资格申购新股？谁规定新股上市必须连拉 N 个涨停板？这一切都必须由监管层审批或决定，发行人及投资者却没有市场话语权。试问：这样的股市还叫市场吗？因此，我说“中国股市不是市场”。< 宋体”企业何时 IPO

股市原本不是赌场，但在这样一个不完善、不规范、不成熟的“政策市”中，你再加上一个“借钱炒股”的融资融券，所谓的“资金牛+杠杆牛”，结果就发生了化合反应，最后滋生出一个怪胎来，那就是“赌博牛”？这就是疯牛、快牛、短命牛的实质！

成熟市场的牛市，为什么总是心平气和、荣辱不惊的慢牛？因为它与公司业绩一同成长、从容走过，这样的慢牛一般至少要经过五至七年以上的能量累积，才可能发生质变、出现熊市，但结果却是短熊，为此，市场与投资者并不会大伤元气。然而，反观我们的 A 股市场，牛市总是一哄而上、全民炒股，凡牛必疯、急不可耐、一步到位，一年半载就急吼吼地跑完快牛全程，接着就是一哄而散、全民被套的慢熊。快牛慢熊是不体面的，也是不健康的，但这就是 A 股“政策市”的结晶或产物。

实际上，明白上述机理，接下来的问题，就变得十分简单。A 股“政策市”是否需要“去行政化”？IPO 节奏及 IPO 定价，是由监管者决定，还是由市场决定？政府是否应该代替股民进行投资判断与决策？股民是否应该学会“用脚投票”？政府究竟是股市涨跌的调节者，还是市场规则的维护者或监管者？

如果大家正面肯定“市场化、法治化、国际化”改革精神和改革大方向，那么，我们就必须坚定不移地加速改革，并尽早实行 IPO 注册制，加快沪港通与深港通的融合与拓展。这是国家既定战略与方针，这是完全正确的。切莫受阴谋论干扰，停滞不前、摇摆不定。

至于“借钱炒股”的融资融券是否有必要关闭，则值得我们审慎检讨，然后再作出关闭或改进的决定。因为 A 股换手率原本就很高，市场投机性也很强，在推出融资融券后，我们发现沪深两市的日成交额随两融余额直线飙升。在中国股市开门的 25 年中，两市日成交额从来就没有超过 6000 亿元，然而在这一轮“杠杆牛”中却轻而易举地连续突破了 1 万亿、1.5 万亿、2 万亿大关，最高日成交额居然达到 2.4 万亿。其中，1.5 万亿就是世界的天量记录，因此 2.4 万亿是一个灾难性的天文数字！

据世界交易所联盟发布统计数据显示：2015 年 5 月底，中国股市总市值只有美国股市的 1/3 略强，但 5 月 A 股总成交额却是美国股市的 2 倍多！数字就是证据、铁的事实。

既然推出融资融券，毫无风险对冲功能，只是活跃了市场交易，那么，我们不妨寻找一个替代方案：关闭融资融券业务，重新恢复“无涨跌幅限制的 T+0”的交易模式。这不仅可以起到活跃市场交易的作用，而且还可以起到对冲暴涨暴跌、平滑股价运动的作用。因为 T+1 限制，再加涨跌停板限制，很容易导致股价操纵，并且坐庄成本及风险却很低，这对散户是极不公平的。

涨跌幅限制下的 T+1 交易模式，至少存在两大罪恶与公害：

第一，新股上市首日统一涨停 44%，除了庄家，谁也买不进；次日及以后又是连拉 N 个涨停板，直到市盈率被一口气拉升至数百倍或上千倍后，庄家才肯打开涨停板，让散户高位买单。其中，最典型的案例就是暴风科技，其发行价只有 7.14 元，但在上市后的 40 个交易日中，庄家就拉出了 36 个涨停板，这是谁的疯狂？这是谁的罪恶？

第二，在本次连续四周 A 股大暴跌的股灾中，千股跌停形成了惯性预期，甚至出现了国家救市“越救越跌”的可怕局面，许多个股开盘即被大户巨量封杀在跌停板上，机构带头杀跌。试设想一下，如果我们实行的是无涨跌幅限制的 T+0 交易模式，那么，肯定不会出现连续四周的大盘暴跌，也不会出现“越救越跌”的千股跌停，其结果一定是瞬间杀跌并很快完成“以空间换时间”的短暂振荡，就不会形成投资者持续而无助的恐慌与害怕。

最后提示：反思、反省、检讨是灾后重建的关键，坚定不移地加速改革是救市根本。

邓海清：A 股反思——不弃病根，动荡仍难免

作者：邓海清，中信证券固定收益研究主管、首席分析师。

随着“救市”力度不断加大，证监会、央行、银监会、公安部等多部委协调行动，“股灾”终于告一段落。本轮牛市开始于 2014 年 7 月，疯牛开始于 2014 年 11 月，结束于 2015 年 6 月，7 个月内上证综指暴涨 110%——仅有美国互联网泡沫、台湾 89 年股市泡沫、中国 08 年股市泡沫的上涨速度能与之相提并论。“股灾”开始于 2015 年 6 月 15 日，四周内上证综指暴跌 35%，下跌速度超过 1900 年之后国内、外任何一次“股灾”。

市场普遍预期，“股灾”将在 3000-3500 点结束，之后将进入震荡和分化行情，重新精选个股成为投资重点。但从周四、周五两天的股市来看，市场仅仅猜对了开头，股市确实在 3373 点止跌，但是之后却没有按照写好的剧本来演。周四、周五两天，上证综指反弹 15%，更惊人的是，除金融、石油石化等权重股之外，几乎所有行业、所有板块均连续两天实质性涨停，这在中国股市历史上绝无仅有（由于半数股票停牌和涨跌停限制，无法与国际股市对比）。

简而言之，中国股市先是暴涨与世界纪录打平，然后暴跌创世界记录，接着暴涨再创国内纪录。暴涨暴跌已经成为中国股市“新常态”。现在市场研究的焦点是“股灾”，但是“股灾”只是中国股市“异象”的一部分，暴跌之前和之后的暴涨，同样不正常。其实，暴涨暴跌背后的原因是一样的。反复暴涨暴跌表明，中国股市并非一个理性市场。

中国股市到底怎么了？笔者认为，中国股市的症结在于两个方面：一是市场内部，投资者结构和股市定价机制的非理性；二是市场外部，政府与市场的关系仍然存在严重问题。

市场内部：投资者结构和股市定价机制

在一个理性的市场，“股票价格=股票价值”基本成立，价格围绕价值上下波动。一旦股价偏离股票价值，就会出现套利机会，市场自发的做多或者做空，使股价回归价值。价值取决于公司未来现金流折现，这在短时间内发生巨大波动的情况很少，所以股票价值波动是很低的。因此，在一个理性的市场，价格由价值决定，价格的波动率也应当很低。

在一个非理性的市场，“股票价格≠股票价值”，而是“股票价格=股票价值+资本利得预期×杠杆率”。“资本利得预期”指的是买入股票之后，预期通过卖出获得的收益，“杠杆率”指的是借钱炒股的比率。在非理性市场的股票定价中，股票价值所占权重很小，股价主要取决于资本利得预期和杠杆率。资本利得预期和杠杆率存在自我循环和正反馈机制，上涨导致更大的上涨，下跌导致更大的下跌，而且两者是乘法的关系，互相强化导致波动进一步放大。

中国股市为何是非理性的市场？一个重要原因是中国股市以散户为主，以及机构投资者的散户化。理性的市场有一个前提条件，投资者能够发现股票的价值，并且在股票价值上达成较强的共识，因此投资者能够按照价值进行投资。如果投资者无法发现股票价值，那么价值投资就无从谈起。对于散户而言，发现股票价值几乎是不可能的，因为涉及到宏观经济情况、行业情况、企业情况，再加上商业模式、财务模型、估值模型，即使专业从事股票分析的分析员也只能覆盖一两个行业，要求散户进行价值投资实在是想多了。散户投资怎么做？他们压根不关心股票的价值是多少，甚至连公司是做什么的都不关心，他们的标准只有一个：股价能涨就行。有人可能会说，股价会涨是因为价值提高了，但是实际并非如此，股价会涨

仅仅是因为有其他人愿意以更高的价格从我们手中买走股票，而他买的原因仅仅是预期有另一个人会出价更高，这就是俗称的“击鼓传花”游戏。在我们的股票定价公式中，这是典型的“资本利得预期”定价，整个过程与价值没有任何关系。

如果一个市场中，“资本利得预期定价”占主导，那么价值投资是无意义的。举个例子，在一个市场中，散户按照“资本利得预期”定价，机构投资者按照“股票价值”定价。有1000个散户，每个人有10万，有1个机构投资者，他有1000万，散户总资金量有1个亿，而机构投资者总资金量仅有1000万，那么股票定价模式取决于散户，而不是机构投资者。这就是为何在中国进行价值投资还不如大妈炒股的原因。中国股市出现过两轮暴涨，第一轮是2007年，第二轮是2014-2015年，两轮暴涨的一个共同点是新增开户数飙升。按照上述分析不难理解，在散户规模急剧扩大之时，股票定价中，股票价值所占权重降低，而资本利得预期所占权重提高，导致股市很容易泡沫化。

很多人呼吁应当价值投资，但这是没有意义的；谁资金量大，规则就由谁决定。不按规则玩，结果只能是自讨苦吃。于是，机构投资者散户化成为中国股市的常态：既然专业化价值投资没用，那么就比散户更散户好了。对于卖方分析师而言，有没有好故事是第一位的，有了好故事才能打开想象空间，才能形成资本利得预期，“国家牛市”、“侠之大者，为国接盘”、“党给我智慧，党给我胆”都是其中的佼佼者。对于机构投资者而言，与上市公司共同进行所谓“市值管理”（俗称“坐庄”）更加简单明了，上市公司释放利好，机构投资者在市场吸筹，股价自然暴涨，大股东和机构投资者各赚一笔。机构投资者不再青睐价值投资，反而积极拥抱“资本利得预期”，是市场非理性的重要特征。

上面讲的是“资本利得预期”因素，下面再加上“杠杆率”因素。本轮暴涨的一个特点是，杠杆成为重要推手。在上涨过程中，很多人否认杠杆的作用，认为不是“杠杆牛”而是“改革牛”，而在股市暴跌时却纷纷将杠杆当做罪魁祸首。需要知道，杠杆在上涨和下跌时的作用是完全相同的，杠杆不会改变市场的方向，只会加剧涨跌幅度。上涨时忽略杠杆导致泡沫化，下跌时将杠杆当做牛转熊的替罪羊，都是错误的。

在一个理性的市场，价格由价值决定，杠杆的作用是正面的：加杠杆只出现在价格偏离价值、存在套利机会时，杠杆的作用是加快价格向价值的回归。而在一个非理性市场，价格由资本利得预期决定，杠杆的作用是负面的：资本利得预期决定下，价格本来就是偏离价值，杠杆将偏离程度进一步放大，结果就是泡沫化。所以，在一个散户主导、资本利得预期主导的市场中，对杠杆的放任会导致灾难性的后果。在中国市场成为理性市场之前，应当禁止为散户提供配资。在目前的情况下，配资不会导致价值发现，只会加剧价格偏离价值。

经历本次“股灾”，市场普遍预期投资者将重归理性，但是事实可能并不会如此。从周四、周五两天看，连续两天绝大多数板块实质性涨停，融资余额迅速止跌，场外配资重新火爆，都表明市场似乎没有吸取应该吸取的教训。打个比方，如果一个赌徒在赌场里输光了钱，这时他看到了一个他认为可以回本的机会，他会怎么做？他会理性的离开赌场，还是会千方百计筹资再赌一次？对于中国股市的投资者而言，“股灾”的教训恐怕只是要快进快出，有风吹草动就争取第一个跑而已。只要多数投资者的投资理念没有改变，仍然抱着赚一把就走的心态，“资本利得预期”仍然是主导股市的主要因素，那么暴涨暴跌仍然在所难免。

综上所述，在市场内部，中国股市以散户为主，“资本利得预期”是股市的主要驱动因素，价格偏离价值是必然。在非理性市场中，杠杆的使用进一步加剧了价格偏离价值的幅度，而不会起到价值发现的作用。在这个市场中，机构投资者无法通过价值投资获得超额收益，于是很多机构投资者变得比散户更加散户，或者成为庄家，市场非理性程度进一步加大。这是从市场内部，投资者结构和股市定价方面，导致中国股市非理性和暴涨暴跌的原因。

市场外部：政府与市场的关系

政府与市场的关系是中国改革最重要的命题之一，中国股市的种种乱象很大程度上与政

府和市场关系失当有关。一个最典型的表现是，政府希望“慢牛”，而这实际就是干预市场。政府救市过程中，对于市场规则的破坏也加剧市场的非理性特征。政府与市场的关系应当是，政府提供基础设施、制定规则和监督规则。俗话说，政府不能既是裁判员，又是运动员，笔者对此有所补充：政府应当提供良好的场地、制定公平的比赛规则、监督比赛按照规则进行，同时避免干预比赛。反观本轮股市暴涨暴跌，政府不仅没有建好场地，规则随意修改，监管也不到位，甚至反而上场比赛，是本次股灾的重要教训。

场地没建好：场地是金融市场的基础设施，例如上市制度、退市制度、法律制度等。目前我国上市审批过严，发债成为某些企业的特权，导致优质企业只能另谋他国，中小企业上市难度更大，这也是融资难的一个重要方面。退市制度缺乏，退市企业寥寥无几，难以发挥市场优胜劣汰的作用。法律制度不完善，内幕消息情况普遍，很多重大事项停牌之前，股票都会提前大涨，难道投资者能刚好猜中上市公司将公布重大利好，连公布时间都一点不差？对于违法违规查处力度过小，高回报低风险导致庄股泛滥，正常市场秩序难以建立。

规则随意修改：股灾导致财富缩水、威胁券商银行资产负债表，救市本无可厚非，但是救市的方式却值得商榷。本次救市的措施中，包括不允许大股东减持、限制期货开空仓、强制上市公司公布“五选一”利好、公安部严查做空等，严重破坏了市场的规则。这样的救市真的能救出来理性的市场吗？只允许看多、不允许看空的市场，是一个正常的市场吗？政府通过市场化方式，参与市场，扭转投资者预期，是合适的，也是每个国家都在做的；但是通过修改规则来扭转市场走向，几乎闻所未闻。如果一个市场中，规则可以随意修改，那么价值投资就无从谈起。“政策市”的帽子不是投资者强加的，而是政府的所作所为使人不得不相信。经此一役，“政策市”的观念将更加深入人心，价值投资离我们更遥远了。

监管不到位：本次股灾的直接触发因素是证监会严查配资，但很少有人因此归罪证监会，反而市场普遍认为证监会错在没有更早严查配资，这是市场的重要进步。监管的问题从根本上来讲，出在监管体制上。2013年的“钱荒”、“债灾”与今年的“股灾”有很大的相似之处，都是混业经营下，监管分割和滞后的结果。笔者在《再造央行4.0》中提出，金融稳定应当成为央行最终目标之一，货币政策权、最后贷款人和监管权三者应当统一。事前统一监管，建立充分的应急预案，而不是事后打补丁，才是防范金融系统风险的长久之计。

上场比赛：政府不可能与市场完全划清界限，因为很多情况下政府也是市场的参与主体，例如政府发行债券融资，要通过市场进行。再比如央行投放基础货币、调控基准利率，本质上讲是央行作为市场的对手方。这些并不存在问题，因为没有干扰其他市场主体之间的市场行为。但是，在股市暴涨时，新华社等官方媒体的摇旗呐喊“4000点才是A股牛市的开端”仍然历历在目，这不是一个市场化的市场应该出现的现象，而是政府对市场的粗暴干预。政府希望市场“慢牛”，又希望市场化，这两个目标是矛盾。如果投资者确定股市将“慢牛”，那么所有投资者都会在最开始就进入股市，以求获得最大的收益，而一拥而上的结果就是“疯牛”。希望金融市场服务于实体经济的初衷是好的，但是要求市场按照行政指令办事，就大错特错了。再比如扩大直接融资比重，出发点是好的，但是政府要做的是放宽上市、发债等约束，为企业通过直接融资市场融资提供场地和规则，而不应当要求市场“慢牛”吸引资金服务于企业。

综上所述，在市场外部，理顺政府与市场的关系仍然是一个亟待解决的问题，而这也是甩掉“政策市”、“情绪市”等帽子的前提。政府要做的是建好场地，制定好规则，做好裁判，至于赛场中谁赢谁输，比赛是否精彩，都不是政府该管的。在一个完善的市场环境中，价值投资才能够产生价值，市场才能成为一个理性的市场。

结论

1、在市场内部，中国股市以散户为主，“资本利得预期”是股市的主要驱动因素，价

格偏离价值是必然。在非理性市场中，杠杆的使用进一步加剧了价格偏离价值的幅度，而不会起到价值发现的作用。在这个市场中，机构投资者无法通过价值投资获得超额收益，于是很多机构投资者变得比散户更加散户，或者成为庄家，市场非理性程度进一步加大。这是从市场内部，投资者结构和股市定价方面，导致中国股市非理性和暴涨暴跌的原因。

2、在市场外部，理顺政府与市场的关系仍然是一个亟待解决的问题，而这也是甩掉“政策市”、“情绪市”等帽子的前提。政府要做的是建好场地，制定好规则，做好裁判，至于赛场中谁赢谁输，比赛是否精彩，都不是政府该管的。在一个完善的市场环境中，价值投资才能够产生价值，市场才能成为一个理性的市场。

冷国邦：私募大佬的股灾反思笔记

作者：冷国邦，深圳市智诚海威投资有限公司董事长。

市场永远是正确的，市场的正确却可以造成那么多人产生永久性亏损。为什么？因为大部分投资者不知道投资的另外一面——风险。面对这种境况，私募机构同样需要风控制度对各种可能性的考虑，独立的参与投资决策的风险管理人，独立的可执行的交易机制(人或机器)和相应的预留对冲机制就显得格外重要。对风险和市场的敬畏芒格曾说过：“投资本来就不简单，认为投资都是易事的都是愚蠢的”。当大家来到这个市场都想稳稳赚一笔的时候，发生永久性亏损的可能性就很大了。这次股灾是由加杠杆引起的，杠杆的易得性放大了投资者的贪婪，杠杆的清理放大了投资者的恐惧。即使监管部门不清理场外配资，不断累积的杠杆也会让市场越来越脆弱，迟早也会有这么一天。正如海曼-明斯基所言：“每种经济状态都会扶植最终推毁该状态的力量”。

在这次股灾中，很多人血本无归，受伤最为严重的是利用场外配资的参与者。有的人在下跌途中有跑路的机会，因为死扛，倒在了黎明前；有的人是在半路赌反弹，倒在了后面的杀跌中。市场永远是正确的，市场的正确却可以造成那么多人产生永久性亏损。为什么？因为大部分投资者不知道投资的另外一面——风险。不知道风险发生的可能性，不知道自己可能承担的风险大小，不知道尾部风险的杀伤力，更不知道如何进行风险管理。当市场在高位的时候，大家对风险的容忍已经是普遍现象，当再高市盈率、再高风险的交易都能完成时，就为后面的市场下跌埋下了伏笔。

资本市场是一个高风险的市场，股票投资不是一件容易的事情，风险管理更是个人投资者很少考虑、很难做到的事情。对市场的恐惧会让我们处于安全的位置。从股灾造成的结果来看，机构和专业投资者的表现明显好于散户和普通投资者，风险控制是主要决定因素。

市场需要熔断机制大家普遍会高估自己感知风险的能力，也往往会高估自己对从未见过机制的理解能力。这次股灾也不例外，投资者对于这次市场加杠杆带来的群众性癫狂所可能造成的后果明显估计不足，对于做空机制叠加影响所造成的极端尾部风险几乎没有任何认知。当所谓不可能变成现实的时候，监管部门和投资者都手忙脚乱，甚至束手无策，任由恐慌蔓延肆虐。

面对这种境况，公司的风控制度对各种可能性的考虑，独立的参与投资决策的风险管理人，独立的可执行的交易机制(人或机器)和相应的预留对冲机制就显得格外重要。市场如果有熔断机制，比如在一定时间内超过一定的下跌幅度，就禁止做空，尾部风险就不可能那么

大。对于我们来讲亦如此，如果净值在某一时间段内下跌超越一定幅度，就启动熔断机制，实际上就可以避免后续的大家普遍认为不能的风险发生带来的损失。在股票大面积跌停，熔断机制失效时，立即启动对冲机制。面对发生永久性亏损的可能性，我们也在思考提取一定的风险准备金的必要性。

多元化思维风险管理风险往往意味着可能发生的事件多于确定发生的事件。随着中国资本市场的市场化和国际化进程提速，产品越来越多，产品也越来越复杂，盈利模式趋于多元化。这也就意味着更多的可能性会出现，这就要求我们必须依据多元化的手段思考未来的投资，并根据多元化的思维进行风险管理。

我们要让风险评估变成投资决策的一部分，变成日常必备的工作。宏观数据的变化、上市公司的公告和市场的走势等信息都会影响到我们之前判断出现变化的可能性，我们每天都应该对这些变化进行评估。

未来一段时间内我们要思考的风险包括但不限于：流动性风险，这次的股灾本质上也是场外配资引起的流动性风险，宏观上要紧密跟踪货币政策和全社会融资成本的变化。集中度风险，随着产品规模越来越大，在进行组合投资时，我们必须考虑单个持仓品种和整个组合的流动性，要经常对各种可能出现的极端情况进行压力测试。估值和基本面风险，市场对于很多公司给出的高估值本身就具有脆弱性，大量的公司并购和公司新业务领域的拓展本身就增加了结果的不确定，这些都需要我们作出多元的评估。新的交易品种推出的风险，对新的交易品种的推出，我们要仔细评估其可能带来的对市场的影响，尤其评估其对相关性很强的资产带来的影响。

股灾之后，很多人对中国资本市场的未来前景产生了疑问，我们应该看到，“紧信用、松货币、宽财政”的政策环境没有变，资本市场市场化和国际化的方向没有变，居民资产证券化的趋势没有变。这些都是支撑中国资本市场长期向好的因素。我们相信，未来的中国资本市场会越来越有效，一定会成为市场化提高资源配置效率的市场，成为大家分享中国经济健康持续成长的市场。这次股灾对市场的长期影响意义深远，如果我们采取麻木或者回避的态度就意味着将来会犯同样的错误。我们希望投资者更加理性，更加关注风险管理，当大家都这样做的时候，这个市场才会越来越健康。让我们大家一起迈步向前，审慎前行。

作者介绍：冷国邦，经济学博士，深圳市智诚海威投资有限公司董事长。15年资本市场从业经验。对中国资本市场具有深刻的认识和丰富的实践操作经验。曾任香港安信生物医药投资公司总经理助理、大鹏证券投资银行部经理、研究所所长、世纪证券总裁助理。

立春：A股的成人礼----不尊重市场者戒！

作者：立春，资深投资人。

1.现象

对正在发生还未完全结束的股灾，现在已经有了多个版本的解读，各种说法都有，其中比较有代表性的，就是策划论，但又划分两支，一个把国家描述成策划者，另一个则是某资（外资？还是？？）设计的阴谋；另外在救市策略上，既有把执行者说的很愚蠢的，也有说的很高的，上述种种，我认为都非常的不靠谱儿，策划论是指一切都是国家安排好的，如此这般的结果，国家挤了泡沫，同时拿到带血的廉价筹码，这个结论是阴谋开局，高明的执行结尾，国家神勇；相信这种说法的人，不知道国家已经被拟人化成了一个十足的坏蛋，道

义上简直是把国家推到了万人唾弃的境地；你要是生活在这样一些人领导的国家里，随时有可能被拿出来做某种祭品，中国再不济，还不至于堕落至此，相信这种说法的人，你内心不善。

另一种，外资蓄意，阴谋做空；这个说法会让很多人喜欢并信服，但实际上条件上根本不具备，首先中国金融开放有限，未实现金融自由，其次就算人家来做空，你在功能上有了这个设置，法律法规也给了做空的空间和自由，那么市场有了机会，别人为何不可以来获利呢？或者如果你认为目前局势做空不利，完全可以在功能上制止，何来恶意做空之说，即便感到恶意，技术手段上可以立即制止。

而在应对危机的操控手法和策略上，评价的核心逻辑其实也和上述策划论或阴谋论同出一辙，我觉得这些充斥坊间的评论统统不在点上，我认为造成这一切的核心源头只有两个：

- 1.长期的不尊重市场的惯性使然。
- 2.金融管理人才队伍建设脱离市场的选择。

再往深处说，是对中国未来发展方向的意识交锋，股灾和救市过程表现的很直白，虽然代价如此巨大，但现在可以谨慎的、欣慰的说：转型发展之路被迫获得了承认。

要梳理我的认识和想法，还是需要股灾发生的缘由和救市过程做一次复盘，鉴于已经有很多文章分析了粗暴的行政命令去杠杆为股灾发生的导火索，我就不再重复，我想从救市方法为着眼点，来叙述分析和推理我的结论。

与中国目前的现货资本市场相比，杠杆型的期货市场还相对弱小，杠杆功能是有的，只是那些个棒棒都太短，根本起不了多大作用，还只是功能上的摆设，有些人认为神勇的、资历很牛掰的原高盛 ETF 基金经理申毅提出的救市大招一定会很有效，但实际上申毅论是严重与国情不符的，正是因为中国的股指期货建设还处于起步摸索阶段，还相对弱小，所以申毅版救市论是以为献上了棒子，实际到中国市场，拿出来一看，顶多是一双筷子，也反衬了这位大味对中国资本市场的认识不足。（题外话是国家让这样一位经验丰富的能人做做电视节目，开个自己的投资公司，是不是也有点漠视人才了。）

股指期货诞生于上世纪石油危机时代，本身就是为了平抑股票现货市场的巨大波动而生的，它是重要的避险工具，除此外，还有价格发现和资产配置的功能，中国的股指期货是在熊市背景下开出来的，由于之后世道一直低迷，又有所谓做空也赚钱的功能，所以一般大众对其恨之入骨，认为熊市源头就是股指期货，这令人哭笑不得，期货是未来预期的杠杆，和现货市场配合起来，相互作用，相互制约，大大减少了股市现货市场的波动率，在股指期货参与的架构下，多空角色实现了延时互换，因为在现货市场，以时间轴为参照系，多头是未来的空头，空头是未来的多头，等到角色互换时，波动率必然加大，有了期货的对冲保护，稳定性就提升了。这个作用是一直持续发生的，在目前市场剧烈下冲时意义更大，多空角色互换紧迫到即时即刻，可以很好的缓解市场单方向发展的压力；可我们在救市过程中看到居然有监管方不允许股指期货的空头新开头寸，并且官媒表示要惩罚恶意做空的情况，令人大跌眼镜，我宁可相信这里面有别的含义，而不是业务能力低下到完全不懂所致。

实际上，这次救市效率低下不是股指期货做空添乱，其中重要的原因之一正是因为期货市场发展不够，力量不均衡，不足以抵挡现货市场的压力规模才使得国家不得已要拿出大钱去现货市场硬顶；成熟市场救市，国家主要通过期货市场来发力，就像液压原理下的千斤顶效果那样，小东西，可以举起庞然大物。这样做，一是省钱省力，二是不会产生权重股固定收益预期，一旦产生这种预期，那是非常危险的，会有无数各方力量来套利，如果你是一个全球开放的市场，几个权重股一旦被市场认作有固定预期，你把国力全部推上去都不够他们玩的，而很遗憾的是，我们还真这样做了，这样做的后果首先是周末那些个众志成城的（其实心怀鬼胎）、不成功提头来见的 21 家券商里，有部分趁国家队拉抬指标股时反手抛空出货，本来纯粹市场行为其实本无大错，但既然一起信誓旦旦，应对灾害大敌，就是非常时刻，

那就不能不讲原则，公安部既然来坐镇，那就查查吧，这个容易。

强拉大盘指标股的策略最终没导致巨大危机的根本原因在于我们目前还不是全部开放的金融体系，否则这次灾难的结局真是无法想像，而事实上，这种可怕的初级景象只显现了一天，国家队的救市策略就大变了。

与多年前不同的是，我们已经有了港股，QFII，沪港通等国际通道，所以扛大盘指标股的策略在进入第三天以后，终于出现了我说的强烈套利预期现象，一方面是急需流动性的9类股无人搭理，灾情加剧，另一方面流动性充裕的大盘指标股肥水丰腴，而且也只有这些股票里国际投资者数量最大，我们自己的话语权有限，在两油体量巨大，超百倍市盈率的情况下，在银行股集体创出今年新高的态势下，在9类股开盘全跌停，一半吓得高挂免战牌的情况下，和内地联通最紧密的港股，终于开始被强烈传导了，空方力量主要来自国企权重股套利和内地股市流动性枯竭后的转嫁套现压力，港股单日暴跌创7年最大跌幅，当日收盘后，美国三大股指期货早盘出现跳空低开，华尔街密切关注中国股市，美联储用“分秒”紧盯的字眼来表示对中国资本市场的关注。

至此，这个危机的严重性程度达到了无以复加的最高端，近期几周国际政经界都被希腊问题所牵制干扰，中国在这个档口，因为一个去杠杆问题没处理好要引爆世界性的金融危机，如何向世界交代？本来中国经济保增长，促转型的大战略是获得世界主要经济体认同的，所以才会上演世界性的牛市版图里，这轮牛市绝不是什么人造牛市，而是世界性的全球新牛市，中国这个第二大经济体跟进已经是晚的了，难道做不成领导者，要作爆破手来扬名立万吗？

与某些舆论上国际资本做空中国的逻辑不相符合的是，危机传导至港股后，国际大投行几乎不约而同的唱多中国经济和股市未来，足见现在大格局上的小心翼翼是有共性的，一个希腊已经让世界头痛不已了，中国准备再来个雪上加霜吗？

于是，在7月9号，国家救市队终于以实际行动承认前期策略错误，调转*口，开始为重灾区提供流动性，这个效果是立竿见影的，不仅流动性得到保障，而且当天出现了千股涨停的局面，并在10号第二天得以持续，可以预见的是，这个态势，要持续到绝大部分股票复牌为止，否则市场的承受力如何是不知道的，而救市的原则是，要么不救，要救就必须做彻底，做到市场信心和正常交易彻底恢复为止，这个护航保价，至少需要半年以上，且绝不可掉以轻心，我本人对本次危机业内人士的金融风险意识如此淡薄深表担忧，在这种危机面前，局外人不懂也就算了，局内人照样四平八稳的谈估值，讨论救市道德，实在令人无言甚至胆寒。

2.根源

股灾是怎么造成的？粗暴清理杠杆？人造牛市？有毒资产？

都不是的!!! 根源只有一个：不尊重市场，不按市场化原则操作。

金融衍生工具，其买卖的回报率是根据一些其他金融要素的表现情况衍生出来的，主要目的是用来转移风险，稳定和平抑相关金融要素的波动率，或者是对相关金融要素功能的放大与延伸，是金融业发展到中高级阶段的必然产物，资本市场要发展，各种衍生品的层出不穷是必然的，但同时金融衍生品天生具有两面性，是双刃剑，用的不好，就会发生危机，历史经验提醒人们，对之必须以规范的，法制化的和市场化的原则相待，任何偏离上述三原则的做法，都可能酿成大错。

融资融券业务是金融衍生品之一，也是开展了好几年的业务，对市场的健康发展是有积极作用的，国内进展的步伐也相对稳健，风险控制也算中规中矩，随着牛市的推进，越来越多的人加入到使用这个业务的行列中来，但是，50万开户金额的限制，把中国社会的投资者主流队伍给挡在了这个业务的门外，为后来的场外配资公司提供了巨大的适配人群，我认为这本身就是一个很大的错误，这是违背公平原则的，如果初期发展有规模上的限制，那么

可以订立一个起步，例如 2 万以上的帐户都可以参与，但需要定期摇号，逐渐放开。

融资融券业务的风险控制，是一个长期渐进的过程，也是一个系统工程，风险的大小，不是来自配资杠杆的比例，而是来自对具体股票标的物的风险分级和对用户的风险偏好的把握上，用 50 万这个数字门槛来作为风险控制的第一步是个错误，一个人的风险偏好和承压能力，不能用其持有的资金量多少来衡量，这完全不是重点，这个产品的发展要素在于，首先融资和融券两者的业务规模不能相差过于悬殊，国内目前融券业务几乎可以忽略不计，这在产品设计上就已经是留下隐患了；其次对所有的融资融券标的物要做风险评级划分，根据风险评级，来决定融资杠杆的限度，比如在美国，给你 1: 4 的配资，你去买沃尔玛股票，那么这个杠杆额度可以给满，但你要是买一个一元以下的垃圾股，杠杆额度就可能只给到 1: 2 甚至更低了，这是风险管理很重要的系统工程；然后，对个人风险偏好的把握也很重要，那些凡是留下过不良记录或有平仓经历的客户，对两融业务的使用就会受到很大限制，上述这些风控的措施，工作量是非常巨大的，也要借助很多新的工具和手段，但是长期积累下来，对两融业务的发展提供了很好的保障，从来就没有又好又省力又不需多投入的金融工具，慎用好东西才能取得好的效果。

显然我们并不是这样来发展的，50 万额度限定或许有很多中国特定的道理，但是实际操作中，违背市场化原则的事情仍然太多，比如两融标的证券的取舍过于随意，毫无征兆，对用户自己的风险控制造成极大的负面影响，一个 1: 1 配资的用户，融资买了一个热门股，因为该股票过于热门，为了所谓“控制风险”，券商竟然在不告知的情况下把该股调出资金担保池，一下子把本来自觉做好风险控制的客户推到危险境地，很多客户本来不怎么使用融资，仓位控制一直相对保守，正是在市场表现较好的时候，券商主动联系用户，劝导其使用融资，并随着账户资金量上涨，主动给客户申请了更高的额度，却同时不做更重要的风险控制和用户管理，使得原本不很熟悉融资业务的用户用上融资或过于乐观的扩大了融资规模，最终在这次股灾中遭受灭顶之灾，自己还落得一个赌徒的名号，实在是过分的无以言说，整个过程中，券商是负有相当大的责任的，除了上述的，对自己管理的合法合规的两融业务中不遵守市场原则，随意改变规则的做法外，为场外配资机构提供入场接口的，也正是券商群体。

场外配资业务本身处于灰色地带，它的运转和操作并非完全是地下的，未来一旦被正名，说它是金融创新也不为过，否则完全违法的业务，怎么可能在合法机构大量接口，对于中国目前改革和创新背景下，这样做也可以理解，也是向市场化迈进的一个折衷的路子，退一万步说，就算发现了这个业务的危险成分，也是要以市场化原则来逐步化解的，怎么可以倒退回上世纪 80 年代，用一个简单粗暴的严打来掩盖法律的威信和长期作用，大罪小错一并重罚，造成冤案无数，今天的突然取缔场外配资，断然关闭与场内券商的接口，陡然间造成游园惊梦，引发大面积踩踏事件，最终造成如此局面的股灾，这是市场对蔑视市场者最大的惩罚。

从发展杠杆到去杠杆，这是一个倒退，现在很多媒体的文章因为这次股灾而给两融业务泼脏水，那是无知，两融业务也是开弓没有回头箭，未来是一定要大力发展的。

牛市的上涨，本来一波三折，非常正常；但下跌造成完全失去流动性，就脱离了正常市场的轨道，和牛市的来源与性质，已经没有关系，所以把股灾的原因归咎为人造牛市，完全是胡乱联系，没有一点基本的证券常识。

牛市是不可能人造的，不要低看资本市场，尤其是体量如此大的资本市场，绝不可能人工造势。持续了 7 年的 A 熊市，自有其内在原因，早在几年前，政府就不愿再看到熊市了，人为撬动的动作也不少，曾经相当长时间的停止 IPO，也曾有前任证监会主席直接向市场喊话，宣称出现了罕见的投资价值，这种如此违反市场化规则的做法，确实可以称作人为造市，但股市根本不为所动，依旧我行我素；直到代表新经济和未来的创业板群体不断增加与成长，

终于在两年前开始走出了一波漂亮的牛市，而且这个牛市的多个核心元素不孤单，和世界经济火车头的美国新经济联系非常紧密，互联网+，物联网，移动支付，新汽车体系，新金融，新能源，新材料，工业 4.0 等等，都是紧跟或者赶超世界潮流的新经济元素，正是因为有了他们，一轮由创业板引领的牛市才诞生，继而蔓延到中小板，而中国主板恰恰因为太缺乏这些新新元素，直到牛市发生一年半以后，才以渐进式逐步改革为由，慢慢跟了上来，并在今年开始了牛市共振期。

再来看近几年的世界资本市场，会发现主要经济体都全面进入了牛市，作为世界第二经济体，GDP 年度增长全球领先的中国，居然是最迟一个进入牛市阵营，甚至在前两年都不如世界经济灾难中心希腊，这绝对是无法让人理解的。

所以，所谓人造牛市是不可能的，根本不成立，短期过热的牛市会迎来较为剧烈的调整，但决不会导致流动性枯竭。

最后一个说法：股灾根本上是由有毒资产引发的，谁是有毒资产呢？自然是平均市盈率 150 倍的创业板了。

创业板符合国家新政发展趋势，代表新兴产业，这个是没有疑问的，问题在它的“所谓估值”上，太多的人用传统的估值方法来对待新生事物，得出创业板是有毒资产的结论。

创业板资产是毒品，还是中国经济未来的强心丸，我已经用两年的时间，多篇博文来论述过，迄今为止，我想我没有看错，我预判创业板有惊天大牛市，并最终超越主板指数，论证当下中国没有真正的蓝筹股，创业板将在未来数年为中国的市场化原则下成长的蓝筹股；我预言中国股市没有慢牛只有快牛，今天的股灾，加强了我的这些判断，如果你没有真正的蓝筹股群体，股市是不会有慢牛的，因为他根本起不到稳健增长和牵一发而动全局的蓝筹领导者作用，就像这次救市所表现出来的那样，连续两周拉抬所谓的“蓝筹”指标股，结果不仅没有缓解股灾，反而大大加剧流动性枯竭的严重性，再一次实证了我一直以来的判断：中国的这些所谓蓝筹一直以来就是与民争利的群体，它们的好就是其他产业的衰，在股灾中，这个 1/9 身份的决然分割，是市场判断中国企业性质的绝好机会。

2300 点的创业板，平均市盈率降到了 90 倍，救市资金因为它是“有毒资产”而不施救，救得是超过 100 倍市盈率，体量超级巨大，整体行业正处于全球性收缩的两桶油，直至上周收盘，中石油 110 倍市盈率，中石化 130 倍的市盈率，和平均 90 倍的新兴产业相比，谁的资产更毒一些呢？

银行板块，成为此轮股灾的托市重点，银行数年来为什么一直被困在目前的估值水平里？汇金最近的一次减持银行是什么时候？彼时银行的数据指标又是多少？他们难道不比一般人更清楚银行价值几何？银行作为全社会经济的服务者，收益近乎占据全社会企业总量的一半，这是哪一个健康发展的经济体能够存在的现象，稍微懂一点经济的人会很清楚，这个状况绝不可能维持，银行股的未来就是不断向社会让出它不该占有的那些利润，他们是今后被改革的重点区域。

政策性的利差带来银行的暴利，随着利率市场化的推进，改变银行与实业利润扭曲的不合理，以及新经济环境下，互联网金融的崛起，统统剑指银行暴利现象的不可维系；

除此外，在 1988 年由国际清算银行提出，被当时多国央行集体采纳并执行的巴塞尔协议，对银行的资本充足率，提出了非常具体的比例要求，中国在 2012 年开始宣布分段实施这个协议的内容要求，提出的目标是：中国大型银行最迟在 2013 年底必须达到 9.5% 的资本充足率，在 2018 年底达到 11.5%。这样的安排使它们有一个六年的过渡期来逐步达标。这使得中国银行业数年来一直有着不断再融资的需求，投资者可以自己去看 2010 年以来银行的再融资金额，总计数量足以冲抵近两年来的所有中小创业板的 IPO 金额总和，为了安慰被银行再融资搞的风声鹤唳的资本市场，中银、民生、浦发、建行、兴业等银行纷纷承诺短期不再再融资，但同时他们又扛不住央行对资本充足率提升的要求，不得已自己打脸，

再次以增发和次级债的方式启动融资；数据证明，在 2008 年全球股灾之后，中国连续数年资本市场的融资额居高不下，占据世界前列，而期间真正新上市 IPO 的企业并未拿到多少份额，主要的融资都被银行拿去了，银行数年来持续不断的巨额融资，是造成中国常年熊市的第一要素，对全社会而言，这样的资产属于有营养的话，那么还要改革何用？

3.市场的胜利

股灾的发生，表面上看受创最大的是创业板，但那是障眼法，表面现象会蒙蔽很多人的眼睛，7月6、7、8、9四天的股灾图，实际上为投资人画了一个清晰的未来方向，和自然规律一样，野火烧不尽，春风吹又生，受灾最重的部分，调养生息也最充分，未来发展也最旺盛，用短痛换未来，表面上看和灾难无关的群体，未来慢慢支付对价，任何灾难，不会有不支付代价的群体，这个是一定的。

对创业板的争论，是近两年中国经济界和投资界新旧意识上持续交锋的焦点，它一直体现在方方面面，这很正常，改革是艰难的，创业板是改革意识派的先锋代表，从对不断质疑、诟病到走出今天这样的规模，注定了它若想承担改变中国的使命，必然饱受磨难，好在中国坚定不移的发展市场经济，而且越来越强，市场的力量会越来越大，并且最终完全把握话语权，从这个角度上来衡量，让人意想不到的，正在发生还未完全结束的股灾，竟然成了生于计划经济体制下的中国资本市场的成人礼，这一役，夯实并奠定了市场意志最大的地位，在中国市场经济发展史上，留下了最为重要的一笔。

此一役让社会各界看到，资本市场无与伦比的影响力和重要性，使得任何意图操控它的想法和力量都遭受了摧枯拉朽般的重创，任何不尊重它表现出来的市场意志都不得不面对现实，而且是面对那种泰山压顶般的巨大压力，容不得任何懈怠和迟缓，必须以最市场化的方式解决危机，从头至尾，应验我一直以来给资本市场下的定义：它是迄今为止人类文明最伟大的发明，没有之一。

我们具体到现实来看市场取得了怎样的成果，首先，创业板年初 1500 点的位置，就已经是国内政经和投资界争论的不可开交的地方，而今在 2300 点的点位，获得了国家队的救助，并且这个救助不是靠嘴上说说的，是真金白银堆出来的，这笔钱某种意义上讲是不可以亏损的，所以实际上也为创业板的地位做了背书，是国家层面的，因为我们必须面对现实，连一向对中小创业板有很大偏见的刘纪鹏教授都上书谏言首要任务是切断流动性枯竭，止住中小创跌停潮现象，这实在是市场的神来之笔，因为不可承受的压力与后果改变了顽固对立面的立场，不管你是愿意还是不愿意，事实是，当下创业板估值获得了国家队承认。而且我还坚信，未来数年国家会看到，用于救市的两大资金走向，哪一个会获得超额回报，中国要继续牛市，要再创新高，绝不可能靠不断去垄断，去特殊息差趋势的银行，更不可能靠现在已经是百倍市盈率，总体上全球范围内整体行业大收缩趋势的石油石化。

市场选择了创业板，老旧思维的力量不是没有表现，而且还表现的很充分；7月6号在国家队明确救市的第一天，各主流财经媒体出现了甚为奇怪的一幕，所有主持人和嘉宾似乎被打过什么针剂，一改往日有话直说的态度，面对灾害还在加重，仅有个别大盘权重股上涨的局面，突然不再直言，委婉无比，同时一些很久不再露面，一直鼓吹所谓大盘蓝筹就是价值投资的老面孔，突然走了出来，号召投资者买大盘“蓝筹股”，这不是一个财经节目的个别现象，我翻出当日的的所有主要财经媒体的节目，都是同样的调调，可是此景不长，第二天就全部大变，迅速恢复了就事论事的务实态度，积极建言何种方式更为有效，到了7号，开始有变化，多数各行业有代表性的小股票开始有持续买单进入，8号开始止跌，9号10号彻底翻盘。

实际上，市场化能力很强的创业板，本身是有自救能力的，6月29到7月3号这一周里，创业板龙头代表乐视网和机器人就已经有企稳迹象，若不是初期救市完全漠视中小创，

引发更加深的平仓恐惧，只要给予信心上的支持，或许凭自身的力量，创业板就能挺住，并逐渐走出来，可是历史在这里开了一个天大的玩笑，逼着老旧思维非要在严峻的现实面前给创业板背书，自己狠狠的将了自己一军，实在不知道说什么为好。

我也想借此机会表达一个个人意见，今日中国是世界经济重镇，很庆幸我们早已脱离了愚昧的阶级斗争时代，在经济发展方式上的思想交锋，出发点都是为了国家发展更健康，我们应该相信市场的选择和力量，走出简单的唯估值论的框框，资本市场本质上不是为某个资本群体把弄保值增值为第一存在理由的，从这个角度出发来评价它的合理与否是本末倒置，价值不是因为资产静态数据好看而有价值，价值是因为资产未来发展空间无限广大而不断正反馈加强，这才是价值投资的唯一真谛。这与资本市场现实发展中的表现并不矛盾，因为它首先是服务实体经济而生的，这是它立命的第一要务，能够发现、促进并壮大未来经济中的新元素，为全社会经济升级做开路先锋，才是它最大的意义，并且它正在这样做，只有这件事做成功了，未来全社会的资本保值增值才有了着落，才是真正踏实的。

以这次股灾为镜子，可以看到市场化因素的决定性力量，虽然从头到尾我们这个市场的非市场化因素还是那么那么多，比如救市过程中，一系列的打破市场常规的做法，虽然非常时期有一定合理性，但仍然是矫枉过正了，有点强制性的让上市公司五选一推利好，对实业界多少是一种纷扰，IPO 的停止，对实体经济发展也不利，本来是不至于此的，做市场经济，契约精神是最重要的，如果说股灾之后我们要得到什么最深刻的教训，那么在管理层面，要和市场保持距离，能够建立尊重市场的意识以及把契约精神看作如同生命一样重要，将是最大的收获，如此，也不枉那些在短短几周内，就赔付了巨大财富的一些人们，无奈无助的为国家进步，添上如此沉重的备注了。

易宪容：政府全面救市的影响及后果

作者：易宪容，著名学者，原中国社科院金融研究所金融发展室主任。

从 7 月 6 日开始，中国政府推出了一系列股市救市的组合拳，虽然开始时声势不小，但并没有多少成效。7 月 8 日中国 A 股再度大跌，上海综合指数一度下跌了 8.2% 到 3373 点，最后也在暴跌 5.9% 上收盘，上海综合指数险守 3500 点大关。当天的整个中国股市仍然处于危机之中。

对于 7 月 6 日至 8 日的政府救市，A 股在救市后还是下跌，当前投资者都在问，这是政府救市政策不力及对市场判断不清，把子弹打在棉花上呢？还是政府在观察市场，在进行政策试误，以便真正地了解市场，把握住市场真正的问题所在，以便聚集力量等待时机真正果断、准确、强力的出击救市，以此来真正扭转股市持续下跌的预期及重建中国股市之信心呢？从 7 月 8 日各部门推出的一系列救市政策来看，应该是后者而不是前者。

因为，早些时候的政府救市基本上是“投石问路”阶段。可以看到，前两个星期政府救市，其主体是中国证监会及其领导下的证金公司和券商。这不仅表现为救市的资金量十分有限，而且救市的力量也不够，同时也不能真正把握到股市持续下跌的原因所在，所以，以前一个多星期来的政府救市，尽管对持续下跌的股市有缓冲的作用，但是要让这种救市真正扭转大势是根本不可能的。

但是，7 月 8 日中央政府各部门接连推出稳定资本市场的一系列的重大政策，比如，央行宣布向证金公司提供无限的流性性，放宽股市融资规则，要求券商成立股市救市基金护盘，动用社保基金、汇金公司入市购买股票，允许银行放宽大股东的股票抵押贷款，要求 100

多家央企只能购买股票不准卖出股票，鼓励及要求上市公司以各种方式来稳定公司股票价格，严厉打击沽空行为及造谣言论，公安部门进驻中国证监会调查恶意沽空，暂停新股发行等。有媒体统计，7月8日当天各部门推出的稳定股市措施多达12条，涉及央行、财政部、国资委、证监会、保监会等5个部门，以及全部央企、中央汇金、中金所等。为了救股市，相关部门几乎倾巢而出。

就此，中央政府领导的股市救市才真正全面启动。这不仅表现救市领导的主体出现了重大变化，由中国证监会上升到国务院，而且聚集救市的力量也全面改观，不仅范围广泛，而且也与股市相关的最为强势国家部委全部快速走到前台。很简单，如果中国央行能够保证向股市提供无限量的流动性，这就是以国家信用向股市全面担保，即股市的流动性问题就不用担心。既然央行能够为股市的流动性提供担保，那么股市的信心岂能不重新建立起来？更何况是一个拥有全球第二大经济体实力的中国央行。

同时看到，7月8日政府推出的一系列救股市的措施与政策的核心就是要人为地改变当前中国股市的供求关系。由股市暴跌时的股票供给过量倾泻及股票需求萎缩，转变人为增加股市需求或市场的购买力，及人为地以严厉的行政方式限制股市供给并让它突然萎缩甚至于停止。在这种情况下，中国股市的价格岂能不上涨？股市价格由暴跌转向暴涨也是自然。但是，这种人为改变股市的供求关系，短期内可稳定市场情绪，长期来看是否能够重拾市场信心还得由时间来检验的。因为，这种以人为决定而不是真正市场决定的股市供求关系，其成交价基本上不是投资者真实对价，投资者也无法从这种价格来评估股票的风险及回报，投资者进入或退出股市完全取决于对政府政策取向的猜测，这必然会增加市场不确定性及降低投资者参与的欲望，股市交易量也可能在这过程中逐渐萎缩。

也就是说，在人为导致的股市供求关系下，投资者无法根据其自身的知识及信息来对所购买或卖出的股票进行风险及收益评估，并根据其评估来给出所要购买或卖出股票的对价，只能猜测政府当前股市政策之走向及国家队出手的方向。在这种情况下，投资者决策不是市场机制运作更象赌场“压大压小”盲目下注，从而使得市场的不确定性及风险更是增加。经历了这一场股市暴涨暴跌风险教育的投资者，当他们意识到市场的不确定性及风险增加时，会减弱进入股市的欲望，从而导致股市的交易逐渐萎缩，股市的作用与功能也逐渐丧失。这自然会引起了国际市场对中国政府这次救市的质疑。

不过，尽管国际市场对中国政府“暴力救市”的方式有所质疑，但是经过中国政府对股市强行介入，不仅扭转了中国股市持续三个星期的跌势，而且也让中国股市的信心得以重建，让上海综合指数重新站立3877点之上。可以说，就当前的中国股市的形势来看，尽管当前中国股市仍然存在各种各样的风险，但一直笼罩在中国股市上空三个多星期的危机或艰难的时刻基本已经过去，在短期内，中国股市将维持震荡上行的趋势。

因为，从导致这次中国股市危机的情况来看，这场中国股市危机主要推手高杠杆融资风险突然释放而导致股市急剧暴跌在，而目前这种风险正在减弱。比如，最先爆仓的场外配资，尽管无论是市场还是监管部门到现在仍然不知道有多少？风险有多高？但有一点可以肯定，就目前的情况来看，这些场外配资爆仓的风险已经释放得差不多，以后这种仍然会存在但可能暴露出来的风险不会更高。

二是这次政府救市，在短时间内推出的应急措施可能让市场眼花缭乱，但是一个基本原则不是把股市现在的风险消除了，而是先是要把当前股市的情绪稳定下来，扭转几个星期来股市持续下跌的预期，股市的风险并没有真正全然释放，只是把股市的风险转移到其他领域或地方，以时间换空间。比如，政府动员汇金公司、国内券商、大型央行等国家队入市只购买股票而不能卖出股市，甚至于由央行提供无限量的资金供中金公司购买股市，这只是把估值仍然是高昂的股票由一般投资者手中承接过来，由政府的国家队来承担风险。还有，银监会允许容许大股东的股权质押的贷款延期、保监会促保险公司停止向券商追借款，则是把

股市高杠杆的痛苦由股市转移给商业银行及保险公司来承担。

在这种情况下，无论是国家队的央企，还是商业银行及保险公司，如果股票再下跌，都面临投资亏损的风险，都面临着不良贷款急增的风险。如果这种情况出现，同样会造成这些上市公司的业绩严重下降及国内金融体系不稳定。其代价同样会不低，只不过是把风险延后或扩散而已，而股市中潜藏的风险并没有消失。

还有，这次政府救市的广度、深度和速度是绝无仅有，从向市场提供无限量的资金直接购买上市公司股票，到改变监管规则、降低市场交易费用、要求上市公司大股东采取方式维护股价的稳定、要求上市公司大股东在多大的时间内不准卖出股票、停止新股上市等，但是这些政府干预行动不可能成为股市之常态，也不可能让这种人为制造的股市供求关系一直这样下去，如果要想中国股市恢复正轨，政府的救市政策必然要退出市场。如果政府干预之手退出市场，如果这种退市善后稍微不妥，就容易造成股市的巨大震荡，从而使得股市的风险又可能大增。

因此，中国政府要回应国际市场对中国政府救市的质疑及进一步降低当前中国股市之风险，一方面要向国内市场明确的表示政府有能力有信心来保证金融市场之稳定，有能力有信心扭转股市下跌的预期及重新股市之信心，另一方面，尽快制定那些强力的行政救市政策退出措施及机制，做好善后工作。同时要对当前中国股市发展战略、政策、市场规则及监管方式进行全面检讨及反思，以此来加速推进中国证券市场市场化改革的进程。

可以看到，这次国内股市暴跌之主要原因，仍然是高杠杆融资发展过快及监管严重滞后、期货市场乱象丛生、政府对股市干预过多、股市牛市没有实体经济及企业业绩作支撑等。如果这些问题不解决，当前政府救市只可能让股市短期稳定，并在短期内让中国股市在震荡中上行，但决不能够把中国股市带上长期健康发展之路。因此，政府如何妥善制定救市退出机制及加快中国股市市场化改革，政府如何促进实体经济发展则成了中国股市长期稳定发展的关键。



吴裕彬：股灾的真相绝非你想象

作者：吴裕彬，现任职中国战略与管理研究会，从事经济研究。

目前，A股自6月12日至7月3日的这一轮暴跌是过去25年最严厉的三周暴跌。很多老股民都说没见过这么血腥的股灾。一时间人心惶惶，阴谋论四起。其中不少人煞有介事的评论说，是高盛，摩根斯坦利，索罗斯和格罗斯这些华尔街大鳄在做空A股。

对于阴谋论我一向是非常反感的，因为我教经济学的时候，有几个学生期末论文完全用阴谋论写，没有用我教的任何经济学理论，这让我很无奈。我看了几篇控诉华尔街大鳄做空A股的文章，几乎没有靠谱的数据分析，对股指期货的业务知识也完全不了解，完全是满嘴跑火车的逻辑。他们说华尔街大鳄用股指期货裸卖空A股。裸卖空是指期货合约不涉及证券交割，期货合约到期只以证券差价做结算。打比方赛马就是证券，那么裸卖空有点像赌马，不需要买卖赛马，而只需要赌赛马的输赢结果。

连金融大鳄们的祖国美国基本上都是禁止裸卖空的。早在2005年美国证券交易委员会(SEC)就设立名为Regulation SHO的条例限制裸卖空行为，该项条例规定投资者在进行股票卖空时必须要有充分理由确保自己有能力在交易结算前持有要卖空的股票否则就要补仓，不

然就算违约 (Fail to Deliver)，如果事后被发现裸卖空者有抛空或狙击股价的嫌疑，则算犯法。2007 年高盛就由于作为对手方没有确保签订卖空期货合约的客户在交易结算前持有要卖空的股票，被 SEC 判为纵容和配合裸卖空，处以两百万美元的罚款。

中国也是禁止裸卖空的。中金所的股指期货主要是用来套期保值的。套期保值的基本特征是在现货市场和期货市场对同一种类的商品同时进行数量相等但反方向的买卖活动，即在买进或卖出实货的同时，在期货市场上卖出或买进同等数量的期货，经过一段时间，当价格变动使现货买卖上出现的盈亏，便可由期货交易上的亏盈来抵消或弥补。也就是说，在中国要利用股指期货卖空，你就必须要有相应数量的证券，裸卖空原则上是不可能的。

所以华尔街金融大鳄裸卖空 A 股的说辞可以说是一个经不起推敲，做工极其低劣的阴谋论。可怕的是，中国的互联网上满是这种所谓金融经济大师力推的阴谋论。缺乏金融经济学知识的普罗大众很容易被这些阴谋论蛊惑，可怕的是中国股市交易额的 90% 左右就来自于这样一批普罗大众，种种谣言之下，很容易诱发踩踏行情。相比这下，美国股市的交易额 70% 左右来自于专业的金融投资机构。从投资者结构上来看，散户投资者和机构投资者之间比率严重失调，造成中国股市信息严重不对称，这是 A 股暴涨暴跌模式的一个重要原因。经济学家巴曙松和陈洁利用 Barlevy 和 Versonesi(2003)理论模型证明了这个结论。这是阴谋吗？这是阳谋。为了解决这个问题，一个切之可行的办法就是大力向散户投资者推广交易型开放式指数基金 (ETF) 产品，以减少股市信息的严重不对称，避免出现大部分散户跑输大盘的牛市亏钱的恶果。还有就是，ETF 未来将是中国央行推行量化宽松的一个重要工具，央行通过大量购买 ETF 可以很好的立起资本市场防火墙，也可以有效的保护散户的投资利益。

中国股灾的发生除了股市信息严重不对称的原因之外，还有一个重要原因就是杠杆的失控和监管的缺失。股灾爆发前，两融余额突破 2 万亿，场外配资规模约 2 万亿，炒股的产业资本约 4 万亿（黄光裕曾经就是叱咤股海的产业资本家），银行理财产品入市约 1 万亿，杠杆资金总计 9 万亿。中国股市创掉国有企业非流通股，真实的流通市值不超过 40 万亿，杠杆资金和流动市值之比为 22.5%，这就是中国股市的杠杆率。在暴利的诱惑之下，人们往往加大了对债务杠杆的需求。我看到身边有些人向亲朋举债，向 P2P 融资平台举债，然后举债购买证券，又在此基础上融资融券，一派借上加借，杠杆上加杠杆的恐怖景象。我还读到了一个关于伞型信托的研报，伞形信托机构最高可按 1:9 进行杠杆配资，所有交易子账户由恒生 Homs 系统管理，其虽没有固定办公场所、没有牌照、不受监管，但却可实现几乎所有券商功能。伞形信托用技术完全规避了券商和监管部门。中国的金融创新令我深深震撼。次贷危机后美国国会金融危机调查委员会的一个结论就是，金融创新最大的风险就是监管制度，人才，和资源配置的缺失。监管制度和技术是金融创新的基础设施。道路修的不好，再高级的跑车也跑不起来。道路就是基础设施，跑车就是创新。中国的监管弱势也是暴涨暴跌模式的一个重要原因。

还有一个被忽视的原因。为了防止金融震荡，中国一直对国外资金严加设防，所谓的热钱 (Hot Money)，我认为最大的风险在别处，是热人 (Hot financial talents)，指那些可以通过制造金融波动和套利量化模型牟取暴利的金融人才。

中国一直对热钱防范有加，是因为学术界一致公认热钱是造成金融体系倾向崩溃的一个重要原因，我自己也对热钱研究了很多。前一阵子突然想到，经济学讲四大生产要素：土地，资本，劳动力，和企业家，除了土地之外，其他三大生产要素都是可以在全球范围内流动的，那么当引起金融系统不稳定的时候，我们为什么只防范资本 (Hot Money) 的流动呢？其实引起金融系统不稳定的金融人才 (Hot Financial Talents) 的流动才是最危险的。因此我大胆提出了热人 (Hot Financial Talents) 这个理论，靠金融震荡套利的金融人才资产的流动将比热钱的流动更能冲击新兴市场的金融稳定。我读到的资料显示，西方高频交易和宽客人才流入中国的速度在加快。这些热人和中国的配资机构联手完全可以制造出完美风暴。这一点没

人重视。

这次暴跌，股票现货市场和期货市场的走势揭示出这样一批高端量化金融人才正在其中。配资规模 2 万亿，这些配资机构面临现货爆仓的风险，需要利用做空股指期货套保对冲，但是成本要小，效果要好，需要非常高端的量化模型人才操作，这种人才中国不多，因此配资机构的资本完全有必要和世界水准的量化模型人才结合。这一点几乎没人想到。从技术上讲，配资机构的证券账户下面的子账户（分属各配资客）由恒生 Homs 系统统一管理，所有交易数据和持仓数据形成大数据，这些大数据可以源源不断的喂进宽客数学模型，宽客可以在股指期货市场作出完美迅速的反应。

配资客先期投机中小创，后期中小创泡沫太高，配资机构又引导他们开始进蓝筹。现货多头泡沫起来了，又积累了砸大盘的大量筹码，配合股指期货做空，一场完美风暴形成了。2 万亿的配资盘应该是花了 8 个月左右时间完成这一布局。政府严查配资杠杆成为他们发动总攻的导火索。7 月 8 日空方卖出中石油大单价值 40.5 亿，卖出中国平安大单价值 118.4 亿。这么骇人听闻的实力，有人会说这不是华尔街大鳄，不是某派枭雄怎么可能？其实我们不知道天书背后的逻辑，但数据是两万亿的配资盘，所有配资客都是筹码。数据不是天书，也不会撒谎。

可以说中国政府要维护金融稳定，未来将面对比 Hot Money 更加危险的 Hot Financial Talents 的冲击。对手很强大。这要求中国需要向美国取经，学会如何监管这样一批金融天才。

由于信息的严重不对称，杠杆极高，监管缺失，热钱流入加快，中国股市未来宽幅震荡将成为新常态。这就是股灾所揭示的阳谋。

暴跌启示录：杠杆“双刃剑”下慢牛或真正实现

作者：上海证券报报道。

“19 天，最大调整幅度 34.85%！”A 股市场的本次暴跌，终于在上周告一段落，但对于亲身经历其中的投资者，尤其是杠杆玩家而言，过去一周的 5 个交易日，却是他们投资生涯中所经历的“最漫长一周”。

他们有的是场内的两融参与者，有的是“刀尖上跳舞”的配资客户，有的是分级基金 B 类投资者，有的是股指期货上的多头玩家，他们在调整周期如此之短、幅度如此之大的下跌中，受伤至深。

“价值投资不是亏钱的遮羞布，我在 5000 点以上就提示过，一定要坚决去杠杆，因为你终身富裕的秘密就是，永远不负债投资！”在看过《倒在黎明前夜被强平者的自白》后，北京某知名私募董事长警示称。

在专业投资者看来，本次危机是由清查场外配资引起的，在杠杆的作用下类似多米诺骨牌一块一块地倒下，最终演化为了一场全民恐慌性抛售的流动性危机，而在其中，期货衍生品在其中起到了推波助澜的作用。

杠杆玩家的“最漫长一周”

尽管在历经史上最强大救市后，持续 19 天的恐慌阴霾正慢慢散去，但一篇名为《倒在黎明前夜被强平者的自白》的文章，仍让不少投资对杠杆交易心生敬畏。

截至记者发稿，文章所述的“850 万资金，1:1 融资被强平”等核心细节仍无法证实，但在这场股灾中，使用杠杆交易的投资者无疑受害最深。杠杆是一把“双刃剑”，操之适当，如虎添翼，而一旦操之失当，则损失加倍。

老于，江湖绰号“孤独的投资人”，是记者长期跟踪的一位专业投资者，也是一位两融市场的资深参与者。据他介绍，他在这一轮股灾中也使用了融资，但由于标的是银行股，并没有受到太大影响。

“为什么我会成功躲避这场暴跌，经过反思我认为是因为我始终没有违背自己设立的关于投资和投机的最基本原则，而这些原则是建立在既往的投资或投机的失败中所总结出来的最基本经验教训。”7月9日晚上，老于对记者反思道。

老于回忆称，去年6月份市场仍处于低迷期，他就坚守以银行为首的蓝筹股，一直满仓持有，但在5000点附近，他卖出手中其他股票并全仓民生银行而逃过这场暴跌所致的巨幅调整，这种调仓完全是根据低买高卖的基本投资原则执行。

老于的融资比例在多数时间都是偏低的，他有两个基本原则，一个是股票处于相对低位且低估值时，可以适当少量融资跟随本金做长期持有，另一个原则是利用暴跌深幅调整后用大量融资分批建仓，逢反弹及时获利了结并落袋为安。

“本轮大跌中，之所以有一些人会亏损惨重甚至爆仓，就是因为用了大的融资仓位试图赚取大的波段，根本上讲这是内心贪婪所致。”老于对记者表示，他身边不少爆仓的投资人，其教训历历在目。

过去一周5个交易日内，对于很多杠杆玩家而言，是非常漫长的一周，他们从在恐慌中抱有侥幸，到高开低走后再度恐慌，最后倒在黎明前被强行平仓，或侥幸逃生与“死神”擦肩而过，却也损失惨重。

“要利用恐慌，而不是被恐慌利用，要利用好此次危机，因为它给我们带来的是机会。”作为基本面驱动的逆向投资人，淡水泉投资赵军称原本以为躲过了中小板的泡沫，但此次流动性危机也影响了他们选定的冷门股。

一场因流动性引发的暴跌

“成亦杠杆，败亦杠杆”。6月12日，上证综指创出5178.19点的本轮牛市高点，之后各类指数出现较大幅度的单边下跌，并伴随着流动性的丧失。这一期间，所有参与交易的A股股票平均下跌幅度为46%，到7月9日，大约有58%的公司停牌，流动性降低到谷底。

正所谓盛极则衰，事物发展都有其必然过程；股市的牛熊转换有其必然性，只是时间的不确定性，让市场的参与者无法揣度，心生敬畏。我们仔细去探寻本轮市场从启动到回归的基本驱动，必然发现其中变化的逻辑。

“股市的根基与市场已经严重背离，今年经济将会探明中长期的底部，但探底后是L形还是U形还要观察，经济L型牛市有底部，经济是U型牛市不言项，所以未来半年或一年是一个关键的节点。”国泰君安首席宏观分析师任泽平在2015年证券市场中期策略会上如是称。

在经济尚未好转迹象，股市却迎来了一波加杠杆带来的超级牛市。数据显示，从年初平均1万亿两融余额，到6月份高峰的将近2.3万亿，再加上场外配资、伞形信托、分级基金B的价格杠杆，为股价迅速攀升提供了凶猛的火力支援。

不过，敏感的投资人已经意识到市场微妙的变化。记者在采访中发现，部分私募和公募基金在6月初的策略上已倾向保守，甚至有来自包头和重庆的两家私募均在6月初发出“再见A股”的离场声明。

转眼，人声鼎沸的市场已在高歌猛进中进入6月份，这一在货币政策变化、市场流动性最脆弱、最脆弱的月份。有人统计，自年初证监会首次发出两融风险以来，至年中至少已经

发出八次警告，此时可谓“山雨欲来风满楼”。

自6月12日上证综指创出5178.19点本轮高点后，各大指数均出现较大幅单边下跌，伴随指数下跌，融资余额快速下降，加上银行伞形信托、场外配资，余额下降的规模更大，流动性迅速降低到谷底。

“当支撑股市上涨的基础条件中，最基础的实体经济不断探底；而短期支撑动力，政策和概念，被过度消费，或者不具备时间效应时；而直接推动力的资金流被过高杠杆严重毒害，那么灾难不就近在眼前了。”一位知名私募总结称。

淡水泉投资赵军也持与此相似观点，他认为此次A股流动性危机是从创业板开始的，同时波及主板，紧接着传导到H股、海外中概股、新三板；人民币汇率开始走弱，市场信心不足；海外的大宗商品、国际股市受到影响。

于是，由局部资产泡沫破灭引发的流动性危机，最先引发的是这些高杠杆的抛售，然后逐渐波及次高杠杆头寸，之后发展到普通投资人的抛售。当A股股票平均下跌最大到46%，几乎所有没有来得及抛售的杠杆都面临平仓风险。当市场集体恐慌性抛售、同时又向市场赎回流动性的时候；流动性就瞬间丧失。

在神农投资总经理陈宇看来，在这一场危机过后，证监会暂停IPO、6个月内大股东及董监高不得通过二级市场减持、推进上市公司发布利好等政策将在未来相当一段时间内为市场提供一个有利的环境，但短期内市场情绪的反转并不足以支撑行情一路高歌，行情仍将反复、筑底，最终走向慢牛。

“杠杆牛市”警示录

上周四、五两个交易日，上证指数低开高走连续逼空上涨，个股上更呈现出“千股涨停”喜人一幕，但隐藏在投资人心中的恐慌仍未完全消散。而在期间，业内也对这轮由高杠杆驱动的牛市利弊的反思，却远未停止。

“最强的地震似乎已经暂告一段落，但基金的投资管理还是要谨防余震。”上周四收盘后，民生加银总经理吴剑飞表示，本次股市危机已经基本度过，很大程度消除了股票市场的一部分泡沫，但并不是全部，投资者接下来可能要更加关注公司的基本面，关注母公司的估值。

“牛市格局依然存在，经济基本面存在改善预期，并且流动性充足；制度和政策层面仍有催生并维持牛市的手段，未来最大的可能是牛市行情换挡，市场进入新的、回归基本面的盈利模式。”淡水泉投资的赵军认为。

在赵军看来，货币政策的宽松方向短期不会发生变化，也就是说政策对于经济和市场而言，总体仍然是友好的，国企改革、注册制改革和人民币的国际化仍将继续推动行情深化。

所谓“成亦杠杆，败亦杠杆”。为吸引更多资金入市，强化资本市场对实体经济的支持，需要引进杠杆化产品；反过来，股市过度疯狂，易引发流动性匮乏危机，并蔓延到市场以外，伤害整个经济体系，甚至社会稳定。

有激进市场人士认为，只有限制中国股市的融资规模，减少资金杠杆推波助澜的作用。因而，严格禁止银行资金进入股市，禁止场外配资炒股，融资规模被控制在3000亿左右的情况下，股市震荡幅度会受到限制。

“市场稳定后，重新设计股指期货等金融衍生工具的交易制度，提高做空成本，限制低成本做空，严厉打击恶意做空者。同时，后续要加强对杠杆的监控，将场外配资纳入常规化管理，而在降杠杆时则应遵循循序渐进的原则。”对于杠杆的监控，银河证券研究所认为。

有专家提出“去杠杆化”修复资产负债表。事实也证明，过快地降低杠杆率，会使得之前由债务扩张推动的需求扩张大幅下滑。经济增长面临压力较大，加剧了去杠杆过程的痛苦。有专家认为，杠杆不会消灭，而是消化，也许更贴近国情。

“敌进我进，是粟裕对日作战时经常采用的游击战术。日军到根据地扫荡。八路就到敌后去偷袭。现在，市场剧烈震荡向下的阶段暂告段落，进入大比例分化阶段。”谈及股灾后的操作，陈宇称垃圾股将继续跌，低估值的好公司则要大胆买入。

高善文：建议废除涨跌停板

作者：高善文，安信证券首席经济学家。

随着股灾逐步平息下来，人们的注意力开始转向对事情的反思，以亡羊补牢，吸取教训。客观地说，造成这次股灾的原因十分复杂，但杠杆与流动性无疑是其中非常关键的问题。

在股票交易广泛使用杠杆的条件下，市场容易出现暴涨暴跌，容易出现恐慌和踩踏，这是容易理解和想象的。在其他国家和地区的股灾历史上，这样的例子比比皆是。但是股灾迅速引发场内流动性枯竭，并进而快速冲击到其他金融市场，甚至是境外市场，这可能是不多见的。

流动性枯竭构成了政府入市干预强有力的理由，尽管具体的政策措施值得进一步分析和讨论，但面对流动性枯竭的快速冲击，金融市场完全不可能自发修复，这一点应当是十分清楚的。

从流动性的角度来反思，我们认为涨跌停板制度（以及过于随意的股票停牌制度）和透明度要求与杠杆交易不兼容，是形成股灾的关键原因。在股灾的恐慌已经平息的情况下，抓紧反思和完善这方面的制度安排，以防止未来股灾重演，应该是必要而紧迫的。

简单地说，在股价下跌和市场出现恐慌的过程中，由于股权质押、定增或购并中杠杆的广泛使用，为求自保，有影响力的股东和投资者以各种借口对股票实行停牌处理，这显著挤压了场内的流动性；由于强制平仓和主动降杠杆的要求，仍然在交易的股票大量跌停，场内流动性基本枯竭；面对潜在的赎回压力和现金要求，投资者被迫抛售在境外市场、商品市场和债券市场的头寸，流动性枯竭迅速冲击到其他领域和地区；流动性枯竭加剧了恐慌，导致部分投资者开始购买美元等外币现汇，或寻求其他避险安排，恐慌开始在金融体系全面发酵。

以场内流动性枯竭为冲击源的风险需要中央银行出手提供资金，以稳定整个金融体系。但大量的股票停牌和停板不但使得政府入场救助更加困难，而且使得政府更加难以区分流动性危机与清偿力危机（清偿力危机这里是指股票去泡沫过程没有完成，股价仍然高估的可能性），这又增加了救助资金面临损失的风险和整个市场定价体系的道德风险。

我们认为可以考虑以下改进措施：

第一个可以考虑的做法是废除涨跌停板制度，并严格管理上市公司的停牌请求。

从历史上看，停板制度的引入是为了防止或减缓市场的暴涨暴跌，提高市场的稳定性。中国引入停板制度接近二十年的时间里，以市值来看中国资本市场迅速成长为世界排名前列的市场；尽管体量巨大，并且存在停板制度的保护，但中国市场的波动性在全球看仍然居高不下，停板制度促进市场稳定的证据并不清晰。

许多市场参与者认为中国市场存在强烈的博弈色彩，这在其他成熟市场上不太多见。在股票处于涨停板状态时，投资人从博弈的角度很容易认为公司可能存在重大利好，或者存在庄家以资金优势拉抬股价的行为，这增加了参与博弈的吸引力。从这个角度看，停板制度反而可能强化市场的暴涨暴跌，损害市场的价格发现功能。

在市场引入杠杆交易的情况下，对流动性的要求显著提高，这与停板制度对流动性的限制形成了进一步冲突。

第二个可以考虑的做法是强制所有具有杠杆或者类似杠杆机制的产品进行及时和完备的信息披露，也可以考虑对市场的总体杠杆比例进行限制，并将杠杆交易限制在场内。

在过去几年中，随着金融创新日益深化，各种杠杆产品大量发展起来，一头连着资本市场，一头连着信托、银行、保险、券商、甚至是民间借贷体系，这使得股票市场的波动迅速在金融体系内部传导。例如，各种结构化的私募产品，具有强制止损线安排的私募和专户产品，伞形信托，银行理财和保险公司提供的配资，各种场外配资、大股东的股权质押安排，定增和并购中的借贷安排等，都具有类似杠杆的属性。

由于许多杠杆机制高度不透明，市场参与者无法合理预期和评估杠杆去化压力，难以管理头寸，进而容易形成恐慌，也加剧了踩踏风险。

在充分披露信息的条件下，监管部门也可以考虑对市场的总体杠杆比例进行限制，并将杠杆交易约束在场内。

第三个可以考虑的做法是满足一定触发条件的情况下，限制大额杠杆只能在场外进行平仓，由于无法及时平仓形成的损失由大额资金提供者来吸收。

这好比在银行破产的条件下只保护中小存款人一样，通过迫使大额借贷人承受一定损失，进而更审慎地评估股票的估值和流动性风险，从而适当减少杠杆的使用，提高整体系统的稳定性。

这还可以迫使股权质押等安排中的大额借款人完善补充抵押、债务重组和赎回权安排，进一步减轻场内流动性压力。

第四个可以考虑的做法是在资本市场参与者之中指定系统重要性机构，由中央银行的最后贷款人安排进行覆盖，确保其紧急条件下可以获得流动性救助。当然，这类机构也必须同时满足更高的披露要求，并接受中央银行更严格的监管。

国内外的历史充分表明，金融市场总是存在黑天鹅和意想不到的风险，政府对危机的应对也从来不会尽善尽美，对于中国的情况而言，重要的一是守住不发生系统性或区域性金融风险的底线，二是从风险中吸取合理和正确的教训，在深化改革的过程中不断完善金融制度和监管安排。

从这次的股灾看，尽管存在一些争议，应当看到，政府强力的干预迅速稳定了人心，恢复了市场的交易能力，有效防止了流动性危机的扩散和蔓延，成效巨大。

应当看到，取得这样的成效需要不少有利的宏观条件，例如充足的外汇储备、大体合理的汇率水平和适量的外币债务有效防止了资本外逃和汇率危机的发生；审慎的银行监管、殷实的资本充足率现状防止了银行挤提的出现；低而稳定的通货膨胀使得政府能够腾出手脚来筹集足够的救助资金；全国政府性债务水平总体适中，影子银行的风险有序化解防止了债务危机的出现；中央政府强大的行政动员能力和高效的执行能力确保了政策的快速制定和贯彻。这也再次提醒我们始终坚持审慎的宏观管理是多么重要。

同时，也应当看到，判断政府救市已经取得完全成功还为时尚早。在流动性危机已经解除的条件下，下一步还需要做好两个方面的工作：

一是需要抓紧修补和完善各种监管安排和交易限制，消除股灾再次出现的制度基础。从目前的市况看，在经济基本面走弱、市场估值水平仍然偏高的条件下，市场参与者的博弈越来越转向对政府救助立场和节奏的猜测与把握，这暗示股灾重演的风险不可小视。

二是在市场平稳运行的条件下逐步取消各种临时和扭曲性的干预措施，尽快恢复市场正常的筹资功能和定价功能，并妥善处理救助资金的去留和与此相关的盈亏。

从长期来看，尊重市场、敬畏市场，让市场力量真正在定价和资源配置中发挥决定性的作用，也许是我们每一个人都要认真反思和吸取的教训。

刘胜军：股灾大反思：过去、现在与未来

作者：刘胜军，中欧陆家嘴国际金融研究院执行副院长。

由于人固有的“动物精神”所导致的非理性，金融市场具有内在的不稳定性。美国已故学者明斯基提出的“金融不稳定假说”将一个金融周期划分为套期融资、投机性融资、庞氏骗局，最终是触发危机的“明斯基时刻”。这种不稳定在股票市场体现的尤为显著，从英国的南海泡沫、荷兰郁金香泡沫、美国 1929 年泡沫、2000 年纳斯达克泡沫、2008 年次贷危机，都是经典的案例。中国亦不例外，尽管中国股市只有 25 年历史，但已经经历了 1997 年、2001 年、2008 年三次显著的股市泡沫。

正如美国学者莱因哈特、罗格夫在《这次不一样：800 年金融荒唐史》一书中所生动呈现的那样，历史不会简单重复，但总是惊人的相似。中国目前正在经历的泡沫，既有所有泡沫的共性，也有其独特性。每次股灾都是反思的宝贵教材，我们不应付出巨大学费而无任何收获。

一、过去：人造牛市

进入 2015 年以来，中国 A 股股价出现惊人的暴涨：到 2015 年 6 月中旬，上证综指已较 2014 年 7 月上涨了 152%、较年初上涨了 59.7%，中小企业板、创业板较年初更是上涨了 138% 和 165%。

推动股价上涨的有三重因素：

1) 对于宽松货币政策的合理预期（所谓“水牛”）。由于实体经济增速持续下滑，过高的利率和存款准备金率变得不可持续，市场普遍认为中国步入新一轮降息降准周期，这将推高股价；

2) 投资者的动物精神。仅仅是流动性还不足以激发投资者的热情。这时候，投行人士找到了两个概念：“改革牛”、“互联网+”。中共十八届三中全会以前所未有的力度再启改革，未来改革红利令人期待。这一概念集中体现在主板市场的国企改革概念股（投资者把央企合并视为改革，令人啼笑皆非）。而阿里巴巴、腾讯所创造的巨大价值，也激发了民众对互联网的激情，政府推出的“互联网+”则在巧妙的时机引爆了创业板。除此之外，还有一系列概念持续为投资者增加信心：一带一路、亚投行、人民币国际化、自贸区……；

3) 暧昧的政府信用背书。2015 两会期间，证监会主席肖钢公开评论股市称，“本轮上涨行情是合理的和必然的”，“本轮牛市是改革牛”。一贯出言谨慎的央行行长周小川也一反常态地说：“资金进股市，也是支持实体经济。”中国《人民日报》文章提出的“4000 点才是 A 股牛市的开端”，以及新华社七论股市，则不断强化政府信用背书，彻底瓦解了投资者本应紧绷的风险意识。

之所以说是“人造牛市”，是因为此轮牛市出现了太多“动物精神”之外的人为因素的推动。官员乐观表态、官方媒体积极助阵、网络媒体标题党化的解读、一些专家和投行人士的任性发挥，都让股民越来越坚信这样的判断：这轮牛市首先是政府所需要的，也理所当然地得到了政府的大力支持，甚至投资股市不仅可以赚钱而且是支持国家的爱国行为。就这样，股市被“改革牛”、“国家牛”的概念捆绑之下，越走越远。这验证了哈耶克那句名言，“短期着眼，我们就是我们所创造的观念的俘虏。”

证监会的缺位与越位，也成为了“人造牛市”的助产护士。由于证监会始终不肯放弃对新股发行节奏的调控，IPO供给无法满足市场需求，这助长了投机气氛；随着泡沫的演进，各类财务造假、信息误导、内幕交易、股价操纵层出不穷，进一步冲昏了散户的头脑，但证监会的执法显得既迟缓又缺乏力度。直到股灾开始后的7月3日，证监会今日才通报：一名湖北股民通过发布暴风科技虚假消息套利8400元，被证监会通告并移交公安机关查处。证监会原常务副主席李剑阁最近指出，“最近市场上有一些公司在合并之前走漏消息，存在大量的内幕交易，但是我并没看到对这些内幕交易有任何的查处，我很失望。利用内幕信息违规交易的行为是公开的抢劫。”

证监会的另一失误在于，未能及早对“两融”和场外配资进行逆周期的调控。截止7月7日，证券公司场内两融余额为1.6万亿元，较6月中旬2.27万亿的高点已有所回落，但仍较年初水平仍增57%。场外配资余额约为1~1.5万亿。

人造牛市的危险性

“人造牛市”有何不妥？因为它既难以达到刺激消费、拉动经济、去杠杆的政策目的，又会制造新的风险，甚至威胁社会稳定。处理不好，就会导致“偷鸡不成反蚀一把米”的尴尬。

首先，股市有其自身的运行规律，而这是政府难以驾驭的。克林顿的财长鲁宾曾这样告诫克林顿：“总统先生，股市涨成这样，你千万别出去邀功说是自己的功劳。”克林顿问，“为什么呢？”鲁宾说：“因为股市涨上去，它还会再跌下来。”李剑阁说，“怎么能说政府就希望牛市呢？国家牛市呢？只要脑子里有这个概念的存在，就很危险。所谓‘国家牛’是不可持续的”。笔者注意到，官方媒体可以营造“慢牛”的概念，但这种想法是天真的。只要多数人形成一致预期，慢牛必然会变成快牛和疯牛。疯牛意味着暴涨暴跌，在这样的起伏中，股市难以对消费和经济带来刺激效果。

其次，由于行情来去匆匆，也难以真正起到“去杠杆”、救经济的作用。2014年股票融资占新增社会融资规模的比重仅为2.6%，今年1-5月也只升至4.2%。股市暴跌之后，证监会又被迫再度暂停新股发行。其实，如果证监会真要利用股市去杠杆的话，只要放开新股发行节奏管制就行了，完全没有必要把希望寄托在牛市上。市盈率高，愿意上市的公司自然会多；市盈率低，愿意上市的公司自然会少。市场供求会自发调节。中概股为何从美国退市？说透了，还不是因为国内A股市盈率高，而这种高市盈率则是长期IPO审批制的结果。

再次，一旦行情逆转，市场风险就会转化为政治风险。曾于1996年担任中国证监会原常务副主席的李剑阁最近警告说，“制造出了一个‘国家牛市’的概念，这是在设置陷阱。如不及时加以澄清，后果是十分危险的”。朱镕基在1996年就认识到了政府背书的危险性，“大概有近40%的城市人口与股票有千丝万缕的联系。股市要是出问题不得了。暴涨就暴跌。我们不能不讲话了，于是发表了《人民日报》特约评论员文章，是证监会同志起草的，讲了三个道理：股市现在是非理性的；是有涨必有落，落的时候，政府不会托市，也托不起这个市；股市风险自负，政府管不了”。问题是，在本轮牛市中，官方持续地为牛市进行信用背书，等到泡沫破裂时，要想在政府与市场之间进行切割，已经不太可能。换言之，政府被自己套牢了。这构成了接下来救市的大背景。

二、现在：救市

在2015年6月底股市暴跌之后，救市之声不绝于耳。由于政府既可以信心喊话，又可以动用财务资源救市，实在不行可以修改规则，所以从理论上讲政府总是可以“成功救市”的。问题在于，我们对于救市必须认真思考三个问题：有没有必要救市？救市的手段是否合理合法？救市的代价是否超过救市的好处？遗憾的是，市场只关注如何救，而对其它问题缺乏认真的讨论。

真有必要救市吗？

那些力主救市者有两种可能：一是股市的既得利益者，每个尚未及时退出的投资者都毫不例外地盼望救市，以便减少自己的损失或保住已有的收益，但政府显然不应被这样的利益所绑架；二是被暴跌吓坏了，担忧出现系统性风险。

从目前情况看，政府决定出手救市，或许两者兼而有之。一方面，由于前期的政府信用背书，股民不可避免会对政府“不救市”产生怨恨情绪，而股民数量之多（被套牢的也有不少学者和社会精英）足以产生强大的民粹主义力量。最近几个月，股民以每周百万的数量跑步入市，已开立 A 股账户的投资者达 8993 万。另一方面，对于股市引发金融危机的可能性，政府也没有十足把握。一些别有用心的人士又抛出“境外敌对势力”的阴谋论，更令政府被民族主义力量所挟持。

笔者认为，对此轮股市暴跌，政府似乎有些反应过度，而一贯的“风险厌恶”和维稳压力则是驱动因素。

第一，暴涨就有暴跌。从来没有那个股价泡沫破灭时是“有序下跌”的，由于人固有的恐慌心理，行情一旦逆转，必然会出现踩踏式的暴跌，必须认识到这是股市调整的“常态”，不必大惊小怪。融资融券固然加大了暴跌的力度，但如果我们不能忍受这一风险，当初就不该引入这一机制。它在上涨时不也同样导致暴涨吗？杠杆机制引发的暴涨与暴跌，只是同一枚硬币的正反面而已。当然，证监会本来可以在行情大涨时对杠杆进行逆周期的调节，但没有这么做。等意识到需要关注杠杆风险时已经太晚了。

第二，政府不应救泡沫。尽管跌势凶猛，但下跌幅度依然在合理的范围之内。股市前期大涨 1~2 倍，现在为什么就不能“大跌” 30%？到 6 月中旬 A 股估值已经严重偏高——A 股平均市盈率 32 倍、不含银行则高达 57 倍，中小企业板 85 倍、创业板 150 倍。因此，下跌本身是市场运行规律的内在需求，而并不是“市场失灵”。即便大跌后，上证、深证和创业板过去一年的涨幅仍然高达 81%、73% 和 66%。1997 年香港政府成立“盈富基金”救市时，恒生指数市盈率只有 8 倍多。即便暴跌后，中国创业板平均市盈率依然高达 90 倍。2009 年美国救市的时候，很多股票 PB（市净率）跌到一倍以下，而中国现在的平均 PB 在三倍左右。从图 1 可以看出，即使在暴跌之后，上证指数的市盈率水平不仅远远高于历史底部，也高于已经上涨很多的标准普尔市盈率。

换言之，即便应该救市，政府出手也显得过早，这样一来，救起的是泡沫，也加大了救市的难度。《环球时报》7 月 3 日的社论写得明白，“如果政府出重手帮助股市止跌复涨，就意味着政府对股市承担起长期责任。这个责任是政府担当不起的，股市不是可以由政府来编剧导演的游戏。中国股市的问题并非市场化太彻底了，而是因为它的市场化太初级了。政府的作用应当是制定并捍卫规则，防止投机不断做成大的泡沫，而非保护泡沫本身。”

第三，政府只有发生金融危机时才应该救市。对于救市必须极其慎重，因为这会破坏市场本身的规律，而且会引发投资者的道德风险，而投资者承担风险本应是股市运行机制的固有内涵。不少救市论者援引 1997 年香港股灾、1987 年美国股灾和 1929 年大危机的案例，鼓动政府救市。笔者认为，当前的中国股市与上述危机可比性不大。香港当年救市，是因为周边国家接连发生金融危机、港币岌岌可危、银行拆借利率飙升、股市暴跌，已经出现了金融危机，不得不救。中国目前银行体系稳定，利率并未大幅上扬，市场估算的银行对股市的直接敞口也仅为 2 万亿左右，远低于其 180 万亿的总资产。因此，当前的中国泡沫，更类似于 2000 年的纳斯达克泡沫，彼时从接近 5000 点的高位一路下跌至 1000 多点，跌幅超过 2/3，但美国并未救市，也未引发灾难性后果，因为它只不过是泡沫回归理性而已。尽管美联储降息，但出发点还是为了经济稳定（有趣的是，此轮降息又被认为引发了 2008 年金融危机）。

救市手段受争议

政府不仅出手过早，而且“激情救市”，不断突破政府与市场的合理边界，大有不达目

的誓不罢休的势头。观察中国股市的历史，以往政府救市的手段主要是：《人民日报》社论、降低印花税、停止新股发行。而此次救市从深度和广度上都是前所未有的，争议也一直伴随。

首先，一些救市手段可能侵犯了市场参与主体的合法权利。在监管部门压力下，21家证券公司宣布将出资不低于1200亿元购买蓝筹股托市。问题是，出手时的点位并非抄底的好时机，这些资金将面临巨大的市场风险。券商此举并未经股东大会同意，股东的合法利益可能因此而受损。券商在救市宣言中，居然还明确了4500点的目标价位，这在全球也是一个创举，不能不说是计划经济的深刻烙印。

其次，一些救市手段显得不够严肃。证监会不仅暂缓了28只新股发行，而且强令这些公司将已经冻结的资金退回。这等于宣布已经达成的交易无效。这样的做法，大大损害了市场交易的严肃性。

再次，为救市而随意修改法规，既存在程序瑕疵，也损害了法律的权威。例如，证监会宣布：“上市公司控股股东、持股5%以上股东及董监高，在6个月内减持过本公司股票的，通过证券公司、基金管理公司定向资产管理等方式购买本公司股票，不属于《证券法》第四十七条规定的禁止情形”。这意味着，一些可能的内幕交易就在救灾任务面前被合法化了。

第四，任性修改规则，损害市场规则的可预期性。证监会7月8日发布公告：“从即日起6个月内，上市公司控股股东和持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份”。规则的随意修改，加大了在中国市场投资的不确定性。

第五，市场行为“归罪化”，令人担忧。政府提出要打击“恶意做空者”，这等于对市场交易的动机做出判断，是十分危险的，与“上纲上线”可谓异曲同工。其实，所有的交易都是中性的：为了赚钱，因此无所谓善意还是恶意。如果官方可以认定哪些交易是恶意的并由公安部出面追究刑事责任，那以后谁还敢从事做空？如此一来，不如废除做空机制。索罗斯1997年在东南亚大肆做空股指、货币，但从来没有被认定为违法，最多是受到道德谴责而已。其实，这些做空者本身就是市场力量的一部分，多头也会转化为空头。即使做空加剧了市场动荡，那也是因为“苍蝇不叮没有缝的蛋”，市场本身就存在失衡与扭曲，仅仅怪罪于做空者，是逃避责任的做法。

第六，为避开股市下跌，居然出现了超过半数上市公司停牌的奇观。这在全球股市亦是创举。任性停牌，看似小事，其实很严重。一旦停牌，等于股东的资金被冻结，可能导致很多投资者陷入流动性困境。如果上市公司行为可以如此任性，国际投资者怎么会对中国证券市场有长期信心？

最后，中国政府在此次“超限救市”，即便救市成功，也强化了国际投资者对中国“政策风险”的认知。换言之，中国将付出沉重的“声誉代价”。长期以来，中国市场被认为透明度低、管制多、政治风险大，此次股灾更验证了他们的成见。这对中国资本账户开放、自贸区、人民币国际化、上海国际金融中心建设都将带来负面影响。

可见，本次股灾，政府救市时机显得仓促，出手之后的手法又显得任性。如果我们对救市的成本和负作用视而不见，即使救起又如何？

一个有趣的问题是：政府重手救市，是否真的帮助了散户？其实未必。本来市场有其自身规律，随着风险的积累，会有聪明的投资者及时逃离。但是政府不断的表态和救市举动，让不少投资者产生了错误的判断，选择了留下，错失了逃离灾难现场的机会窗口。换言之，我们不能排除这样的可能性：政府救市只是掩护了机构出逃（尽管这并非政府的初衷），而散户在政府信息诱导之下再次选择了留下。因此，政府救市，不论出发点如何，都可能制造新的噪音，破坏市场规律，令投资者无所适从。现在投资者每天最需要花费心思研究的，不是市场规律，而是猜测政府下一步怎么做。这样的市场不仅令人悲哀，而且滋生了内幕交易的无限可能性，而散户毫无疑问再次成为弱势群体。

三、未来

往者不可谏，来者犹可追。

此轮暴涨暴跌，代价是沉重的。即便成功救市，硝烟散尽，我们却付出了高昂的制度成本：法律的严肃性受到伤害，监管规则给人留下可以随意修改的不确定感，投资者风险自负观念倒退，政府与市场的边界重归模糊。这一切不能不说是中国证券市场发展进程中的制度退步，未来可能需要花费巨大的代价和时间才能修复。

我们有必要重温中财办主任刘鹤在《两次全球大危机的比较研究》一文中的警告：“在面对严重危机的时候，主要国家在应对政策上总犯同样的错误，这些明显的错误在事后看起来显得可笑，但对当事人来说，大危机在人的一生中往往仅会遇到一次，决策者缺乏经验，又总是面临民粹主义、狭隘的民族主义和经济问题政治化这三座大山，政治家往往被短期民意绑架、被政治程序锁定和不敢突破意识形态束缚，这几乎是普遍的行为模式。”

25 年来，中国证券市场一直被诟病为“连规范的赌场还不如”，低水平重复，这已成为中国经济转型、大众创业万众创新的一大“痛点”。痛定思痛，笔者建议：

第一，政府要敬畏市场、尊重市场。股票市场不是工具，不应该被赋予帮助企业脱困、去杠杆、刺激消费、拉动经济的使命，它承受不起。股市只是价值发现和交易的场所而已。即便牛市可以刺激消费、去杠杆，也应该是一个自然而然的过程，人造牛市，欲速则不达，反受其害。

第二，立即推动 IPO 注册制改革。这是中国股市实现制度新生的前提。注册制改革的本意就是“让市场发挥决定性作用”，证监会不再判断发行人的价值、不再调控新股发行节奏。审批制导致的市场自发调节功能的丧失，是股市乱象之根源。不彻底解决这一问题，必定是：剪不断，理还乱。

第三，监管者要摒弃“父爱主义情节”，恪守裁判者的本份指责。证监会的职责是保护投资者，具体方法是严厉打击违法犯罪、充分的信息披露和风险提示。证监会不应该关心股价高低，更不应该影响股价走势，最不应该干预市场参与者的微观行为。当然，两融机制能否实行逆周期的监管，是本次危机提出的新课题。

第四，厘清政府与市场的边界。特别是，政府（官员、官方媒体）不应应对股价涨跌进行明示或暗示，以减少对投资者预期的干扰。在发生股价暴跌时，政府不应轻言救市，只有在真正出现金融系统性风险时才能考虑救市。救市应该在法律和制度框架内进行，不宜随意破坏法律和规则的严肃性，更不能为民族主义、民粹主义所绑架。

最后，此轮暴涨暴跌，政府和市场都交了高昂的学费。危机过后，应该问责。问责的目的是“惩前毖后”。通过对有关责任主体“越位”与“缺位”的严肃问责，可以澄清监管者的定位、政府与市场的边界、市场参与者的权利和义务，形成未来制度建设的可预期框架，最终形成一个规则透明且稳定、人人守法的市场，这样的市场才是有效率的股票市场。

徐高：不要辜负这次“股灾”所交的学费

作者：徐高，北京大学经济学博士，光大证券首席经济学家。

在股灾之后不能在改革上停步不前，而更应该从风险中吸取教训，总结经验，并通过进一步的改革来完善金融体系。只有这样才不会浪费在这次股灾中所交的学费。

在过去的一个多月里，A股市场出现了一场“股灾”。期间，上证综指最大跌幅超过30%。但在政府卓有成效的救市政策带动下，市场已经稳定下来。但是，股市波动带给金融体系的冲击已经产生，救市所付出的成本也不小。

股灾的发生，以及近些年来接连产生的影子银行、钱荒、融资难、融资贵等问题，不由得让人以怀疑的目光看待近些年的金融改革。毕竟，诸如券商两融、场外配资这些股灾中的核心风险点，都是金融创新的产物。

但是，就像其他各个领域的改革一样，金融改革不应走回头路，也没法走回头路。相反，股灾更凸显了继续深化金融改革的重要性。而更加注重改革中可能存在的风险点，更加仔细地设计改革的步骤，是这次股灾留给下的教训。

我国经济结构转型的方向决定了金融改革不应走回头路。在经济“新常态”下，经济发展动力正从传统增长点转向新增长点，创新将成为经济发展的新引擎。而新兴产业、服务业、小微企业的作用也更加凸显。这些新经济的发展需要多层次、多类型的金融支持。而这些需求很难为我国以银行为主导的传统金融体系所满足。因此，继续推进金融改革，丰富金融市场，提升金融对实体经济的服务能力，是经济转型的内在要求。

而我国对外开放的扩大也要求金融改革继续向前。随着“一带一路”计划的推进，我国将更深地融入世界经济。在这个过程中，既需要通过人民币国际化、亚投行等方式走出去，还需要把国际资本、国际投资者、国际金融机构引进来。只有继续推进金融改革，让我国金融体系更进好地与国际接轨，才能支持我国进一步的开放，通过金融软实力的体现来增强我国在国际市场上的影响力。

除此而外，我国金融改革也没法走回头路。老百姓已经从金融改革中得到了实惠。银行理财的快速发展已经让储户获得了更高的利息收入。而在诸如新三板等金融创新的带动下，一些原先被排除在金融市场之外的小企业也得到了更多融资支持。而我国金融行业自身也在金融改革的大潮中得到了大发展，资金实力、业务水平均有长足提升。在金融改革已经惠及如此广泛的领域之时，开倒车实不可能。

金融改革已经是开弓没有回头箭，停步不前也不是选择。包括股灾在内的金融风险的暴露，表明我国金融体系仍存在不完善之处。在修补好这些漏洞之前，金融系统的稳定性仍然会受到威胁。因此，只能在进一步的改革中解决改革中碰到的问题。

由于金融改革只有向前一个方向，所以真正需要思考的是改革怎么才能走得更稳。这意味着尽管在战略上要坚定不移促改革，在战术上却需要小心谨慎，稳妥推进为上。就这一点，此次股灾带来了以下三点启示。

第一、要对金融改革中可能出现的矛盾和风险有充分认识。即使在欧美这样高度市场化的国家，也曾爆发了次贷危机、欧债危机这样危害巨大的金融危机。而我国金融改革的推进过程中，计划经济成分和市场经济相互影响，形成了更加复杂的市场运行格局，以及更多的风险点。

在这样的局面中，推进金融改革实际上是一个不断试错的过程。期间，新问题不断浮现是常态。认为市场化改革会自动解决所有的问题是一厢情愿。需要对金融改革中产生的苗头性、倾向性问题时刻保持警惕。

第二、推进金融改革需要顶层设计，注意改革措施之间的逻辑关系和先后次序。不少金融改革要取得预想成果，都需要前提条件的保证。比如，在我国股市IPO注册制尚未落地，上市企业融资行为未能完全市场化之时，股市的炒作风气较难遏制。这时，引入股市融资这样的杠杆业务，就有放大市场波动、助长泡沫的副作用。而此次股市的震荡也表明了国内金融体系的脆弱性。

在这种情况下，如果过早放开跨境资本流动，就难免在国际游资的冲击之下产生问题。因此，在推进改革时，金融和实体、以及金融内部各项举措之间的逻辑关系需要梳理清楚，

并相应设计出合理的改革次序，方能保证改革的平稳推进。

第三、金融监管体制的改革要跟上金融发展的形势。此次股灾的一个重大教训是，金融分业监管的模式已经越发不适应金融混业经营的发展趋势。在近年来所创设的各条银行资金隐蔽进入股市的链条上，金融监管者分别都只能管到其中的一环或几环，而无法形成全链条、全业务的全方位监控。这就留下了监管盲区和漏洞，无形中放大了金融风险。因此，在金融混业经营发展的大潮下，也需加快推进金融监管模式的改革，尽快建立混业监管的体系。

事实上，股灾并不可怕。恰恰相反，金融改革中所浮现出来的这些问题反而给金融从业者和监管者提供了难得的学习机会。这些改革中浮现的“乱象”向我们指出了改革中的风险点和障碍何在。也正是在金融改革的过程中，我们明确了改革的方向、形成了改革的共识、找到了平稳推进改革的方法。没有这个学习过程，金融改革难以成功。这种“摸着石头过河”的方式正是我国过去三十多年来改革开放成功的精髓。

因此，在股灾之后不能在改革上止步不前，而更应该从风险中吸取教训，总结经验，并通过进一步的改革来完善金融体系。只有这样才不会浪费在这次股灾中所交的学费。

任泽平：历次股灾原因、救市、效果和启示

作者：任泽平，国泰君安证券首席宏观分析师。

导读：“每逢大事有静气”，不要用愿望代替趋势，用情绪代替思考，让我们来研究点问题、弄清点情况，提出些切实可行的措施。

摘要：

通过比较全球历史上几次重要股灾、救市政策和效果，可以得出以下几点启示：1) 股票市场有自身涨跌规律。所有的股灾均发生在股票价格偏高时期，而且泡沫化程度越高，跌幅越深。2) 杠杆工具会放大股市的波动。比如美国 1929 年股灾、1987 年股灾、台湾 1990 年股灾。3) 新兴经济体在推动金融自由化过程中容易出现股灾，在资本账户开放、金融创新工具增加的过程中，政府监管体系不完善，投资者对新环境不熟悉。比如 1989 年日本股灾、1990 年台湾股灾、1997 年亚洲金融危机。4) 如果股灾发在经济周期上升期或降息周期，股市具有较强的恢复能力且调整较浅较快，有基本面或政策面资金面的支撑，比如美国 1987 年股灾、2011 年受主权债务危机冲击；但是如果股灾发生在经济周期下降期或加息周期，股市恢复力较弱且调整较深，比如美国 1929 年大萧条、2008 年次贷危机、日本 1989 年股灾。5) 政府救市是正常的逆周期调节，该出手时就出手。股票市场也是市场经济体系之一，因此需要政府逆周期调节，比如股市过热时加息、增加 IPO 供给等，股市暴跌时注入流动性、降息、减少股票供给等；6) 股灾发生时政府救市要及时有效，防止股灾对金融体系和实体经济的过大伤害。同样处于经济周期的拐点，1929 年大萧条的最大教训是政府救助不及时，放任股灾蔓延成金融危机和经济危机；而 2008 年次贷危机由于及时启动注入流动性、QE 等，一度被称为“百年一遇”的股灾对实体经济冲击相对较小，股灾后美国经济恢复较快。

总结历次股灾的救市措施，包括：1) 政府发布声明，建立常态透明的沟通机制，稳定预期。比如美国 1987 年股灾，总统和财长发布稳定市场预期的声明，理性引导。2) 投放流动性，降息降准，减缓或暂停 IPO。属于逆周期调节工具。3) 降低交易税费。比如当前单

边 0.1% 的印花税降至 0.05%。4) 政府及受政府影响的资金直接入市, 包括但不限于汇金增持金融股, 汇金申购 ETF, 保险资金入市等。5) 打击做空投机, 禁止裸卖空。6) 鼓励上市公司回购股票, 稳定投资者对公司发展的信心。比如美国 1987 年股灾; 7) 出手要快, 出手要重。8) 改革继续推进, 增强社会各界对政府发展资本市场的信心, 不要因噎废食, 不能因遇到困难出现改革倒退, 只有在水里才能学会游泳, 在发展中解决问题。

相对于美国, 中国股市具有典型的暴涨暴跌、牛短熊长特征, 要改变基因, 必须加强以下五个方面的制度环境建设: 1) 践行法治、从严监管; 2) 发展机构投资者, 传播价值投资理念稳定器作用; 3) 推动注册制改革, 发挥市场自身供求调节; 4) 主流媒体和监管层不得为股市做背书, 让市场教育投资者; 5) 尊重市场。

正文:

刘鹤主任在《两次大危机大的比较》讲到: “危机爆发后, 决策者总是面临民粹主义、民族主义和经济问题政治意识形态化的三大挑战, 市场力量不断挑战令人难以信服的政府政策, 这使得危机形势更为糟糕。”

“每逢大事有静气”, 不要用愿望代替趋势, 用情绪代替思考, 让我们来研究点问题、弄清点情况, 提出些切实可行的措施。

1. 美国历史上四次主要的股灾

1.1. 1929 年黑色星期二

一、股灾背景: 股市泡沫、经济周期反转、货币紧缩、杠杆收紧

美国政府在一战后奉行自由主义政策, 大幅削减个人所得税并实行宽松的货币政策, 美国经济迅速摆脱战时萧条, 迈入“咆哮的二十年代”。大规模工业化生产使得中产阶级也能消费起汽车和收音机等曾经的奢侈品, 消费主义盛行; 基础设施建设和城市化也得到长足的发展, 城市化率首次超过 50%。在经济高速发展的同时, 股市也是一片繁荣, 道琼斯工业平均指数从 1921 年 6 月的 60 余点开始反弹, 1929 年 9 月最高涨至 376 点, 涨幅高达 5 倍多。

当时美国股市高度自治, 美国政府对股市实行的是自由放任政策, 缺乏专门的证券法规和监管机构, 随着牛市的发展, 内幕交易、联合坐庄等丑恶现象越来越多, 同时大量劣质公司进入股市。因为股市的赚钱效应明显, 当时杠杆交易、信用交易非常流行, 股民仅付很少的保证金就可以方便的进行股票杠杆投资, 杠杆比率甚至高达 1:10。

然而从 1928 年开始, 实体经济呈现下行迹象, 钢铁产量、汽车销量、零售销量等纷纷下滑, 消费者债台高企, 美联储也曾在 1929 年 3 月警示股市过度投机的风险, 为了预防股市泡沫, 美联储逆经济形势提高贴现率, 将贴现率从 3.5% 提升到 5%。美联储还卖出政府债券, 收缩信贷和流动性, 要求会员银行减少对进入股市资金的信贷支持。为了降低杠杆, 美联储将证券经纪人的垫支比较从 20% 提升到 50%, 然而这些并没有引起市场足够的重视, 股指继续上扬, 直至 9 月份。因金融欺诈而率先暴跌的伦敦证交所狠狠地打击了投资者的乐观情绪, 同一时期正在国会讨论的斯姆特-霍利关税法案也引发投资者对贸易战的担忧。10 月 23 日, 道琼斯指数大跌 6.3%, 28 日和 29 日更是分别暴跌 13.5% 和 11.7%。到 1929 年年底股指已跌至 248 点。虽然 1930 年前三月股指大幅反弹, 终难改大势, 1932 年 7 月最低跌至 42 点。高杠杆的交易加剧了下跌, 因为下跌, 保证金交易的追加保证金需要和强制平仓带来的雪崩效应自我强化, 使得市场恐慌性抛售的恶性循环难以中止, 使得市场急剧下跌。

二、政府救市不得力: 自由放任、未及时释放流动性、信用紧缩黑洞及连锁效应

由于奉行不干预的自由主义经济政策, 当时美国政府和美联储没有在股市暴跌时采取实质性的干预措施。

1) 美国政府仅靠口头讲话来稳定市场,对杠杆交易引发的抛售,对银行的连锁倒闭都没有及时加以干预。1929至1933年共出现了四次大的银行恐慌,到1933年美国一共有32个州的银行全部倒闭或停业,美国的金融信贷几近全面陷于瘫痪;

2) 美联储未及时释放流动性,对1929年股灾时的流动性紧张局面没有采取任何有实质意义的行动,没有及时的增加货币供应量,保证足够的流动性,使得市场上的流动性越来越匮乏。据弗里德曼测算,1929-1933年间,美国的货币存量未增反降33%。伯南克在对1929年经济危机研究后认为,要走出类似的经济危机,需要长期执行低利率,保证市场充足的流动性,资助政府的财政扩张,以防止因为流动性紧缩和信贷紧缩带来的“金融加速器”效应,使经济步入深渊。

虽然在股灾后,美国开始反思股市崩溃的原因,采取了一些措施来稳定市场:

1) 通过了在金融监管史上具有里程碑意义的《格拉斯-斯蒂格尔法案》,要求投资银行和商业银行分业经营,避免股市崩溃直接冲击商业银行体系,进而导致连锁反应;

2) 放弃原先自由不干预的政策,相继通过《1933证券法案》和《1934证券交易法案》,并成立美国证券交易委员会,构建了一整套证券监管体系。

但这些政策偏向于长期效应,对于市场的短期失血和崩溃作用不大,就短期而言在市场崩溃之时,美国政府并未采取实质性的救市政策,此后漫长熊市。

三、救市效果与股灾后形势:从股灾迅速蔓延成金融危机、经济危机、社会危机

股灾前,因为银行对证券投资提供了大量的信贷支持,股市暴跌使得抵押品迅速缩水,很多银行无法收回贷款而倒闭,使得银行对于贷款的审核趋严,造成工商企业特别是中小型工商企业的贷款需求不能满足,隐入困境或者破产造成更多的银行坏账,形成信贷收缩的负向循环,经济受到严重冲击,工业生产指数迅速下滑。美国GNP增长率从1929Q4到1933Q1,出现了连续14个季度的负增长,累计为-68.56%。GNP指数在1933Q1达到低谷为53.2,仅相当于1928年50%,比1921年的59点还低,这意味着美国经济至少倒退了10多年。

1.2.1987年黑色星期一

一、股灾背景:经济周期向上、股价偏高、提高利率、汇率贬值、杠杆和程序化交易

上世纪80年代初,虽然美国经济告别了上世纪50-60年代的黄金时期,处于新旧经济模式转换的低速增长期,但基本面还算健康,并未出现1929-1933年的大萧条,在时任美联储主席保罗·沃尔克的努力下,通胀得到控制,利率下行。同时在美国政府的“新经济政策”刺激下,财政支出扩大,税收降低,大力吸引外资流入,加之股票投资免税,全球资本进入美国股票市场,美国股票市场走牛。截止1987年9月底,标普500指数相较1982年的最低点已经上涨215%,当年累计涨幅也高达36.2%。

然而,因为布雷顿森林体系瓦解,美元的预期贬值,为维持汇率稳定,继广场协议后,1987年2月,G7国家达成“卢浮宫协议”,日德等国相继降低利率,美国则提高利率,以抑制美元继续走低。但随着日德等国国内通胀上升,这一协议难以维系,德国在10月14日和15日接连提高短期利率,美元再次被看跌,1987年10月18日美国财长宣布美元或主动贬值,加上上市公司并购税收优惠取消、海湾战争升级的传言等坏消息的冲击,叠加3-9月份联邦基金利率上调的影响,美股开始调整,10月14日-10月16日连续三个交易日标普500指数接连下跌,累计下跌10.1%。10月19日,先于美股开盘的香港、欧洲等地股市接连暴跌,美股开盘后更是暴跌20.5%(标普500),史称“黑色星期一”。

程序化交易和杠杆交易加剧了这次下跌。程度化交易电脑程式看到股价下挫,便按早就在程序中设定的机制加入抛售股票,形成恶性循环,令股价加速下挫,而下挫的股价又令程序更大量地抛售股票。在大跌前,增量的融资资金助推指数上涨,大跌后,融资余额迅速下降,使得市场失血。待市场稳定后,投资者的风险偏好下降,融资余额保持稳定,再未见大

跌前的迅速上涨情景，股票市场走势也相对稳定。

二、政府及时大力救市：总统声明、提供流动性、降息、保证续贷、公司回购、熔断机制

为了稳定市场，美国政府和监管机构汲取 1929 年的教训，迅速的行动起来，果断的干预市场：

1、10 月 20 日，在美股开盘前美联储发表紧急声明，“为履行中央银行职能，联储今天正式宣布，已准备就绪为支撑经济和金融体系提供流动性”，支持商业银行为股票交易商继续发放贷款。同时，里根总统和财长贝克均表示，“这次股市崩盘与美国健康的经济是不相称的，美国经济非常稳定”；

2、保证向市场提供充足的流动性。为防止因为流动性缺乏导致的非理性下跌，10 月 20 日美联储大量购买政府债券并降低利率，使得联邦基金利率当日下行近 60 个 BP，并于 11 月 4 日是正式降息。放宽联储出借债券的规则，宣布联储立即向银行的注资已就绪；

3、保证贷款续贷。美联储鼓励金融机构与客户共渡难关，特别是商业银行对经纪商和交易商的贷款不能断。由于美联储流动性供给承诺，各州主要商业银行马上宣布降低优惠利率，增加证券贷款，保证客户的资金需要；

4、美国政府向多家大公司提供资金以便回购股票。面对被低估的股价，在股灾发生的一周内，约有 650 家公司宣布要在公开市场上回购本公司的股票，大部分发生在“黑色星期一”那天；

5、美国政府还与各主要国家协调汇率政策，干预外汇稳定美元汇率避免游资流出；

6、阻断程序化交易的恶性循环。10 月 20 日中午，芝加哥商品交易所和期货交易所也相继暂停交易，以期截断股指衍生品市场和现货市场的连锁反应。由于程式交易被普遍认为是这次股灾的重要原因，SEC 随后引入熔断机制，当股市出现异常波动时暂停交易，以便交易者能有时间重新考虑交易决定。

三、救市效果与股灾后形势：恐慌情绪缓解、未从股灾演变成金融和经济危机、创出新高、风格切换

因为美国政府、美联储以及 SEC 的得力措施，市场恐慌情绪得以缓解，虽然先于美股开盘的其它股市依旧多数暴跌，但 10 月 20 日美股开盘后就开始反弹，后来股市开始震荡上升，并在 2 年后回到 1987 年的高点。1987 年股灾后美国股市的上涨更多的是受盈利上升的驱动，估值提升不多，原因在于暴跌后市场重回理性。

1.3.2008 年次贷危机

一、股灾背景：经济周期顶峰、股价泡沫、加息周期、次贷泡沫破裂

美国在 2000 年和 2001 年先后遭遇科技股泡沫破裂和 9.11 恐怖袭击，为刺激经济，美联储在 2000 年至 2003 年期间多次降息，将联邦基金利率从 6.5% 下调至 1.0%，并维持至 2004 年 6 月才再次加息。在非常宽松的货币环境下，房市和股市双双大涨，MBS 和 CDO 等金融衍生品在这一时期的快速发展更是进一步刺激了房价的高涨。截止 2006 年，美国住房均价相比 1988 年已上涨 124%；道琼斯工业平均指数从 2002 年 10 月的 7422 点开始触底反弹，2007 年 10 月一度突破 14000 点，上涨近一倍。

从 2004 年开始，美国再次进入加息通道，到 2006 年 7 月联邦基金利率已上调至 5.3%。浮动利率抵押贷款利率相应大幅上升，居民偿债压力增加，特别是那些偿债能力本就非常脆弱的次级贷款借款人。利率下行抑制资产价格泡沫又进一步恶化了这种情形，资不抵债的主动违约开始显现，美国房市从 2006 年起开始陷入困境，随着危机的加深，大量持有次级债衍生产品的金融机构损失惨重，危机又蔓延至金融体系。2008 年 9 月，危机集中爆发，两房相继被政府接管、雷曼兄弟申请破产保护、美林被美国银行收购、保险巨头 AIG 接受联

邦援助、摩根斯坦利和高盛有投资银行转为银行持股公司以接受联储更严格的监管。受此影响，美股大幅下跌，9月-12月道琼斯工业指数累计下跌31.2%，2009年3月更是一度跌破7000点。

二、政府救市：提供紧急流动性、接管两房、QE

联邦政府在危机之始就开始介入救助，采取了一些措施安抚市场情绪，稳定市场：

1、2008年3月美联储为贝尔斯登提供紧急资金、联邦政府接管两房、援助AIG等；

2、2008年10月3日，国会通过救助计划，财政部和联储根据这一法案相继救助花旗、通用和克莱斯莱等巨头。而在之前的9月29日，国会否决7000亿美元的救助华尔街一揽子计划，当日美股暴跌，道琼斯大幅下跌7%。

二、救市效果：危机蔓延低于预期、美国经济快速恢复

在联邦政府的积极救助下，市场恐慌情绪开始缓解，美股2009年3月起触底反弹。

危机过后，美国再次对监管体制进行改革。2010年1月，总统奥巴马公布“沃尔克规则”，强调将自营业务从商业银行剥离；6月25日，国会通过《多德弗兰克法案》，该法案被认为是大萧条以来最为严厉和全面的金融监管法案，主要内容包括成立金融稳定监管委员会、设立消费者金融保护局、将场外衍生品纳入监管、限制商业银行自营交易、设立新的破产清算机制、美联储被赋予更大的监管职责等。

1.4.2011年主权债务危机

美股在2008年金融危机期间大跌，2009年开始触底反弹，期间除2010年5月6日盘中出现异常暴跌外，一直呈上升趋势。截止2010年年底，标普500指数相较2009年的最低点已上涨约90%。但联邦政府救助华尔街的7000亿美元计划也导致美国的联邦债务迅速增加，为此，美国从2007年到2010年已连续6次提高联邦债务法定上限，短短数年，联邦债务法定上限从不足9万亿提高到14万亿。这也为后续的主权债务危机买下隐患。

2009年12月，穆迪、标普和惠誉相继下调希腊主权评级，欧洲主权债务危机爆发，随后欧洲其他国家也相继陷入危机，以西班牙、意大利和葡萄牙最为严重。受此影响，美股在2010年4-6月震荡下跌。随着欧洲财长会议达成总额7500亿欧元的紧急援助计划，陷入困境的欧洲各国也相继颁布财政紧缩政策，市场对债务危机的担忧有所缓解，美股止跌回升。

但到了8月初，美国会未能在最后期限就债务上限达成一致，美股接连暴跌，标普500在8月2日和8月4日分别下跌2.6%和4.8%，8月8日更是暴跌6.7%。

8月9日，美联储宣布将联邦基金利率继续维持在0至0.25%的历史最低水平，并至少持续到2013年中期。这是美联储自2008年将联邦基金利率降至该水平以来首次明确政策的延续期限。由于这一利好消息的提振，美股当日大涨，标普500收盘上涨4.7%。虽然受欧洲主权债务危机的利空冲击，500标普在隔日再次大跌4.4%，美股总体上结束调整期，开始触底反弹，并在2012年2月突破前高。

2.香港：1997-1998年亚洲金融风暴

受益于国内改革开放步伐的加快，香港在90年代转口贸易和金融业不断增强，成为逐渐崛起的金融中心。1994-1996年香港GDP年均增长率达到4.5%，同时国内大型国有企业如上海石化、青岛啤酒等公司纷纷在香港上市，美国摩根士丹利等投资银行和国际基金不断加大港股在投资组合中比例，香港恒生指数在1994年2月4日达到12157点，之后经历了一段时期的下调，随着香港回归的临近，政治经济等不明确因素逐渐消除，市场再度活跃，1997年8月7日创造16673点的历史新高，较90年的2918点，涨幅达到659%。

随着美国国内经济的复苏，美联储也开始加息抑制通胀，这导致热钱纷纷回流美国。原先受益于热钱流入的东南亚各国由于实行的是和美元挂钩的固定汇率制度，为维持固定汇率，在热钱外逃时必须买入本币。外汇储备薄弱的东南亚国家难以支撑大规模的热钱外流，

这又进一步加强了币值贬值的预期，国际投机者们趁机大肆做空这些国家的货币。继泰国在1997年7月率先放弃固定汇率制后，菲律宾、印尼和马来西亚也相继放弃，台湾当局也主动开始缓慢贬值。香港成为索罗斯等国际炒家的下一个目标。

10月，国际炒家开始围攻香港，纷纷做空港股和港币。虽然香港外汇储备充足，足以维持币值稳定，但金管局的市场操作及相应的加息却直接导致了港股的大跌，做空者依旧获利。10月22日至28日，恒生指数下跌3343点，累计跌幅达27%，其中10月23日单日下跌10.4%。1998年1月，恒生指数已跌破8000点，仍遭受量子基金、老虎基金等国际游资的继续打压，到8月13日指数最低跌至6660点。

香港政府为维护港元，打破炒家套利计划，转变以往“积极不干预”的经济政策，采取了一系列措施在股票市场和期货市场做出应对：

1、香港政府和金管局直接进入股市。在意识到单纯抛售美元不足以狙击投机者后，香港金管局和时任财政司司长曾荫权在1998年8月主动向投机者宣战，动用约1200亿港元外汇基金购买恒生指数成分股和股指期货。金管局从8月14日入市坐庄起，逐步将恒指推升至8000点水平。金管局在大力买入8月期指的同时卖出9月期指，拉开两者的价值差距，使得金融炒家炒作的成本上升。部分蓝筹和红筹公司也在政府的号召下回购本公司的股票，成功阻击了国际游资的做空行为；

2、香港金管局直接进入汇市，稳定汇率和利率。香港政府用外汇基金买入港元，同时把买到的港元存到香港银行，使得机构投资者从银行借走的港元够得到补充，使港元的供求平稳，汇率和利率可以保持稳定；

3、限制恶意卖空行为。8月31日到9月7日，香港政府、金融管理局分别颁布了限制卖空和外汇、证券交易和结算的新规定，使炒家的投机大受限制。香港政府限制放空港元，将股票和期货的交割期限由14天大大减少为2天，裸卖空受到极大的限制。为了降低期指的杠杆作用，香港政府将每张期货的面值由5万港元/万点提升到12万港元，香港政府还将持仓申报的限额从500单位降为250单位，加设空头未平仓合约的申报机制，使得金融炒家暴露身份。

整个救市行动中，香港政府消耗近13%的外汇基金，动用超过150亿美元的资金，远超1993年英国政府在“英镑保卫战”中约77亿美元的投入。

香港政府坚决主动做多的策略，使得国际炒家铩羽而归，恒生指数逐渐企稳回升，到1999年7月重上14000点。香港政府的直接入市干预一度引发对香港全球金融中心地位的质疑，但事后来看香港政府此举成功维护了香港金融市场的稳定，非常时期的大规模救市更是在十年之后的全球金融危机中成为各国政府普遍的选择。

3.台湾：1990年股灾

在经历了20世纪50-70年代的经济腾飞后，台湾的出口发展迅速，贸易顺差在80年代持续扩大，从1981年的14亿美元激增到1985年的106亿美元。最初台湾当局实行的是固定汇率制度，但巨额的贸易顺差和美国在汇率问题上的不断施压使得新台币升值的预期强烈。台湾当局随后采取缓慢升值的策略，这又进一步强化了升值的预期，从而导致热钱大量涌入台湾，本岛居民在缺乏其他投资渠道的情形下也纷纷投资股市和房市，股市大涨。时任国民党当局基于政治目的为股市背书进一步激发投资者的盲目热情。1990年2月10日，台湾加权指数达到历史最高点12495点，相比1987年底的阶段低点已上涨351%，五年累计涨幅更是高达十多倍。

1988年9月24日，台湾当局财政部宣布恢复征收股票利得所得税，股市随即暴跌，到1989年1月，累计跌幅已达45%。台湾当局为了稳定市场，放弃征收股票投资利得税的政策措施，并借由证券交易所推动财团法人、上市公司和银行团进场护盘股市，股市再次开始

反弹冲高，更于 1990 年 2 月创造历史新高。但疯狂的过后必定是泡沫的破灭，在随后短短的 7 个月时间里，台湾股市暴跌 10000 余点。此外，见顶于 1987 年下半年的贸易余额、外汇储备增量和 1989 年上半年的台币汇率等指标，反映出台湾外向型经济源动力、货币流动性的下降，这也是构成股灾形成和台湾经济被迫转型的重要原因。

台湾当局在 80 年代末期采取了一系列金融措施应对岛内的资产泡沫，如开放外汇管制，鼓励企业对外投资；实现利率市场化，并通过大幅提高存款准备金率和贴现率等货币紧缩手段抑制岛内过剩的流动性；严控地下金融，切断信用杠杆的重要来源。上述政策虽加剧了泡沫的破灭，并给台湾带来了严重创伤，但从长期来看，仍是促进了台湾经济在 90 年代较为成功的转型，泡沫破灭后，GDP 仍能保持 6% 的增速。另一方面，台湾于 1990 年引入 QFII 制度，进一步放开证券市场，在一定程度上寄希望于境外资金拉动股市。

4.日本：1989 年股灾

自 1986 年开始的“平成景气”期间，日本的 GNP 的世界占比升到 1990 年的 13.7%，持有的国外资产达到 3830 亿美元，位居世界首位。良好的经济形势刺激了日本股市的大涨，虽然 1987 年日经指数随着美国股市的崩盘有一些回调，日经指数还是从 1985 年 12 月的 13113 点上升到并在 1989 年 12 月 19 日达到 38915 点，经济的繁荣和股市的疯狂使得日本国民丧失理智，纷纷投入股市。

20 世纪 80 年代初日本推行的金融自由化和超低利率政策是经济和股市狂飙的重要促因，包含着很重的泡沫因素。1989 年，日本政府 5 次提高官方利率，日本股市开始出现高位大幅波动，1990 年的海湾战争使完全依赖石油进口的日本陷入恐慌，股价大幅下挫。海湾战争结束后，日本股市虽然又强劲反弹，但已无法达到原来的高度，日本股市从此一路狂泻，跌至 1992 年 8 月 18 日的 14304 点。

随着股市的下跌，经济的下滑和地价的下降，日本的泡沫经济崩溃了，随着危机的进一步加深，众多银行和金融机构面临生存危机，甚至破产倒闭。

面对股市的大跌，日本政府在 1995 年前按照传统的危机处理方式被动解决金融机构出现的问题，日本货币当局重新转向扩张性的货币政策，连续降低利率(在随后失去的十年中，利率降低到零)增加货币供应，但是收效甚微，日本政府也采取了扩张性的财政政策来稳定股市和经济，但力量太小，几无成果。而没有采取有力的稳定市场的措施，直到 1997 年以后，受东南亚金融危机影响，日本金融系统崩盘，日本政府才最终彻底改变了态度，认真正视金融机构的危机处理。手段包括：成立专门的金融机构，完善金融体系。1998 年 6 月成立新的金融监管机构——金融监督厅，接管大藏省的监管职能；1998 年 10 月通过了以金融机构破产处理为核心的《金融再生法案》和以事前防范金融危机为目的的《金融健全化法案》；

1、透过入股方式进行暂时性融资。1998 年 10 月，基于《金融再生法案》，日本政府对日本长期信用银行与日本债券信用银行实施了暂时国有化。存款保险机构收购两家机构的全部股票，继续维持经营。

2、由政府指定机关予以清算。《金融再生法案》的核心是成立金融再生委员会来处理金融机构破产问题，即向陷入危机的金融机构注入救济性资金，增加其自有资本，同时制定有关金融机构破产处理、危机管理等计划和法案。

日本政府还将问题银行的交给政府资助的过渡性银行处理，以强强联合的方式进行银行间的横向合并等方式来恢复金融机构的职能。日本政府直到 1998 年 10 月才开始直接将资金注入到问题金融机构中，市场对于救援计划的反应非常正面，日本银行类股在救援计划公布后三个月内上涨 20%、一年后上涨 88%，直接注资的救援的效果较先前宽松货币政策，或是刺激财政方案来得直接，但到此时，日本经济已经度过了“失去的十年”，救市效果不能

称之为好。

可见，拯救计划推出时机是影响政策效果的关键。当政府处理的态度越明确，或是应变速度越快时，越能缩小市场震荡的阵痛期，同时对于社会资本的负担也就愈小，金融危机的影响也就越小。日本金融危机发生后直到 1998 年才出台大规模的救市政策，最终整体花费成本占总体经济 GDP 的 13%，居历次金融危机之冠。

5. 启示

一、通过比较全球历史上几次重要股灾、救市政策和效果，我们可以得出以下几点启示：

1) 股票市场有自身涨跌规律。所有的股灾均发生在股票价格偏高时期，而且泡沫化程度越高，跌幅越深。

2) 杠杆工具会放大股市的波动。比如美国 1929 年股灾、1987 年股灾、台湾 1990 年股灾。

3) 新兴经济体在推动金融自由化过程中容易出现股灾，在资本账户开放、金融创新工具增加的过程中，政府监管体系不完善，投资者对新环境不熟悉。比如 1989 年日本股灾、1990 年台湾股灾、1997 年亚洲金融危机。

4) 如果股灾发在经济周期上升期或降息周期，股市具有较强的恢复能力且调整较浅较快，有基本面或政策面资金面的支撑，比如美国 1987 年股灾、2011 年受主权债务危机冲击，美国经济处在经济周期上升期和低利率时代；但是如果股灾发生在经济周期下降期或加息周期，股市恢复力较弱且调整较深，比如美国 1929 年大萧条、2008 年次贷危机、日本 1989 年股灾。

5) 政府救市是正常的逆周期调节，该出手时就出手。股票市场也是市场经济体系之一，因此需要政府逆周期调节，比如股市过热时加息、增加 IPO 供给等，股市暴跌时注入流动性、降息、减少股票供给等

6) 股灾发生时政府救市要及时有效，防止股灾对金融体系和实体经济的过大伤害。同样处于经济周期的拐点，1929 年大萧条的最大教训是政府救助不及时，放任股灾蔓延成金融危机和经济危机；而 2008 年次贷危机由于及时启动注入流动性、QE 等，一度被称为“百年一遇”的股灾对实体经济冲击相对较小，股灾后美国经济恢复较快。

二、总结历次股灾的救市措施，包括：

1) 政府发布声明，建立常态透明的沟通机制，稳定预期。比如美国 1987 年股灾，总统和财长发布稳定市场预期的声明，理性引导。

2) 投放流动性，降息降准，减缓或暂停 IPO。属于逆周期调节工具。

3) 降低交易税费。比如当前单边 0.1% 的印花税降至 0.05%。

4) 政府及受政府影响的资金直接入市，包括但不限于汇金增持金融股，汇金申购 ETF，保险资金入市等。

5) 打击做空投机，禁止裸卖空。

6) 鼓励上市公司回购股票，稳定投资者对公司发展的信心。美国 1987 年股灾。

7) 出手要快，出手要重。

8) 改革继续推进，增强社会各界对政府发展资本市场的信心，不要因噎废食，不能因遇到困难出现改革倒退，只有在水里才能学会游泳，在发展中解决问题。

三、美国股市呈牛长熊短，涨多跌少；中国股市呈牛短熊长，暴涨暴跌。是什么造成了这种差异？如何从快牛疯牛变成慢牛长牛？（参见《如何从快牛疯牛变成慢牛长牛：中美牛市比较》2015.5.18）。

中国股市牛短熊长、暴涨暴跌，美国股市牛长熊短、涨多跌少。平均来看，美国熊市持续 10 个月，跌幅 35.4%，牛市 32 个月，涨幅 106.9%，牛市持续时间是熊市的 3.2 倍，呈典

型的牛长熊短、涨多跌少特征；A股熊市 27.8 个月，跌幅 56.4%，牛市 12.1 个月，涨幅 217.2%，熊市持续时间是牛市的 2.3 倍，呈典型的牛短熊长、暴涨暴跌特征

五大因素造就中美不同牛市。1) 市场法制环境：中国缺乏法治，监管不足，美国法制健全，信息公开、对违法行为严惩重罚；2) 投资者结构：中国股市是散户主导的追涨杀跌，美国股市是机构投资者主导的价值投资；3) 市场供求自我调节机制：美国实行注册制，进入退出机制完善能自动调节股票供需，中国是实质上的审批制，缺乏有效的供求平衡调节机制；4) 主流媒体和监管层作用：中国党媒渲染“炒股要听党的话”、监管层隐性背书干预市场是常态，美国投资者必须自负盈亏、责任自担，市场教育投资者；5) 对市场的认识 and 态度：中国政府和监管层把股票市场当工具以服务其特定目的，而在美国，股市得到充分尊重，让其自身规律发挥作用。

五方面改造股市制度环境，实现持续健康发展。1) 践行法治、从严监管。建立完善的证券法律法规体系和严格的证券市场监管体制，完善信息披露机制，对违法违规行为严惩不贷；2) 发展机构投资者。传播价值投资理念，培养投资者长期投资行为，让机构投资者真正起到股市稳定器的作用；3) 推动注册制改革，发挥市场自身供求调节。建立完善的市场进入和退出机制，尽快推动完全的注册制；4) 主流媒体和监管层不得为股市做背书，让市场教育投资者。政府和监管层必须放手，让市场的力量发挥主导作用，让市场来教育投资者；5) 尊重市场。政府必须放弃让市场充当实现自己某种目标的工具的短视行为，资本市场支持实体经济发展和推动转型创新是其发展繁荣后的自然结果，防止重蹈当年为国企脱困和国有股减持的覆辙。

曹远征:此轮股市波动的四个教训

作者：曹远征，中国银行首席经济学家。

“中国股市这次的特点跟它自身结构相关。散户为主，基本是追涨杀跌，因此波动性非常高，而且预期稳定比较重要，时间很短。”在 8 月 1 日的 2015 年（夏季）崇礼中国城市发展论坛上，对于此轮股市的波动，原中国银行首席经济学家曹远征如此分析称。

在曹远征看来，回顾这次股市的波动，有几条经验和教训值得今后借鉴。

第一，这个资本市场跟实体经济究竟有多大的关系？此轮股市，很多创业板市值都几百倍，完全没有任何逻辑可言，而且很多是大股东套现了，不是发展他的产业问题了。

第二，杠杆融资一定是需要监管的，而我国目前的监管体系，各管一段。配资的问题，是个信贷方面的问题，它需要综合性的管理，尤其场外配资，究竟是怎样监管。

第三，资本市场的教育也非常重要。这轮市场，入市的很多都是年纪比较轻的，没有过去股市惨痛的经历，大规模借钱炒股，这就意味着将来跌了以后，损失也非常之大。这类股民的融资成本通常在 8.5%，意味着股市不涨到 10%，投资完全是失败的。他们一定会快速买进，快速卖出。

第四，监管能力有限。股市在暴涨的期间，政府一定需要有某种提醒，某种监管，事后采取的措施好像错过最佳时机了，值得反思。

“我想这些都可能促成我们未来改进的一些方向。”曹远征表示。

李稻葵：政府应该在什么点位上出手护盘？

作者：李稻葵，清华大学经济管理学院 Freeman 经济学讲席教授。

这次暴跌是对非理性繁荣的报复

前段时间股市暴涨的最主要原因就是社会的期望值、股民的信心出现了暴涨。原因无非是这么几个：一是在此之前股价非常低，我们的市盈率是 10 倍，美国已经到了 15 倍，香港都比我们高，A 股出现价格洼地，所以沪港通开通后，大量的资金就北上了。二是杠杆的出现。三是很多人借机讲故事，所谓“改革促进股市，股市又反过来促进改革”。故事太多了，夸大其词了。

股市上融资的量是有限的。证券业的从业人员可能过多看的是局部，而不是宏观，一定要看宏观。股票涨了，大家欢天喜地，觉得整个经济都好像是活跃了；股市跌了，就觉得是世界末日了，不能这么讲。

这次的暴跌是对非理性繁荣的报复，因为前阵子涨得太高，有很多股票是虚高的，很多烂资产都在暴涨，所以暴跌是必然的。

股市波动是悲观主义者与理性主义者的斗争

在股市下跌的过程中，有相当一部分投资者认为，股票市场一钱不值了。悲观情绪是蔓延性的，它会形成一个自我循环和自我实现，如果悲观的人数很多，就可以做空，带来股价下降，股票降了以后会用杠杆，以前买股票的人就会被迫卖股票，又形成了一轮一轮没有底线的下降。这场战斗是悲观主义者与理性主义者的一个斗争，双方都有自我预期的可实现性，结果取决于哪一方的人多，取决于中间派会倒向哪一方。

目前情况下还是应该救市的，为什么救呢？主要是应该稳定预期，不能让预期无限制地往下走。

3700 或者 3800 这个点位是比较合理的，中国在这个点位上的市盈率和美国差不多，我们是 17，美国是 16，而日本是 26，所以我觉得这个点位上政府出手护盘有理性的基础。

但更重要的是，盘子稳定下来之后，一定要想方设法改革机制，不能搞那么多的杠杆，而且一定要允许股票市场做一些结构性调整，允许非理性的、没有任何基本面支撑的股票调整，不能说所有的股票都不能跌。总体上讲，微观层面要允许市场发挥决定性作用，宏观层面要发挥政府对信心的主导作用。

股票相当于足球，是最不好玩的融资游戏

我们要发展多层次的资本市场，但主要是发债，而不是发股票。股票在直接融资中是最难的，最不好玩，要求最高的游戏。打个比方，到银行贷款相当于练田径，规则比较简单，发债券稍微复杂一点，相当于从田径走向了游泳、跳水比赛，股票市场相当于足球，规则太复杂了，容易造假，主观性太强了。所以发展金融体系，先要从简单的游戏开始做，从田径开始练，田径玩熟了以后再搞跳水、足球。

为什么我们的股票市场搞不好？因为一个国家要搞好股票市场，需要有非常健全的守规矩的意识，要有监管的意识。从根本上讲，一个企业发了股票之后可以永远不还钱的，因为并没有做出承诺，拿了钱以后跑了股民也找不到。所以，股票市场是最难的游戏规则，需要强有力的辅助设施，比如说法院、监管机构。一些中国人太不讲规矩，法制观念比较淡薄，钱圈跑了就不玩了，那样股市就成“赌场”了。

陆挺：重拳应对危机

作者：陆挺，华泰证券研究部和机构销售交易部主管、首席经济学家、董事总经理。

【编者按】6月15日以来，A股出现连续大幅回调，上证指数累计跌幅达27.86%。中小创跌幅更甚，期间中小板指累计跌幅37.22%，创业板指累计跌幅达39.69%。市场持续半个月暴跌的惨状历史罕见。而从6月27日，央行启动双降政策开始，A股打响了历史上最为壮观的救市保卫战。证监会、证券业协会、中国基金业协会、保险机构以及诸多知名私募机构、上市公司、国资委各方救市力量集结，围绕股市多空博弈异常激烈。A股到底怎么了？救市能否成功？A股未来将走向何方？本期《金融街会客厅》专访华泰证券研究所所长、首席经济学家，中国首席经济学家论坛理事陆挺解惑当前A股现状，分析未来走势。

陆挺：当前重拳应对危机 未来要坚定推进改革

金融界：您对目前的股市状况如何看待？

陆挺：二月份之前我在美国银行美林证券工作，自己也经历了刻骨铭心 2006、2007、2008、2009 年特别大的金融动荡。今年二月底，我加入了中资券商，加入之后我自己学到很多东西，尤其是我工作性质的改变，我有机会接触到目前在中国资本市场发展中一些更实际，更细节的，更有操作实务的东西。接触的之后发现，一方面，对我自己个人脑洞大开，超越了我以前作为宏观经济学家所接触的知识内容。另一方面，其实从那时候我已经开始有点警觉，这倒不是事后诸葛。今年二月底、三月初，当时监管机构让我们去开会，当时我和领导们讲了这样一个问题，我们目前很多改革都挺好的，但是我有一点担心，有些方面我们监管是不是能够跟得上。我当时讲了一点，我发现我们很多金融产品，相对于国外金融产品而言，我们都有一个隐含的保底的协议，比如我们现在讲到了这几天的关键词“杠杆”，其实有杠杆未必可怕，可怕的是跟杠杆相连的一些保底协议。比如平仓，一个产品无论是公募的，私募的，或者结构性的产品，他规定跌到 0.8 或 0.9，或者维持担保比例到 120、130 将强制平仓，他本质上是保护我们的投资者，实际上在市场真正下行的时候反而制造了恐慌，如果只有一扇门，大家惊慌的时候肯定会争先恐后的往外挤，就会发生踩踏事件。

客观的来讲，过去半个月，其实某种程度上可能有效率。第一点，在货币政策、金融监管和实物之间，往往有时候是这样，我们的愿望是好的，我们推进了改革，实际上操作过程中有一些细节的加入，反而使一些改革到最后在经过实践检验的过程中会发生比较大的问题。现在事情已经发生了，接下来可能还会有政策的出台。

我们现在应该怎么办？我现在在中资券商工作，的确整天想着这个问题。大家都知道前面两个星期，这个市场处于一定紧张的状态，大家也都指望着现在政策的出台。官方媒体上报道，六月份以来，央行相继启动了逆回购，开展了六个月中期借贷便利，增加了抵押补充贷款投放的规模，降息及定向降准的，几乎全部可用的货币政策工具。这里可以从两个角度想，第一个，工具箱里的工具不多了，说了“几乎全部可用”，但是他留有余地，他没有说全部可用，加了“几乎”两个字，当然是我的猜测，但是我觉得这句话有一定的含义。

可以这样说，这几天我通过研读报纸，各个投行研究报告和各个微信群里，各位“高人”、“大佬”们的建议，大家不约而同的想到了，当其他所有的政策都不能够产生政策，不能遏制故事进一步下滑的时候，最后采取什么样的政策。这里就有两个问题，第一个，有没有这

个必要，救还是不救？第二个，怎么救？现在看来，在某种程度上可能有一定的必要，原因在于过去一年，尤其是过去大半年，我们融资盘不仅仅是场内有 2 万亿，还有场外，融资盘的确规模比较大，上升的速度比较快，有些融资盘，接下来可能有比较多的融资盘接近预警线。其实在融资盘以外还有其他的，可能会触及强制平仓的产品，比如我们私募的产品，他也有强制平仓的，跌到了净值的多少会强制平仓，还有股权质押，收益权互换，都有这些问题。这些问题对于我们中国资本市场都是比较新的问题，我甚至可以这样说，我们目前究竟规模有多大？在学术界也没有定论，因为它发展速度太快。但是有一点是可以确定的，因为我们大量杠杆的出现，因为我们有一种杠杆加上强制平仓，或者从保本概念的条款出现，客观上可能会引起一定的恐慌。在这样情况出现的时候，就会导致某种程度上我们有可能看到的一些，和我们经典的，关于系统金融风险相关的情况。银行系统风险就是这样的，也许这个国家有 100 家银行，中间只有 1 家银行有问题，但是老百姓挤兑的时候不会三七二十一，就会挤兑第二家、第三家，他会造成一个恐慌，在这样的时候可能我们监管或者银行需要动用国家的力量遏制这样的恐慌，理由很简单，整个金融市场从基本面来讲，还是估值比较合理的状态，但是发生恐慌的时候就会踩踏，就会导致金融市场出现恐慌，导致整体资产定价和估值明显低于合理的价格。我们目前虽然不至于那么严重，我认为也不需要真的那么恐慌，有的国家如果出现挤兑银行现象不一样，毕竟我们整个国家的金融系统对实体经济，主要的资金来源还是在我们银行系统，但是毕竟现在直接融资在我们国家比例过去一段时间上升了不少，也不可忽视这样的风险。更何况，一些资金都是间接的来自于银行，比如两融，2 万亿，1 万亿来自于银行，可能我们一些理财产品，通过一定的渠道也进入了这样的配置，所以从我预测的角度，我认为接下来几天应该还会有比较重要的措施维护市场的信心，遏制市场进一步下跌，防止系统性金融风险发生。

第三，这一次也许接下来几天我们会看到比较重要的，维护市场稳定的政策，但是我们更多的应该看到救了以后怎么办？我们接下来究竟应该以什么样的姿态看我们未来的预言，或者几年的中国经济和金融市场。这里很重要的一点，我们不应该因噎废食，我们应该坚定的推行我们国家金融改革和其他的经济改革。这一次股市之所以能够从 2000 点，乃至到今天的点位，其实还是一个牛市，在很大程度上大家都认为中国有很大的机会，甚至有很确切的机会，迎来改革的黄金时代。我认为真正从中长期的角度来维持大家对中国股市的信心，就一定不能让改革倒退，就一定要坚定的推行改革。改革的过程中不免有磕磕绊绊，不免有这些问题，需要做具体的时间，在具体推行过程中需要不断的修正，我们大家的原则还是一样的，应该推动改革，比如金融改革方面，我认为 IPO 注册制的改革，我们 IPO 可能在短期之内也许推行的速度会慢一些，但是大的方向 IPO 注册制的改革不应该慢下来。中国股权市场上大家都看到了很多的问题，很关键的问题是，我们市场在很多股权的价格，在 IPO 的发行方面起的作用太小，归根到底监管者做的事情，要保证我们整个中国资本市场的公开、公正、透明。另一方面，我们要把真正的定价权、发行权逐渐的移交给市场，实际上更多的移交给我们在座各位和我们广大资本市场的专业人士，用我们最专业的做法，无论是操守，还是最专业的执行方法，把这个资本市场做好。除了 IPO 注册制之外，金融改革，包括衍生品交易，对冲的工具，包括现在买方市场上大量私募基金，我认为总体来说这些都是我们需要的改革，只不过在一些细节上，在执行方面，在程序方面如何改进。另一方面，金融改革，我们刚才讲的资本市场之外，还应该推行前面讲到的，进一步推行我们国家的汇率改革，利率市场，进一步开放中国金融市场，不能因为这一次中国股市有一点问题，就把我们国家金融开放的脚步放缓，这个我认为没有必要。

可喜的是，我看到今天 QFII 额度在进一步放开，这是正确的选择。在金融改革之外，要让我们国家的改革真正牛起来，我们还需要坚定的推行国有企业改革，推行土地改革，推行各个方面的经济改革，能够让我们国家的经济发展，我们资本市场经济面有一个稳定的基

础,也只有这样,中国的股市在经历了这一轮的调整,才会迎来我们真正所希望看到的慢牛。

陆挺:目前蓝筹价位合理 未来一年 A 股有望进入慢牛

金融界: 您觉得股市接下来会怎么发展? 还会继续下跌吗?

陆挺: 现在要预测整个的未来方向有一定的困难。但是我坚信: 第一, 在我看来, 现在大盘股、蓝筹股已经是很合理的价格, 当然中小盘的价格很难判定, 的确是有相当大的一个波动空间。虽然判断合理价格永远是很困难的一件事情, 但是我有信心接下来短期风险虽然大一点, 但是中长期, 中国股市还是很有机会进入一个慢牛的状态, 未来一年还是很有可能看到, 未来的股市要比现在的状态好很多, 不是说股指会高很多, 而是发展更健康。其实股市一年比如平均能够上涨 10%, 那其实是一个很不错的股市上涨的幅度, 10%到 15%的话就很好了, 到 20%肯定是一个大牛市了。所以说好很多并不是说一定要到百分之五六十, 七八十的一个涨幅, 有的时候涨幅太快反而是隐含了相当的风险。

金融界: 目前的形势下, 您觉得还可以有的一些什么办法, 或者是您所说的重拳出击?

陆挺: 我想到最后的一些重拳可能还是, 国家队在这方面的规模可能在一定的时候, 在信心的确是非常弱的时候, 扩大这个规模和范围, 要给市场一个很坚定的信心。就是我们认为在目前的一个价位上面已经比较合理, 国家愿意动用一定的力量来维持我们, 尤其是大盘股的指数稳定。但我想维持稳定就可以, 没有必要把它推高到一个一个涨停板, 推到更高, 这样可能又会导致新一轮的比如炒作。

目前这个情况之下, 就是把面扩大, 能够维持稳定, 给市场信心, 但同时应该向市场释放一个很强的信号就是总体的金融改革方向、经济改革方向, 不会因此受损, 因为我们这次股市的一个很重要的推动力量就是改革, 如果我们为了救市而延缓甚至停止了一些改革, 那是得不偿失的。所以短期要有霹雳手段, 能够维持市场的信心, 但是真正维持市场信心的就要向市场释放坚定改革的信念。

金融界: 您觉得合适的点位可能是会在哪儿, 现在大家恐慌它还要下挫 ?

陆挺: 其实永远都不可能知道一个合适的点位在哪里, 但如果现在要采取一些非常规的一些手段, 那么就是维持目前大盘的点位, 略有上升, 就让它维持。我们现在到了这个点位, 尤其对大盘股来讲的话, 已经很合理的一个价位。

金融界: 这个是核心。

陆挺: 对, 在这么一个情况之下, 那么我们维持它的稳定, 或者有小幅上升, 那么我认为就能够让市场的信心能够恢复。

陆挺: 本轮牛市利好实体经济 长期仍看好优秀成长性企业

金融界: 市场有分析认为我们这次的泡沫不会像跟纳斯达克那样, 流到实体经济。您怎么看待这一样?

陆挺: 我觉得一方面, 这次股市上涨如果我们看上证指数从 2000 点到 3600 点, 股市整体的指数上去了, 那么客观上能够改善整个中国经济的融资结构。股价上去之后, 比如定增、IPO, 能以更高的价格发行, 股权能够替代债权。所以从这个角度上能够有利于国家降低企业的债务杠杆, 改善他们的融资结构, 这是一个方面。第二, 要看到现在我们的中小板、创业板和新三板中有大量的中小企业, 这些企业中间肯定是有泡沫的, 是有问题的。但是要客观的看到, 肯定也有很优秀的一些企业能够脱颖而出。这段时间股市上升, 确实是太快了, 但是我们也看到它也激发了整个中国的万众创新, 大众创业的热情。有些创业我认为还是非常值得鼓励的, 鼓励了我们的 PE/VC, 把这个资金投给创业企业。所以我个人是相信能够看到在这一波之后会有一些优秀企业的诞生。

金融界: 其实在暴跌之前, 中概股回归 A 股的话题已经很热。当时是很期待, 因为那些企业可能是比现在的中小板或者创业板里面大部分要优秀, 或者说他们代表着真正有成长价值的企业。

陆挺：非常同意。我们之前有一些很优秀的企业，互联网的企业，创新的企业，在海外上市，那么这部分企业回来，定价到国内会更为合理，也能够带动我们企业新一轮的创新。我们有一个分析员写过，风大的时候，猪和雄鹰都在飞。风没有的时候，猪掉下来了，雄鹰还在上面，所以最后会飞的还是雄鹰，我觉得这个比喻特别的恰当。

金融界：也就是说，从中长期角度，或者说当我们的股市经历这一次的调整之后，重新起来的话，您也还是看好这个创业板。

陆挺：我看好中间有一部分的企业，其实创业板、中小板，尤其是创业板，还有新三板，可能世界各国的历史发展都有点类似。这中间有很多企业甚至会倒闭，也许永远都成不了真正优秀的企业，但是我们恰恰需要这样一个机制，通过这样的一个融资渠道，扶植一批真正优秀的，这也许本来就是我们要有这个创业板或者新三板的目的所在，你不能指望它里面所有的企业都成为一个伟大的企业。

金融界：但是，现在这种情况下，IPO 其实都是暂停的，如果从救市的政策来说，中概股回归肯定也会搁浅。

陆挺：我想这次在上市的速度方面会受一定的影响，但我相信这次金融改革方面，包括 IPO 的注册制，包括中概股回归，大的方向上总体的进程不会改变，但是短期为了应对一些特殊情况速度可能会受一点影响。但我们还是应该要看到整个资本市场，一定要有价值投资的理念，长期投资的理念。还是要让投资者，尤其是机构投资者，要对中长期有这样的信心，这是最重要的。

陆挺：宏观经济触底还需二、三月 下半年货币政策仍将宽松

金融界：您认为宏观经济是否已经触底？起稳回升的时间是什么时候？

陆挺：我觉得触底也许还需要两、三个月的时间。现在看各种各样的先行的一些数据，我们已经接近于底部，但要很明确地说，我们是不是在底部，可能还需要一段时间的观察。另外，可能因为最近股市巨幅的波动，这个新出现的情况可能会对实体经济略有一点负面影响，比方说对消费的一些影响，对投资的一些影响，

金融界：因为股市现在的情况，使得原来的货币政策实际上是发生了一些变化，您怎么看下半年的货币政策？

陆挺：我相信无论是货币政策，还是财政政策，接下来都有进一步的宽松的空间，这一点上我从来没有动摇过，之前可能有的券商已经开始说这个空间不大了，但是要看到即使没有这次股市的下行，中国经济的基本面其实并没有明确的触底反弹的迹象，所以在这样的情况，说我们的货币政策或者财政政策要转向，我认为这样的判断并没有合理的一个依据。另外一方面，从更深刻的一个中长期角度来讲，其实我们的货币政策接下来从某些角度来判断，它会持续做一些调整，叫它宽松也好、调整也好，才能够维持我们国家正常的货币供应，。为什么要这么说？因为降准。每次降准，外界都说是货币宽松，但实际上我们现在面临这样的情况，我们的准备金很高，18%左右，在全世界可能都是最高的。准备金过高是有历史原因的，就因为大量热钱涌入，是因为对我们人民币有很强烈的升值预期。而现在这样的情况不复存在了，人民币现在不仅没有升值，而且有贬值的预期，所以现在出现了资金外流，这是很客观的情况，我认为上上下下都有这个共识。在这种情况下，为了对冲这样的资金外流，就要放低准备金，而调低准备金的过程，我认为接下来会是两到三年的一个持续过程。从这个角度上讲，货币宽松政策，还要持续两三年。当然有的人说这不叫宽松，只是对冲而已。

金融界：那下半年的财政政策会怎样？

陆挺：财政政策我想有那么几点，第一个就是它和货币政策相连的那一块，比如说 PSL，通过央行直接借钱给国家开发银行或者其他的一些政策性金融机构，比如说地方政府，这是货币政策和财政政策的一个直接相连，我认为在一定程度上，这也有必要的。因为它实际上通过这样的通道更直接，资金的成本更低，缓解了地方政府的融资压力，某种程度上也可以

说，它实际上改变了地方政府的债务限制，使其变成了中央政府的债务。这样对于我们解决过去几年地方政府债台高筑的情况有所缓解。第二，和央行的货币政策有一定的关系，现在的债务置换是定向置换，定向置换之后，这些是可以商业银行用来抵押，可以到央行那边再去拿这个债贷款，实际上这条通道又打通了，我认为这个定向置换很重要，是一个非常好的设计，因为在 08 年金融危机发生时，地方政府承担了当年四万亿的投资任务，可以说是绝大部分的责任，这个责任从理论上应该是中央和地方共同承担的。别的国家都是中央政府承担为主，我们国家那时候特殊情况，由地方政府承担为主。我认为对当时的一些历史问题，做一些很合理的划分，本身这个做法是合情合理的，这样的做法第一使我们整个资本市场对地方政府债务的风险在下降，间接的对银行的估值也会提升，为什么？因为很多的钱都是问银行借的，所以这样的置换本身有几个好处。

第一个，降低了我们国家银行的风险。第二个实际上降低了地方政府的财务负担，因为利率下降了。第三个也使得地方政府的财务结构更加稳定，第四个我觉得也是公平合理的让大家能够看到，当年 2008 年，2009 年的危机的状态下，一个很好的事后的处理办法，给未来的我们如果解决危机，提供了一个范本。所以我说从总体角度上来讲的话，这既是一个财政政策，也是一个货币政策。

金融界：财政货币一体化。

陆挺：其实很多财政政策到最后是跟货币政策是分不开的。涉及到更具体的财政政策谈到钱怎么花？我认为还是应该推进中国的城市化，尤其是大城市的建设，然后城市的基础设施，我觉得这个钱往这方面投，尤其往大城市投，比如省会城市投，这个钱哪怕将来有一部分变成坏账，它毕竟还是留下来了更多基础设施，所以如果我们要寻找合理的投资机会的话，我认为还是在推动城市化的时候，推动我们大城市的基础设施建设，尤其是可能地下管网这些建设，公共交通的建设，地铁的建设。

陆挺：国企改革整体进程不会太受股市影响

金融界：国企改革有些分析认为分歧会比较大，您怎么看？还有就是这次股市的情况会影响到它的进程吗？

陆挺：我觉得国企改革最关键的还是将来能够在两个层面开展。一个就是在竞争性领域，能够更多的降低政府对国企直接的干预。这也有两个方面，第一个就是让已有的国企真正的参与市场竞争，第二个含义就是在这个竞争性领域逐步的降低补贴，各种隐性的补贴，能够让民企参与这样的竞争。所以我觉得国企改革并不是说只是盯着改造现有的国企，更多的是一个市场的概念，让现有的国企和民企在同一个平台上参与竞争，同时也让民企能够参与这样的竞争。第一种类型，就是竞争行业的国企改革，在这个过程中当然大家可能会有一些更细节的，比方说让经理人、员工持股，这个实际上也都是朝着这个方向去走，因为要让这些国企参与市场竞争的时候，一定要改变它的激励机制，否则很难在竞争过程中生存，它如果不能生存，要不就倒闭，要不就需要寻找补贴。如果一旦寻找补贴，它和民企的这个竞争又是不公平的，所以背后一方面是市场的放开准入问题，另外一方面还是涉及到产权激励的问题。

涉及到第二类国企改革就是非竞争型领域，因为有些的确是涉及到国民经济命脉的一些领域，它天然的或者说就有一定的垄断性，那么这里面涉及到一些央企，一些天然垄断的行业。在这个方面，我想一方面还是要适度的改革它的考核和激励制度，因为即使是有一些接近垄断的行业，它还是有一些竞争性的。只要有三家、四家它就有竞争性，还是要鼓励竞争，考核激励还是要于此挂钩。但是另一方面，我觉得考核的确是要加强，资本对经理人员的考核，我们说这个资本的时候，其实已经背后就是国有资产的一些管理。那么我觉得还是一句老话，就是从直接的，比如说我们的国资委，或者我们其他的一些政府部门，从直接的干预

或者管理企业的高管，经理人员，还是应该转向以资本运营为主，从管资本的角度为主，来推行这个国企改革，当然真正实际操作起来可能难一些。

国企改革的整体进程应该不会受到股市太大的影响。改革的主体还是企业。

刘利刚：中国股灾的警示

作者：刘利刚，澳新银行中国区首席经济学家。

中国上证综合指数已从6月12日5411点的顶峰下挫约30%。本轮股市大幅下跌主要是由于股票市场快速去杠杆化造成的。早在今年四月份的时候，笔者曾在FT中文网专栏提醒市场和投资人，由大量杠杆借贷而推动的股市大涨并没有经济基本面的支持，市场情绪的变化将导致股价大幅下跌，触发“黑天鹅”事件。过去几周中股市大幅调整，不幸被笔者言中。这次股灾应该被看为中国股市的“及时警告”，股价回调至反映其潜在价值的水平是件好事，它也将使投资者和监管机构更深刻地了解了风险和理性投资，而政府的“救市”只会伤害股市未来的发展。

自上周以来，包括中国央行和证监会在内的监管市场，连同券商等机构投资者，实施了一系列的“救市”措施，认为如果不救市将导致金融市场不稳定，也会影响消费者的情绪和拖累中国经济增长。笔者认为，上述这些论点均存在误区。

首先，早前的场外高杠杆融资融券和违规市场交易，其实是真正影响金融体系稳定的行为，政府及时监管是正确的行为。在早前股市大涨之中，融资融券账户的迅速增长主要是散户投资者。对于银行而言，目前也并没有任何数据表明，银行广泛接纳企业以股本作为抵押资产进行贷款，这也意味着股市下跌并不会导致大量的不良贷款，中国银行业的资产负债表依然健康。尽管散户和机构投资者在股市大跌中都出现较大亏损，但中国的金融体系整体仍然是稳定的，并不太可能引发系统性危机。

其次，一般而言，中国股市的走势与消费、投资和经济增长的关联度不高。反而是房地产市场不振对于投资和GDP增长有着直接的影响。笔者认为，本轮股市的大跌也不会大幅拖累经济增长。当今年年初股市大幅上涨时，澳新银行-罗伊摩根中国消费信心指数显示，中国内地居民的消费信心并未大幅好转，而今年前五个月中国的实体经济也依然疲弱。这意味着，股市表现与消费和经济均存在“脱钩”的状况。因此，中国股市的目前的波动不太可能改变市场对中国经济增长态势的判断。我们也维持早前按预测，认为2015年中国GDP将增长6.8%。

从另一个角度来看，本轮股市的大幅调整的益处之一是，它给央行放松货币政策腾挪了大量的政策空间。央行可以通过降准和降息的手段来稳定市场情绪，更重要的是可以帮助降低企业高企的融资成本。我们认为央行在2015年底前将再下调存款准备金率100个基点，并下调基准利率25个基点。我们预料财政政策还将更加积极，城镇化和“一带一路”也将大量增加固定资产投资。如果中国实体经济在第三和第四季度出现复苏，预料这将有利于投资者对中国股市信心的恢复。

对于中国金融改革而言，笔者认为，深化金融改革并发展资本市场是正确的道路，但这一改革并非一朝一夕可以通过制造一个股市牛市而实现。这一过程需要各个部门进行改革协调合作。具体而言，新股上市不应该被暂停，股市应该帮助那些过度杠杆化的央企和地方国企实现股权混改。对于投资者而言，应该学会如何在融资融券交易中控制风险，而不是依赖

政府救市。投资者和监管机构也需要通过这次股市大幅调整学习风险管理和市场化的监管思维和方法，只有这样才能成功实现中国的资本市场开放。

更重要的是，此次股灾也暴露了金融市场化风险很难用行政手段控制。试想此次股灾如果发生在资本账户完全开放的情形下，其负面影响和对中国金融市场冲击将会来的更加猛烈。那些鼓吹加速开放资本账户且认为风险可控的人士，也应该有所警示了。

陈龙：股灾最深层的原因是价值回归

作者：陈龙，为长江商学院金融学教授，执行副院长。

编者按：本次股灾令投资者受到不少惊吓，而7月9日开始的连续反弹态势似乎安抚了市场信心。但是昨日沪指创下8年以来最大跌幅(高达8.48%)的信息又让投资者如同惊弓之鸟，一个略微负面的信息似乎就可以压倒市场信心。股价为什么波动如此剧烈?我们可以预测股价吗?股灾又能给普通投资者带来什么启示呢?长江商学院副院长陈龙发表文章回答了上述问题。

陈龙援引行为金融学家席勒的研究成果称，股价的波动超出基本面暗示市场的非理性。而这样强烈的波动性，实际上预示着可预测性。从历史上看，每次市场快速上涨偏离基本面对后，几乎不可避免地会迎来较大的回调或长期波动。这个现象背后的金融学逻辑，是企业基本面远远跟不上股价的上涨，原因可能和投资者结构有关。此外，文章给出了对于政策和投资者的建议。

以下为原文：

自从世上有股市以来，股市是否可以预测的问题一直让投资者废寝忘食。今年股灾让人印象最深的，是社交平台使得人性像永不休息的电影一样得以展示。每分每秒的涨跌牵动着每一颗心，大众、金融从业者、专家、学者、经济学家像在赛马一样，随着价格的起起落落发表看法。

关心这个问题的当然不只是投资者。如果企业和融资者能够预测市场，就可以把握融资的节奏和风险;如果政府和监管者懂得资本市场的规律，就可以制定政策让资本市场更好地服务经济，并预防风险，而非像驾驭一匹野马，前后失距，甚至引发灾难。

非理性的市场

美国经济学家罗伯特·席勒于2013年获得诺贝尔经济学奖。不大为人所知的是，他最重要的一篇文章是1981年发表的《股价的过度波动能够用未来的股息变化解释么?》一文。理论上说，股价波动应该反映企业未来现金流的波动。但是席勒通过研究美国1871-1979年标普500指数的历史发现，大市的波动是股票未来实际现金流波动的5-13倍。也就是说，股价的波动远远超出了基本面，暗示市场的非理性。席勒也因为对资本市场的非理性诠释而最终获奖。

中国投资者可能会觉得席勒的发现大惊小怪。1871年至今，标普500指数的年度最大跌幅为48%(1932年)，有多达4次年涨幅超过40%，在席勒眼中可谓波动剧烈。但是A股短短24年内，已经充分表现出“拿得起、放得下”的气势，有4年涨幅超过100%，最大

跌幅则达到 65%(2008 年)。波动性如此疯狂,谈何预测?加之中国股市对政策的依赖性强,于是中国股市的标签是“国情市”、“政策市”、“操纵市”、“无法预测”。

席勒的真正贡献并不只是指出市场的非理性,而是改变了学界对资本市场研究的方向。就在这篇文章发表后不久,金融经济学家们意识到,长期来说股价必须反映公司的基本面。如果股价偏离基本面很多,势必会向基本面回归。正如股市中的那个经典比喻——主人遛狗,狗有时候跑到主人前面,有时候跑到主人后面,但是最终还是会回到主人跟前。这里,股价如同被遛的狗,主人如同股票的基本面。虽然股价疯狂波动,但始终会以基本面为中心。这样,股价强烈的波动性,实际上预示着可预测性。我们虽然不知道狗为什么要偏离主人,但是知道狗会回归。偏离的力度越大,则回归的力度越大。一个波动性很大的市场,实际上是一个可以预测的市场。

估值预测回报

让我们用数据来检测这个理论的真伪。我们可以用市盈率(市值对盈利的比率)来衡量股价对盈利的偏离程度。假设平均的市盈率为 20 倍,即股民愿意用 20 块钱股价来匹配 1 块钱的盈利;那么如果市盈率涨到 40 倍,说明股价已经太贵,狗已经跑得太远,预示着未来的回报率会很低,因为该涨的已经涨过了,股价甚至可能回调。反之,如果市盈率只有 10 倍,那么股价相对比较便宜,可能意味着将来回报率较高。

市盈率高有两种可能,一种是预示着将来回报率低,另外一种预示着将来的盈利会很好,即所谓有成长性。到底哪种可能性,则是一个实证问题,也是投资者最关心的问题。如果意味着贵,那就应该卖出;如果意味着将来基本面好,那么物有所值,就应该持有。

到底是哪种可能性呢?先看美国的情况。下图是美国 70 多年来市盈率和未来 5 年年化股票实际回报率的散点图。尽管数据中的干扰很多,但整个趋势还是显示出市盈率和未来 5 年的回报率有负向的关系。较高的市盈率(约 35 倍)与未来 5 年的低回报(约-6%)相对应;而两个最低的市盈率(约 5 倍)则与未来 5 年最高的回报(约 25%)相对应。

当前市盈率的高低与未来的股票回报率成反比,这便是美国股市所显现的一条重要规律。对于投资者来说,如果在估值低点买入并持有 5 年,就能获得可观的回报;而如果踩在估值高点踏入股市,未来的收益较为糟糕是大概率事件。

再看中国 1995-2014 年市盈率与未来 1 年 A 股回报率的关系(图三,此处我们用上市公司中位数的市盈率和不包含股息的回报率)。股票回报率最高的四年(1998, 2006, 2007, 2009)都在横轴的最左侧(即上一年市盈率最低),而如果上市公司平均市盈率接近 40 倍,则下一年的回报率都是负的,包括跌得最深的 2008(-65%), 2001(-25%)和 2011 年(-24%)。当然不是每次市盈率低的年份都迎来下一年股市大涨,比如 2005 年就没有,牛市是在更下一年。总体来说,估值与未来 1 年回报率的反向关系总体非常明显,二者的负相关性达到-68%。这个负向关系比美国要显著得多,支持波动性越大的市场就是可预测性越强的市场的推断。

从席勒最初指出资本市场相对于基本面过度波动,到金融理论可以解释这种波动性和可预测性的关系,经济学家对资本市场的理解已经走了很远的路。证明这个普遍规律同样适用于中国这个盛行特色论和政策市的国度,则无论从理论到实践都具有重要意义。其核心逻辑是长期来说股票价格必然围绕基本面波动。

这个理论像看不见的手,控制着中国股票大历史。其一个具体的推断,就是每次市场快速大涨,远离基本面之后,都几乎不可避免地迎来较大幅度的回调。上证指数在 1992 年 3 月只有 313 点,到当年 7 月飞升到 1234 点,到 10 月跌回 507 点;1993 年 3 月涨回 1340 点,到 1994 年 7 月跌回 334 点。在证监会三大救市措施的大力推动下(暂停新股上市、控制上市公司配股、增加入市资金),当年 8 月就涨到 785 点,但是到 1996 年 2 月又逐渐跌回 552 点。

1992-1996年这段看似惊心动魄的波动，实际上都可以归结为资本市场规律对股市涨幅过快的惩罚。

上证从1996年2月的552点飞涨到1997年4月的1394点，但是到1999年2月又回落到1090点。之后在2000年7月突破2000点，并在2001年6月达到2200点。从此启动了长达4年多的熊市，到2005年11月只有1099点，重新回到1999年的水平，比1992年还低。新的牛市从2005年底启动，到2007年底突破6000点。好景不长，到2008年底重新回到1820点。之后经过6年的波动，到2014年8月才只有2048点。最新的一轮牛市从那时开始，到2015年6月突破5000点，于是经历股灾，经过大跌、救市，到7月回稳到3900点。

历史告诉我们什么？当股指飞涨(例如翻倍)之后，几乎不可避免地会迎来较大的回调或长期波动。这个现象背后的金融学逻辑，是企业基本面远远跟不上股价的上涨。当狗跑得太快时，其折返变成可预测的大概率事件。可能和投资者结构有关，中国股票市场确实比较疯狂，但并非违背金融规律。恰恰相反，过去20多年的股票史是金融基本原理的证明。

从理论上讲，飞涨的股价也可能预示着将来基本面的大幅度改善而非价格的回调。所以每次大牛市都往往会有“此次不同”、“黄金”、“钻石”之类的解释，这样的故事写满了资本市场的历史。个别企业的天价可能确实意味着成长性，但是如果市场指数高企，往往预示着股价的回调。也因为如此，上个世纪一位最伟大的投资家说过，英文里面代价最昂贵的四个字是“此次不同”(This time is different)。这个道理放到中国，其实没有什么不同。资本市场的普遍规律是跨越时空的。

如果把这次股灾和资本市场的实证规律联系起来，我们可以学到什么教训、得到哪些启示呢？

对政策的启示

资本作为最基本的生产要素之一，是一个赋能型行业。提升金融行业的效率可以带动经济的整体繁荣。金融在中国又是一个痛点很大的行业，表现在资金配置效率低下，融资贵、融资难，投资者没有好的理财渠道，而且一些金融机构暴利。所以推动金融体系的改革和创新的毋庸置疑，也不应该动摇。但是资本市场的参与者，包括普通投资者、金融机构、监管者和政府，都需要理解并遵循资本市场的基本规律。

资本市场的波动有其内生的规律。回顾金融理论的发展史，美国也曾经以散户为主，没有什么理论。没有理论并不代表规律不存在。20世纪三四十年代股市巨大波动带来的困扰，迫使投资界认真探求可以解释资本市场和投资的理论。在这个背景之下，马科维茨(Markowitz)于五十年代推出资产配置理论。这是金融作为一个学科的重要开端；马科维茨被公认为是华尔街之父，并获得诺贝尔经济学奖。中国的今天也在经历类似的变化。随着国民财富的增加和对理财需求的上升，在所谓的中国特色和政策市说法流行了多年之后，对资本市场和投资的框架性理解的需求变得越来越迫切，投资者教育的时代正在来临。

我们对股灾的反思应该遵循对资本市场的理解和对金融体系的完善两个角度。金融理论告诉我们，没有基本面支持的牛市难以为继。A股20多年的历史也告诉我们，当大市经历超过一倍的翻升之后，无论当时的故事多么激动人心，都不可避免地迎来大幅度回调或振荡。所谓敬畏金融，指的并不只是风险控制，还包括正确理解资本市场和实体经济的关系。市场的各种参与者，都应该尊重资本市场的基本规律，否则会受到惩罚。中国的金融体系正在从以信贷为主向直接融资的资本市场转变。对资本市场的理解和敬畏也变得越来越重要。

本轮牛市实际上是一个全民参与的运动，从政府、媒体、金融机构到投资者都广泛介入，并和鼓励融资的政策和市场情绪结合，表现在场内场外融资，包括券商和银行的积极参与。以场内融资为例，2014年8月，沪深两市场内融资首次达到4699亿；到2015年6月18日，

这个数字飞升到 22730 亿, 新增 18000 亿;到 2015 年 7 月 16 日, 配资数又下跌为 14213 亿, 减仓 8500 亿, 加上自有资金的清盘, 卖盘应该数万亿。相比之下, 被广为关注的为私募基金提供系统服务的 HOMS 平台, 其总资产在 2015 年 6 月 12 日达到 4312 亿, 到 2015 年 7 月 16 日降为 3581 亿, 共减仓 731 亿, 这个数字包括了配资和自有资金平仓。显然, HOMS 平台无论从交易体量和平仓量都只占总量的很小份额, 不可能成为本次股灾的重要原因。

股灾之后, 社会焦点似乎转移到对特别因素的调查, 包括股指期货的作用, 恶意做空, 境外资金, HOMS 之类的软件平台, 大股东减持等。毫无疑问, 对资本市场体系的完善, 包括信息透明化和风控体系, 都非常重要。但是如果把一场广泛参加的事件归结为个别原因, 不客观, 甚至危险。如 A 股历史告诉我们, 本次股灾最深层的可能原因是价值回归, 其次才是市场机制和风控手段的不完善。如果不能认识到这一点, 那么前车之鉴, 后事之师, 更大的危险还在后面。

给投资者的启示

想要在股市上获得高回报, 就要学会如巴菲特所言, “别人贪婪时我恐惧, 别人恐惧时我贪婪”。在市场预期悲观, 股价低于内在价值时, 理性把握买入机会;而在市场陷入疯狂, 股价往往被高估之际, 果断卖出。这即是价值投资的精髓。

知易行难。由于中国股市波动性巨大, 即便知道合理的价格区间, 也不容易选择合适的投资时点。系统讨论投资技巧已经超出了本文的范畴, 但可以肯定的是, 懂得资本市场最基本的规律和历史仍然非常重要。A 股历史上的几次大牛市都是从估值低开始, 而估值最高的几年, 之后的回报率都是负的。从这个角度看, 到 2015 年 6 月底, 主板接近 20 倍的市盈率比历史平均 30 多倍的市盈率还算便宜。而中小板 75 倍的市盈率, 以及创业板超过 100 倍的市盈率, 即便在跌过以后, 仍然相对自己的板块是历史高位。

对于普通投资者来说, 重要的是, 价值投资并不需要高深的公式。只要学会定量分析, 运用估值(市盈率或市净率)便可进行判断。2001 年, 股神巴菲特曾为美国《财富》杂志撰文, 给广大投资者提出一个更为简单的估值指标, 即股票总市值占国民生产总值(GNP)的比率。通过计算美国的历史数据, 他认为, 当这一比率处于 70% 至 80% 的之间时, 买进股票就会有不错的收益。但如果在这个比例偏高时买进, 就等于在“玩火”。

当然, 如果业余投资者仍然觉得定量分析过于复杂, 不妨尝试下另一位投资大师彼得林奇的方法。经过多年的实践, 他发现, 每次在宴会上喝鸡尾酒, 听周围人谈论股票, 就能对市场进行预测。如果人们宁愿与牙医谈论有关治疗牙斑的事情而不愿与他这个基金经理谈论股票时, 很有可能股市将要止跌反弹。而如果一大群人都整晚围在他身边, 根本不理睬牙医的存在, 甚至他们都兴致勃勃地开始给基金经理推荐股票时, 这可能就是股市已经达到高点将要下跌的信号。彼得林奇形象的将这套关于市场预测的方法称为“鸡尾酒会”理论。其本质是通过观察人们与股市的关系, 来判断市场情绪的高低。

在中国, 这个方法不妨改为当办公室里、电梯里、家里、从来不碰股票的人经常讨论的都是股票的时候, 当券商营业部门口总是停满单车的时候, 当一只股票改名匹凸匹就会涨停的时候, 就是高估的信号。反之, 2013-2014 年流传的一个段子是上海丈母娘选女婿的新标准是不得炒股;也许, 那就是市场要回升的信号了。

韩志国：股市崩盘的深层原因

作者：韩志国，经济学家、北京邦和财富研究所所长。

导语：经济学家韩志国先生好长时间没有发言了，这篇文章堪称本轮“小股灾”后最有价值的反思，也是对中国股市最冷静清醒的认知之一。

谁也没有想到，半个月前还波澜壮阔的这轮牛市在短短十个交易日就出现了令人瞠目结舌的重大变化。股市崩盘，不仅表现在股价的变化上，更为重要的是，它反映了监管层、投资者和市场对这轮股市的分析和把握都出现了明显偏差。

1、这轮牛市是没有基本面支持的国家牛市，体现的是政府意志而不是市场意志。尽管我们出于对牛市的渴望把此轮牛市称之为改革牛，但改革的目标和措施都处于混沌状态，很难看到大力度的、符合现代市场经济要求的根本性变革。要让中国股市能够像美国股市在次贷危机中发挥经济发动机的作用，就必须给市场充分时间，就必须对市场全力呵护。但从过去几个月的实践来看，股市并不能按自身规律健康运行。市场一有好转，证监会就不断干扰，几乎每个星期都有利空，一个月 50 只股票 IPO 近乎疯狂，政府接二连三地鼓吹互联网+使得市场日益畸型。可以说，这轮牛市的根基是建立在沙滩上的，当虚无缥缈的一带一路炒完后，当这轮牛市的发动者在内外舆论的夹击下开始犹豫时，市场的危险就不期而至。

2、这轮牛市完全靠资金和杠杆推动。融资融券和场外配资，是过去中国股市历次牛市中从未有过的现象，这种现象的存在，使得这轮牛市完全成为资金推动型的上涨。融资融券和场外配资本自就是双刃剑，在 2000 点、3000 点、4000 点时，监管部门对此重视不够，而到了 5000 点左右时，证监会开始大肆清理违规资金，使得本来已经高度敏感的市场资金链断裂，市场瞬间出现雪崩式下跌，获利盘与平仓盘相互交织，互相踩踏，股市出现了一轮又一轮的崩盘。

3、这轮牛市是第一次有股指期货的牛市。不但中国自身有股指期货，美国与新加坡也都有 ETF50 一类的股指期货。沪港通开通以来的实践表明，国际资本根本就不认同中国股市的这轮牛市，这不但从沪股通的入市资金上可以得到反映，而且从 A+H 股中的 H 股股价上也得到了明显体现。当 A 股到达 5000 点左右的高位时，国内外的唱空者开始联手，做出各种令人恐怖的预测，同时在 ETF 上大肆做空，成为这轮股市崩盘的最大受益者。而中国股市的监管者不懂市场的扭曲监管行为又恰恰在这个过程中起到了助肘为虐的作用。

4、这轮牛市是中国股市有史以来的第一次全流通牛市。全流通意味着产业资本和控股股东可以大规模套现，仅在今年以来，大股东的套现规模就已经达到 5000 亿，加上 2600 亿元的交易成本，以及新股 IPO 和上市公司再融资，市场的资金压力日益沉重，终于在不堪重负下上演了一出市场崩盘的丑剧和闹剧。

5、这轮牛市是第一次主板、中小板和创业板同时存在的牛市。中国股市历来有炒新和炒小的特点。基金抱团热炒小盘股，一方面导致出现了 140 倍的创业板和几万倍市盈率的小股票，另一方面又通过编故事、讲故事的方式制造花样众多的题材，引诱投资者跟风跟庄；而那些市盈率极低的大蓝筹股，基本上成为市场的弃儿，进而导致市场结构的极度扭曲，大批跟风炒作小盘股的投资者成为市场崩盘的最大受害者。更为严重的是，监管者每一次出手，目标都是市场的蓝筹股，这导致市场行情长期处于八二状态，股市本身所应有的价值发现功能和资源配置功能出现严重变形。

如果说，中国股市还只有 20 多年的历史，还是一个极不成熟的市场，那么在这个市场中，最不成熟的非监管者莫属。从股市诞生的那一天起，历任证监会主席全部来自银行，使得中国股市的监管机制严重混乱，监管行为乏善可陈。中国证监会所做的，绝大多数是不应

该做的；而应该由证监会做的，或者根本不做，或者肆意扭曲。当制度不能矫正市场走偏时，市场就必须矫正这种走偏的制度。一个不了解市场内在机理、不善于化解市场内在矛盾、不懂得保护市场投资热情的证监会很难担负起维护股市、发展股市进而使中国股市承担起促进中国经济转型、优化资源配置的重任。

1、中国证监会必须有明确的行政定位。查处内幕交易，保护投资者的合法权益，应成为中国证监会的唯一职能，至于新股发行的方式和方法，则完全应该下放到沪深两个证券交易所。

2、中国证监会必须建立严格的问责制度。因中国证监会滥用职权导致市场出现巨大波动甚至出现崩盘的，必须追究其行政责任甚至刑事责任。

3、必须加快建立集体诉讼制度和损害赔偿制度。在这些必要的前提没有建立之前，绝不可贸然推出注册制，否则就必然导致中国股市一地鸡毛。

必须指出，我们从来不主张政府胡乱地干预市场，但是当投资者的预期发生重大的集体紊乱而这种紊乱又是由政府监管部门的不当行为引起的时候，政府就必须旗帜鲜明地启动纠错机制，就必须采取超常规手段来稳定市场情绪和市场预期，而不该也绝不能在这个时候假借尊重市场的名义而无所作为。维护中国股市的健康发展，就是维护中国经济的现实和未来，在这方面，不可也绝不能心存任何侥幸心理。

沈建光：背水一战的中国股市保卫战

作者：沈建光，瑞穗证券首席经济学家。

一个月前，笔者发表了“牛市国家战略的六大风险”，提醒投资者警惕股市疯牛。没料到短短的几周，中国股市风云突变，令人瞠目地实现了从疯牛到快熊的切换。自6月下旬以来，A股从5200快速下滑至3500点，跌幅超过30%，速度之快、幅度之大堪称股灾，而由此可能引发的系统性金融危机的风险更令全球投资者胆战心惊。

作为应对之策，决策层相继推出了降准降息、降低交易费用、社保基金入市等一系列措施。上周末更是召开了最高级别的应对危机会议，推出了诸如央行给予证金公司无限量流动性支持、暂停IPO，直接入市干预等大招，但仍未能防止股市下滑，而且波及到港股和大宗商品市场，令居民的财产损失，政府的信誉和危机应对能力受到空前挑战。

笔者认为，此次A股暴跌不应孤立的从市场行为来看，考虑到当前国内外形势已非常危急，股市保卫战志在必得，是一场输不起的战争。国外方面，希腊退欧一触即发、除中国以外的新兴市场国家也有不少已经陷入危机，海外投资者恐慌情绪蔓延。国内经济仍然疲软，通缩风险加剧，进出口萎缩，高杠杆带动全社会资金大举入市。如果应对不力或延迟，及可能形成多米诺骨牌反应，造成协调性的金融风险，甚至是危机，势必将会蔓延至实体经济，严重挫伤政府信誉。这几天港股大幅下挫便是警示，如果处理不当，股灾将威胁整个金融市场及经济。

所幸的是，目前中国资本管制尚未完全放开，这为应对危机，取得这场股市乃至金融保卫战赢得了空间。笔者建议，形势危急时刻，切莫低估系统性金融危机的可能，当务之急是凝聚共识，稳定信心，恢复市场流动性，避免恐慌与资本外逃，以最小的成本为结构性改革与日后反思及对策争取时间。在笔者看来，未来几天是能否打赢这场中国金融保卫战的关键时点，背水一战，没有退路。

股市保卫战是防范金融危机第一道防线

关于是否应该救助，目前市场上仍有不同声音，但在笔者看来，本轮 A 股市场大跌不应孤立来看，应该将其放到全球金融动荡的高度。目前中国在发展中国家中是鲜有的并未遭遇金融危机冲击的国家，全球投资者避险情绪加大之下，中国应高度重视内部危机，以免遭遇资本外流与汇率大幅贬值的冲击。

不难发现，欧美国家经过了金融危机以来五六年痛苦的过程，如今已经走出了最坏的时刻。尽管当前欧元区仍面临希腊退欧的不确定性，短期内欧元和全球金融市场会经历一次明显冲击。但从长期来看，正如笔者在《欧债危机的摊牌时刻》文章中所提，欧元区主要大国经济金融基本面保持稳定，财政与金融一体化程度有所加深，且欧央行已承诺捍卫欧元，欧元区能应对希腊退欧的风险。

相反，真正值得警惕的是发展中国家。可以看到，伴随着美元走强，危机时一度表现卓越的发展中国家已经受资金回流美国外溢性的影响走向低谷，特别是俄罗斯、巴西如今已陷入负增长。考虑到我国对新兴市场国家出口份额逐年上涨，部分发展中国家国家增速下滑均必将拖累我国出口。更进一步，在全球投资者避险情绪增加，发展中国家普遍遭受冲击之下，中国经济基本面持续下滑但汇率坚挺，已经有 97 年亚洲金融风暴之前的影子。

另外，80 年代以来有关货币危机有三代模型，其中第二代的多重均衡模型显示，即便存在稳健的国内经济政策，只要一国的失业或政府债务压力达到一定限度，固定汇率制就可能在一定市场预期下陷入崩溃的多重均衡区间。而第三代模型则阐述，即便没有第一代模型强调的扩张性财政货币政策，也没有第二代模型关注的失业或政府债务问题，但道德风险、流动性危机以及企业净值变动也有可能是导致危机爆发的根源。当前中国经济基本存在下滑态势，且国内资本市场悲观预期蔓延，全球投资者避险情绪加大，与货币危机模型的前提条件已有诸多吻合之处。

笔者目前在美国拜访基金经理，与全球几家顶尖对冲基金的投资人进行深入交流，之所以投资者近期抛售港股最主要的原因在于以下两点：一是困惑为何政府已经采取行动，但收效甚微，更何况在当前中国资本市场尚未实现资本项目开放的有利条件下，救市如此之难，令投资者对决策层能力产生怀疑。二是投资者担忧出现的市场流动性枯竭，无法交易的市场需要尽早逃离。这其中，不乏早前看好中国改革，重仓中国股票的投资者，可见恐慌情绪已经在国际投资者中间蔓延。

因此，切莫对当前由股灾蔓延成金融危机的可能掉以轻心。当然，值得庆幸的是，目前中国资本管制尚未放开，这为应对危机赢得了时间，如果积极应对，有避免危机的条件。因此，在此时点，笔者建议及时出手，防止危机蔓延。

救助关键在于扭转预期

在笔者看来，技术性的操作不是最大的问题，从国际经验而言，关键在于决策层决心是否坚定，从国际经验来看，政府一旦出手是完全可能起到稳定金融市场，避免危机的目的。回想 97 年亚洲金融危机时的香港，很难想象，如果没有当时香港政府的果断出手干预，已经沦为超级提款机的香港将会面临何等灾难，以及其对大陆造成连锁反应。同理，金融危机时期美国对雷曼倒闭先是袖手旁观，面对危机扩大，后来对花旗和美邦保险采取紧急救助，才避免危机态势进一步扩大。

更为深刻的案例是欧央行行长德拉吉曾在 2012 年欧债危机最为严峻的时候，曾抛出“whatever it takes to save the euro”（不惜一切代价维持保卫欧元）。此举让欧央行在市场恐慌之际，力挽狂澜，重拾市场信心，避免欧元危机爆发。事后回顾欧央行资产负债表不难发现，2012 年之后的两年时间，虽然欧央行表态 QE，但并未付诸实际行动，欧央行表态取

得了不战而屈人之兵之效。

令人不解的是,目前有观点不赞同央行出手,甚至提出其早前出大招降息降准效果不彰,毫无益处。对此,笔者认为,降准、降息大招同时推出已经十分罕见,且明确表明了决策层稳定市场的态度,但对此市场重大利好仍不买账,足以说明下跌预期之强烈,如果果断不出手,情况可能更加糟糕,这也进一步说明,挤牙膏式的救助难以尽如人意,若想有效改变预期,必须加大力度,可以考虑再次降准降息。

从近两日决策层的表现来看,弹药仍然很多。而在笔者看来,以下几个关键点需要把握:

一是稳定信心。信心比黄金重要。目前市场关于救助是否有悖于市场机制的形成,是否会形成道德风险仍有不同意见,这也是部分反对者质疑政府出手救助的主要原因。在笔者看来,教训固然需要总结,但市场预期与信心瞬息万变,时机很关键。当前情势更为紧急,应优先尽最大努力避免恐慌与更大的波动。从国内投资者来看,一旦财富负效应的显现将影响消费,也将重创难得可贵的民众对改革的信心。

二是尽快恢复市场流动性。可以看到,现在越来越多的上市企业选择停牌,截至7月7日,停牌上市公司总数已高达769家,占全市场的27%,如果态势持续,市场进入休克状态,投资者担忧市场流动性枯竭,可以想象,无法交易的市场下,投资者的最优选择是尽早逃离。

三是明确托底点位。到底政策底在哪里,3500,4000抑或是3000目前市场争论不清。在笔者看来,预期混乱往往会导致过度反应,造成踩踏,因此给予明确的预期指引是必要的。建议目标设在3500—4000之间,既有市场运作的区间,也有底部目标。效仿欧美,一旦指数滑落,则无限量干预,可以给做空者形成震慑。此外,央行注资汇金公司成立特别股市平准基金,也需有明确的目标,这样能够确保政策底不被突破,也可以防止再造一轮国家牛市。

四是预期稳定之后,将稳定经济应该置于优先位置。可以看到,当前伴随着财政力度的加大,如果没有股市黑天鹅事件继续蔓延,基本面有望在下半年出现好转。建议接下来稳增长措施全面出击,从货币、财政、投资、结构性改革等多角度入手,强调多项政策同时发力,全力防止经济硬着陆,现在特别是需要增加财政支出力度,确保宽松的货币政策,降低房贷利率,配合改革措施的协调推进,在笔者看来,上述举措,这不仅对经济有利,也是提高企业盈利,降低股市风险,为非常规政策退出铺路的必要举措。

危机平息后的反思和教训

为避免再次出现危机,需要总结与反思的地方仍有很多,具体来看有以下五点:

一是改革没有捷径可走,靠泡沫支撑出来的繁荣不会有好结果。改革牛是本轮股市上涨的重要原因,但在笔者看来,进入深水区的改革没有捷径可走,指望国家牛市,放松监管,教训已经十分深刻。正如笔者在《牛市不需“国家战略”》文章中所提,疯狂投机气氛的形成超出慢牛预期,有悖于投资准则,也容易产生快钱效应,不符合服务实体经济,推动转型升级的初衷。国家为股市背书容易产生道德风险,应对不善也会对公信力造成挑战。更进一步,其产生的投资者保护问题,不仅关乎经济领域,更涉及到社会稳定。可以说,教训不可谓不深刻。

二是加大金融监管部门的协调性。正如笔者在《为何现在是降准降息最好时机?》文章中所提,单一政策如果缺乏配套措施的协调推进往往会产生放大效应,导致市场反应过度,甚至造成踩踏。毫无疑问,本次危机暴露出一行三会协调监管十分薄弱,为防止危机再度重现,未来加强协调,甚至成立金融稳定委员会都需要提到日程。

可以看到,现有一行三会体制下,央行专注于货币政策的制定和实施,而银监会与证监会、保监会分别覆盖银行、证券、保险等三大领域的监管,导致金融市场的机械分割,不能适应金融机构混业经营的新情况,难以形成高效、一体化的金融市场监管体系,灰色地带更

容易形成监管真空，建议提高人民银行地位，并增强其对一行三会的协调职能，必要时成立由国务院分管领导、人民银行、财政部、三个监管当局等领导组成的“金融稳定委员会”，整合监管资源以进行更高层次的宏观审慎混业监管，达到监管的规模经济和范围经济来降低监管成本。

三是保护股民利益，政府和媒体应负起应有的责任。本轮疯牛快熊的迅速切换中，政府有关部门和部分媒体起到了重要作用。在笔者看来，引导客观、理性的预期十分重要，也是投资者保护的重要一环。但在牛市之初，过度渲染改革牛效应，给广大投资者形成只涨不跌的预期，为其后风险爆发埋下隐患。

而在股市大跌最需要理智分析与应对之时，又抛出阴谋论，即国际投资者做空导致 A 股下跌的声音，也显得十分幼稚。其实，根据笔者与国际投资者接触，海外投资者确实对于早前 A 股大涨充满质疑，但考虑到 A 股市场国际资本参与份额极其有限，即便海外资本看空也很难做空。

更进一步，在成熟市场都有做空机制。正如笔者在 13 年文章《幼稚的“做空中国”阴谋论》中所提，从根本上说，影响股市最关键的因素莫过于经济和企业盈利基本面的好坏。最好回击做空的方式是保持基本面良好，那样做空自然只能是昙花一现，而且做空者会损失惨重。因此，建议警惕遇事必“阴谋”的分析方式，毕竟这种分析问题方式往往不够理性、客观，容易得到与事实不符的结论，从而忽略了造成问题真正的原因。

四是警示金融监管在资本项目开放前要完善。本次危机是个很好的警示，暴露了国内金融体系与监管的脆弱之处，为决策层敲响了警钟。建议引入进一步开放之前，短期内防止货币大幅贬值。更多修炼内功，理顺金融监管职责，加强金融机构竞争力。稳定的金融市场，不断增强的经济实力是最强硬的保障，有助于充分争取与 IMF 谈判的主动权，只要条件合适可以适时进行 SDR 申请进程。

五是从更广泛的角度来看，危机留给我们的反思不仅在限于金融领域的协调，推而广之，财政方面若要财政支出落到实处，财政部拨款与发改委审批方面的协调也至关重要。从长期来看，笔者曾在文章《中国应建“发展财政部”》中，探讨过发改委和财政部整合的可能性，在笔者看来，鉴于发改委与财政部的权责的严重交叉，合并这两大部门，成立一个超级财政部，或叫“发展财政部”（发财部）未尝不是今后几年的可选之策。其一方面可以强化财政的职权，做到财权、审批权和支出权统一。另一方面，形成类似于主要发达国家相对应的超级财政部和中央银行，也可更好履行财政货币协调管理的职责，在国际经济舞台上发挥更大影响力。

附录：

附录 1：2015 年 6--7 月股灾大事记

据统计，从 6 月 27 日的“双降”出台以来，先后出台了 38 个利好政策。

6 月 27 日(周六)

市场背景：6 月 26 日，继“6.19 暴跌”后，上证综指大跌 7.4%，创出年内第二大单日跌幅，创业板指更是暴跌近 9%刷新历史纪录。行业板块全线飘绿，沪深两市逾 2000 股跌停，仅 50 余股收涨。

第一道金牌：央行降息 0.25 个百分点并定向降准。

6 月 29 日(周一)

市场背景：在“双降”利好刺激下，沪深两市高开低走，权重股跳水，题材股掀跌停潮，沪指盘中连破 4200 点、4100 点、4000 点、3900 点，午后一点半左右沪指探底回升跌幅收窄，全天盘中巨震 10.07%，沪深两市逾 1500 股跌停。沪指自本轮新高 5178.19 点调整以来，10 个交易日跌逾千点，跌幅达 20%。

第二道金牌：中国证券金融公司罕见盘中答问：强制平仓规模很小。

第三道金牌：养老金投资办法征求意见：投资股票比例不超 30%。

第四道金牌：证监会发文，回调过快不利于股市的平稳健康发展。

6 月 30 日(周二)

市场背景：在密集利好推动下，沪指当日上演惊天逆袭。早盘沪指小幅反弹后，再次暴跌，一度跌破 3900 点，临近收盘，权重股集体拉升，大盘随后强力反转，沪指最终飙涨 5%站上 4200 点，创业板表现相对较强涨超 6%，沪深两市近 300 只个股涨停。

第五道金牌：基金业协会倡议：不要盲目踩踏。

第六道金牌：证券业协会就场外配资情况答问：强制平仓影响小。

7 月 1 日(周三)

市场背景：没有出现投资者期盼的连续升势，大盘杀了个“回马枪”。上证指数收盘 4053.70 点，大跌 5.23%；深证成指收盘 13650.82 点，大跌 4.79%。沪市出现 300 只左右个股跌停，很多股票创出本轮调整以来的收盘新低。

第七道金牌：中金所称 qfii 与 RQFII 做空 A 股传闻不实。

第八道金牌：证监会进一步拓宽券商融资渠道。

第九道金牌：两融允许展期，担保物违约可不强平。

第十道金牌：沪深交易所调降交易结算费用三成。

7 月 2 日(周四)

市场背景：沪深两市小幅高开，沪指围绕 4000 点展开宽幅震荡，盘中一度下探半年线。午后股指连续下挫失守 3800 点，随后在“石化双雄”等权重股拉升的带动下，股指跌幅有所收窄，沪指最终报 3912.77 点，跌幅 3.48%，沪深两市 600 余只个股跌停。

第十一道金牌：证监会对涉嫌市场操纵行为进行专项核查。

第十二道金牌：李克强表示，培育公开透明长期稳定健康发展的资本市场。

7 月 3 日(周五)

市场背景：权重股集体暴跌，题材股掀跌停潮，盘中再现恐慌性杀跌。沪指盘中破 3700 点，最低达 3629.56 点再创本轮调整新低，最低时跌逾 7%，沪指最终大跌 5.77%。

第十三道金牌：四大蓝筹 ETF 四天遭净申购 395 亿元，汇金出手护盘已获确认。

第十四道金牌：证监会表示，将相应减少 IPO 发行家数和筹资金额。

第十五道金牌：证金公司将大幅增资扩股，维护资本市场稳定。

第十六道金牌：QFII 额度将从 800 亿美元增加到 1500 亿美元。

第十七道金牌：严打造谣传谣行为已集中部署三起案件。

第十八道金牌：中金所研究决定，按委托量差异化收取交易费用，严打蓄意做空。

7月4日(周六)

市场背景：自6月15日以来，短短14个交易日，上证指数暴跌达28.64%，深证成指与创业板指更是同期暴跌达32.34%与33.19%。

第十九道金牌：21家证券公司出资不低于1200亿元投资蓝筹股ETF。

第二十道金牌：IPO暂停。

7月6日(周一)

第二十一道金牌：险资已抄底低估值蓝筹股7月份有望大踏步入市。

7月7日(周二)

第二十二道金牌：证监会称，江苏160家上市公司承诺积极探索采取股份回购、主要股东增持等措施。

第二十三道金牌：中上协发五条倡议 呼吁上市公司积极稳定股价。

第二十四道金牌：中金所将中证500期指客户日内单向开仓量限制为1200手。

7月8日(周三)

第二十五道金牌：中国证监会称，证金公司已获得央行充足流动性支持 将加大对中小市值股票的购买力度

第二十六道金牌：央行表示支持股票市场稳定发展提供流动性支持。

第二十七道金牌：保监会称将提高保险资金投资蓝筹股票的监管比例。

第二十八道金牌：证监会称，21家券商获2600亿信用额度用于增持股票。

第二十九道金牌：证监会表示支持上市公司股东等增持股份稳定股价，上市公司股东6各月内不得减持。

第三十道金牌：国资委要求央企在股市异常波动期不得减持股票。

第三十一道金牌：险资投资蓝筹比例放宽 增量资金达万亿。

第三十二道金牌：中金所：大幅降低股指期货空头杠杆限制空头开仓。

7月9日(周四)

第三十三道金牌：证金公司800亿短期融券发行完毕。

第三十四道金牌：证监会表示暂停初审会和发审会。

第三十五道金牌：国务院要求今起每天报送国企二级市场增持情况。

第三十六道金牌：保监会要求保险公司不得单方要求证券公司提前还款。

第三十七道金牌：公安部同证监会排查近期恶意卖空股票与股指线索。

第三十八道金牌：基金协会表示支持大股东董事等以私募基金方式增持。

附录 2：美国金融史十大股灾

NO.1：22岁时的错误得等到47岁才能收回成本

开始日：1930年4月17日

结束日：1932年7月8日

熊市历经：813天左右(27个月)

道琼斯指数终极顶点：294

道琼斯指数终极低点：41

跌幅：86%

这是一场曾经祖父辈们失去一切资产的大股灾，当时 90% 多华尔街银行家终生彻底破产。在历时 813 天的“绞肉机”中，投资者平均至少损失了 86% 的资产。此次崩盘是 1929 年 9 月的继续，前期没有下跌的蓝筹股快速巨幅补跌，抄底者惨败，变成彻底的“无产者”。

如果你当时 22 岁，在 1929 年 9 月 3 日有 1000 美元的股票资产，到 1932 年 7 月 8 日股灾结束就只剩下 108 美元了。想要恢复到 1000 美元？当然可以，不过得耐心等待 25 年，那可是 1954 年的事了。因为指数要努力爬升 9.5 倍才能让你解套，这还不算 25 年中物价上涨带来的通货膨胀损失。这仅仅是你 22 岁时错误的选择在 47 岁时能够收回的成本。

NO.2：持续时间最长的连环熊市

开始日：1937 年 3 月 10 日

结束日：1942 年 4 月 28 日

熊市历经：1875 天(61 个月)

道琼斯指数终极顶点：196

道琼斯指数终极低点：93

跌幅：53%

这次大崩盘恐怖指数位列第二，但却是十大股灾中最具杀伤力的一次。用了 5 年时间才恢复了新牛市的上升通道，收复原有的崩溃和损失，期间还经历了触发美国参加二战的“珍珠港事件”。

这次熊市开始于欧洲二战之前，结束于美国正式参战后 4 个月。如果不计算跌到底部的时间，从最低点到进入正式反弹区域确认新上升通道，共用去 3~6 个月的时间；整个熊市从高位到新牛市确认，历时 65 个月。这是股灾套股灾，崩盘套崩盘，恐慌套恐慌，熊市套熊市的连环大股灾，也是美国人民从未经历过的极乐到极悲的年代。大量不懂怎么卖出股票的投资者、银行家、做市商和投资机构，就在这样的金融绞肉机市场中破产出局，永无翻身机会。

NO.3：连环熊市中的熊市

开始日：1937 年 3 月 10 日

结束日：1938 年 3 月 31 日

熊市历经：386 天左右(13 个月)

道琼斯指数终极顶点：194

道琼斯指数终极低点：99

跌幅：49%

投资者刚刚从 1929 大萧条的近 8 年股灾中恢复点信心，以为指数会继续努力攀升至前期高点。但天有不测风云，欧洲陷入大规模战争在即，日本在亚洲挑起战火。华尔街也不断传出丑闻，指数在短短的 13 个月内急跌到大萧条经济开始复苏后的一半，辛辛苦苦五六年，一年回到牛市前。

不计算跌到底部的时间，从最低点到进入正式反弹区域确认新上升通道，历时 3 个月；整个熊市从高位到新牛市确认，历时 15 个月。但这个急速的下跌过程和底部并不扎实，所以新开始的牛市只维持了 1 年多，在 1939 年 9 月开始到 1942 年 5 月的长达 2 年半的宽幅振荡下跌熊市，指数从 155 点跌到 93 点。

NO.4：旧金山地震成为恐慌的推手

开始日：1906 年 1 月 19 日

结束日：1907 年 11 月 15 日

熊市历经：665 天(23 个月)

道琼斯指数终极顶点：76

道琼斯指数终极低点：39

跌幅：49%

这场股灾史称“1907年大恐慌”，当时“百年美股第一人”杰西·李佛摩尔整30岁，靠恐慌前空头部位大量做空“太平洋(14.53,-0.49,-3.26%)联合铁路”股赚到人生第一个100万美元，自此名扬资本市场30年。大恐慌发生后，华尔街根本看不到现金，股价不是跌停，而是无论跌到什么价位都无人愿意买。JP 摩根是美国金融业的巨子和勇者，在暴风雨后敢于第一个站出来以个人力量挽救金融资本市场，使纽约证券交易所(微博)避免了关门歇业的命运。

1907年的大恐慌，最终以美国财政部买入3600万美元政府债券为市场注入现金流动性而结束，这也是美国政府第一次直接出面以现金注入救市。这也是今天一旦市场进入下跌后，媒体津津乐道的“政府应该有责任直接救市”的原始来源。虽然1906年初旧金山大地震诱发了本次股灾，但真正的原因却是指数在过去两年急剧上涨150%。不计算跌到底部的时间，从最低点到进入正式反弹区域确认新上升通道，历时3个月；整个熊市从高位到新牛市确认，历时25个月。

NO.5：宣布1929大萧条开始

开始日：1929年9月3日

结束日：1929年11月13日

熊市历经：71天左右(2.5个月)

道琼斯指数终极顶点：381

道琼斯指数终极低点：199

跌幅：47%

虽然这是目前我们看到急剧下跌式熊市中最短的崩盘(2000年3~5月，纳斯达克(微博)指数也出现了为期3个月接近40%的跌幅)，足以让众多利用杠杆透支交易的股神们多次破产和致命的暴跌。当时华尔街自杀盛行，一家著名五星级酒店的前台问候语本来是“先生，欢迎您来下榻”，后来改成“您是来住店的，还是来跳楼的”。

华尔街当时三位最成功的金融大亨均为独立操作的独行侠：李佛摩尔、巴鲁其和老肯尼迪(肯尼迪总统父亲，也是美国第一届证监会主席和美国证券法制定者)，全是空头仓位的大熊。单是做空股票就让“伟大的李佛摩尔”在两个半月的空头部位中赚到超过1亿美元的利润，将他的资本人生推到极致。这位躲在纽约最豪华写字楼第五大道735号皇冠大厦顶层操盘室的独行侠，以电话指挥超过50家券商为他分仓下单交易，前无古人也后无来者。

而在李佛摩尔疯狂掠夺的同时，几乎有一半的资金在两个月的急剧下跌中蒸发。如果是杠杆交易，瞬间可损失本金几倍以上的资产，而资金断裂的连锁性停损卖单，轻而易举地把几乎当时所有的炒作集团在几天内打倒。这种崩盘的后果往往最能摧毁大多数人的信心。这次股灾从宣布了“1929大萧条”的开始。

NO.6：一战后的大熊市，美国进入超级大国前夜

开始日：1919年11月3日

结束日：1921年8月24日

熊市历经：660天(23个月)

道琼斯指数终极顶点：120

道琼斯指数终极低点：64

跌幅：47%

这场熊市开始于第一次世界大战结束之时。欧洲战时需求大幅度降低，战后繁荣让美股大火，股价平均上升51%。但一战结束后，美国国内企业盈利成长开始放慢、下滑，导致随后的2年熊市。不计算跌到底部的时间，从最低点到进入正式反弹区域、确认新上升通道，

历时 3 个月；整个熊市从高位到新牛市确认，历时 26 个月。从 1921 年第四季度开始，在当时的新科技成长产业的引领下，美国股市进入史无前例的 8 年大牛市，美国经济在整个 20 年代突飞猛进，取代英国成为世界最新超级大国。这就是金融主导产业实体经济高速发展下的“兴旺的 20 年代”，70 年后美国的网络信息科技产业革命和中国股市 1998~2007 年的高速发展与之类似。

NO.7: 100 年前的绞肉机

开始日: 1901 年 6 月 17 日

结束日: 1903 年 11 月 9 日

熊市历经: 875 天(29 个月)

道琼斯指数终极顶点: 57

道琼斯指数终极低点: 31

跌幅: 46%

这是美国投资策略有限公司数据库中指数纪录最早的数据，在 1900 年前道琼斯指数没有记录，因此这次股灾堪称最古老的股市大崩盘。当时位于纽约的投机客不少来自于英国和欧洲。如果不计算跌到底部的时间，从最低点到进入正式反弹区域确认新上升通道，历时 3 个月；整个熊市从高位到新牛市确认，历时 32 个月。道指创建后第一个 15 年的走势和 A 股上证指数早期很相似。

NO.8: 石油危机和越战下的大崩盘

开始日: 1973 年 1 月 11 日

结束日: 1974 年 12 月 06 日

熊市历经: 694 天(23 个月)

道琼斯指数终极顶点: 1052

道琼斯指数终极低点: 578

跌幅: 45%

这是又一场长期持续的熊市，亲历者记得当时的石油危机、水门事件和越南战争。这场恐怖的熊市持续了 694 天才结束，一大批股市精英和抄底银行家破产出局。如果不计算跌到底部的时间，从最低点到进入正式反弹区域、确认新上升通道，历时 3 个月；整个熊市从高位到新牛市确认，历时 26 个月。

NO.9: 一战结束前夕

开始日: 1916 年 11 月 21 日

结束日: 1917 年 12 月 19 日

熊市历经: 393 天(13 个月)

道琼斯指数终极顶点: 110

道琼斯指数终极低点: 66

跌幅: -40%

这场恐怖系数排名第九的大崩盘发生在 1917 年。这是在第一次世界大战结束前夕，当时道指的跌幅高达 40%。如果 1916 年买入 1000 美元单位的指数基金，到 1917 年只剩下 600 美元。如果继续持守住这个部位，要等指数上涨 67% 才能回本到 1000 美元。不计算跌到底部的时间，从最低点到进入正式反弹区域、确认新上升通道，历时 3 个月；整个熊市从高位到新牛市的确认，历时 13 个月。

NO.10: 互联网泡沫

开始日: 2000 年 3 月 7 日

结束日: 2002 年 10 月 8 日

熊市历经: 950 天(31 个月)

纳斯达克指数终极顶点：5133

纳斯达克指数终极低点：1108

跌幅：78%

纳斯达克指数在 1971 年 2 月 8 日纳斯达克股市建立时为 100 点，十年之后突破 200 点。1987 年 10 月股灾时，纳斯达克指数出现了一些回调，该年年终指数为 330 点。1987 年股市崩盘后不久纳斯达克市场便重拾升势，尤其是进入 90 年代后，随着越来越多的高科技股票在纳斯达克交易市场上市，电脑技术的广泛应用驱动着股市的上涨。这种上升的趋势在九十年代后期不断加强，1995 年 7 月，指数突破 1000 点，2000 年 3 月指数创下了 5048.62 点的最高记录。随后纳斯达克指数便一泻千里，从 5048.2 的高点一路跌到 2002 年 9 月份的 1172.06 点，一共跌去市值的 77%，这便是纳斯达克股灾。

附录 3：全球金融史十大股灾

2008 年中国股灾

跌幅：70.57%

指数：上证综合指数

时间：2007 年 10 月 16 日-2008 年 9 月

最高位：6124

最低位：1802

2008 年越南股市崩盘

跌幅：68.6%

指数：胡志明交易所 VN 指数

时间：2007 年 3 月 12 日-2008 年 6 月 11 日

最高位：1170.67

最低位：367.46



2000 年美国网络经济泡沫破灭

跌幅：77.93%

指数：美国纳斯达克综合指数

时间：2000 年 3 月-2002 年 10 月

最高位：5048.62

最低位：1114.11

2000 年台湾股市泡沫破灭

跌幅：65.75%

指数：台湾加权指数

时间：2000 年 2 月-2001 年 9 月

最高位：10202.20

最低位：3493.78

2000 年伦敦股市调整

跌幅：48.8%

指数：伦敦金融时报 100 指数

时间：2000 年 9 月 29 日-2003 年 2 月 28 日

最高位：6798.10

最低位：3480.80

亚洲金融危机 1997 年香港股市

跌幅：60.05%

指数：香港恒生指数

时间：1997 年 8 月-1998 年 9 月

最高位：16673.30

最低位：6660.42

亚洲金融危机中 1996 年新加坡股市

跌幅：67.7%

指数：新加坡 STI 指数

时间：1996 年 2 月-1998 年 9 月

最高位：2493.70

最低位：805.04

1993 年中国股市大调整

跌幅：79.1%

指数：上证综合指数

时间：1993 年 2 月-1994 年 7 月

最高位：1558.95

最低位：325.89



日本 1989 年股市泡沫破灭

跌幅：80.2%

指数：日经指数

时间：1989 年 12 月-2003 年 4 月

最高位：38916.00

最低位：7699.50

1929 年美国股灾

跌幅：89.05%

指数：美国道琼斯指数

时间：1929 年 7 月 1 日-1932 年 8 月 1 日

最高位：380.33 点

最低位：42.84 点

附录 4：1987 年美国股灾中投资大鳄的故事

1987 年美国股灾中 投资大鳄是如何操盘的？

本文为川财证券编译，内容节选自杰克·施瓦格的书《The Market Wizards Conversations with America's Top Traders》和《The New Market Wizards》。

核心观点：

本期报告精译的是保罗·都铎·琼斯二世和斯坦利·德鲁肯米勒在 1987 年美国股灾中的经历。

1、保罗·都铎·琼斯二世(Paul Tudor Jones II)：

保罗·都铎·琼斯二世是对冲基金都铎基金创始人。在 1987 年 10 月的美股股灾中，他操盘的都铎基金大赚 62%。

经验导读：

(1) 将 1980 年代股市的走势叠加到 1920 年代进行对比，我们发现这两个时期股市的走势非常相像。这个模型是 1987 年我们做股指期货交易的关键工具，它让我们完美地抓住了 1987 年的股市崩盘。那个周末美国财政部长贝克发表声明表示由于美国与西德的协商存在分歧，因此美国政府将不再支持美元，贝克的这份声明是市场的死亡之吻。

(2) 面对崩盘，当时一直在想：美联储可能会采取什么措施？我认为美联储可能不得不立即向市场注入大量的流动性，从而创造一个非常好的市场环境。可是，由于当天债券一整天的表现都乏善可陈，所以我一直都没能扣动扳机做多债券。在收盘前的最后半小时里，债券市场突然开始上扬，我马上就明白了，美联储一定会采取将让债券价格暴涨的措施。一旦我看到债券市场的走势和我的判断一致，我就开始疯狂做多债券。

(3) 任何事情的破坏速度都比建设快得多。花 10 年功夫才建造起来的东西，只要一天就能将其彻底摧毁。一旦经济中加入了杠杆，当它开始恶化，人们根本来不及反应。

2、斯坦利·德鲁肯米勒(Stanley Druckenmiller)：

斯坦利·德鲁肯米勒以协助索罗斯在上世纪 90 年代初做空英镑而声名大噪。他曾掌管的对冲基金 Duquesne Capital management 在 30 年存续期间从未出现负收益。

经验导读：

(1) 做空的理由：高估变得极其离谱：股息收益率降到了 2.8%、市净率创下了历史新高。美联储一直在紧缩银根。技术分析显示市场上涨的宽度不够，市场上涨主要集中大盘股，而其它大量的股票远远落在后面。从技术层面看，市场反弹就像是强弩之末。

(2) 从不用估值来择时，用流动性和技术分析来择时。估值只能告诉我，一旦出现某个催化剂改变了市场走向，市场能够走多远。

(3) 许多投资经理在遇到一年刚开始没多久就涨了很多的时候，通常会锁定利润。而我自己的信念是，当你赢得了强势进击的权利的时候，你应该强势进击而不是畏缩不前，后来我与索罗斯的合作强化了我的这一信念。

(4) 不论什么时候，只要上涨抛物线被突破，股市就会加速下跌，当时就是这样，上涨抛物线被突破了。保罗的分析还显示，1987 年和 1929 年的股市走势极其相似，这暗含的结论是我们当时正处于崩盘边缘。

正文：

保罗·都铎·琼斯：成功预判，大获全胜

本书作者杰克·施瓦格：1987 年 10 月股市大崩盘，很多交易员在那一个月里都遭遇了

职业生涯的滑铁卢，而你却大赚了一笔。能够告诉我一些细节吗？

琼斯：股市崩盘的那一周是我有生以来最刺激的一次体验。

1986年年中以后，我们就预感股市可能会崩盘，由于我们预见到了爆发金融危机的可能性，因此我们设计好了相应的应对策略。所以到了1987年10月19日星期一这天，我们知道股市当天一定会崩盘。

杰克·施瓦格：你如此肯定，有什么依据？

琼斯：因为之前的星期五（10月16日）股市放量下跌，成交量创出历史记录。这和1929年股市崩盘的前两天的情况一模一样。我们公司的研究总监 Peter Borish 制作了一个类比模型，将1980年代股市的走势叠加到1920年代进行对比，我们发现这两个时期股市的走势非常相像。这个模型是1987年我们做股指期货交易的关键工具，它让我们完美地抓住了1987年的股市崩盘。那个周末美国财政部长贝克发表声明表示由于美国与西德的协商存在分歧，因此美国政府将不再支持美元，贝克的这份声明是市场的死亡之吻。

杰克·施瓦格：你的空仓是什么时候平的？

琼斯：其实我们在10月19日崩盘当天收盘之前就平了空仓，并且还转而持有了一些多头仓位。

杰克·施瓦格：你在1987年10月取得的大部分回报都是来源于做空股指吗？

琼斯：不是的，那次我们的债券头寸也收获了极其丰厚的回报。股市崩盘当天我们在债券市场建立了我们有史以来最高的仓位。债券市场在10月19日一整天的表现都很糟糕。我十分担心我们的客户以及自身资产的安全。那时我们的资金放在了华尔街的多家经纪公司，我觉得这些资金可能会有危险。当时的情况让我无法忍受。

当时我一直在想，美联储可能会采取什么措施？我认为美联储可能不得不立即向市场注入大量的流动性，从而创造一个非常好的市场环境。可是，由于当天债券一整天的表现都乏善可陈，所以我一直都没能扣动扳机做多债券。

在收盘前的最后半小时里，债券市场突然开始上扬，我马上就明白了，美联储一定会采取将让债券价格暴涨的措施。一旦我看到债券市场的走势和我的判断一致，我就开始疯狂做多债券。

杰克·施瓦格：你觉得1987年10月的崩盘是之后经济衰退的一个早期警示信号吗？

琼斯：在我看来，1987年10月19日整个金融业，特别是整个华尔街都遭受了一记生死攸关的打击，但是由于人们当时处于极度震惊状况，没有意识到它的严重性。

就像我曾经被一艘游艇撞倒，游艇的推进器划过了我的背部。我当时的第一个念头居然是：“真倒霉，我刚刚毁了这个周末下午，因为现在我要去缝针了。”因为太过震惊，我都没能意识到自己伤的有多严重，直到我看见朋友们脸上的表情。

任何事情的破坏速度都比建设快得多。花10年功夫才建造起来的东西，只要一天就能将其彻底摧毁。一旦经济中加入了杠杆，当它开始恶化，人们根本来不及反应。尽管我不喜欢这样，但是我打心底里认为这样的情况就要出现了。

从学习历史中我了解到信贷最终会摧毁所有伟大的社会。而我们却拿着信用卡，通过借贷来享受生活。里根总统采取扩张信用的手段极力确保在他的任期内美国经济会持续繁荣，我们这是在透支美国经济的未来，而过不了多久我们就得还这笔债。

德鲁肯米勒：多空变换，绝地逃生

杰克·施瓦格：你在1987年股市崩盘之前、之中和之后的个人经历如何？

德鲁肯米勒：1987年上半年我做得顺风顺水，因为我看多，而市场在上涨。到了6月，我改变了方向，仓位变成了净空头。之后的两个月我很难过，因为我持有净空头仓位，但市场却在继续上涨。

杰克·施瓦格：是什么原因促使你在6月份从看多转向看空的？

德鲁肯米勒：有很多因素。高估变得极其离谱：股息收益率降到了2.8%、市净率创下了历史新高。此外，很长一段时间以来，美联储一直在紧缩银根。最后，我的技术分析显示市场上涨的宽度不够，也就是说，市场上涨主要集中在大盘股，而其它大量的股票远远落在后面。从技术层面看，市场反弹就像是强弩之末。

杰克·施瓦格：你是怎么用估值来择时的？在你从看多转为看空之前很长一段时间里，估值不是一直都很高吗？

德鲁肯米勒：我从不用估值来择时。我用流动性和技术分析来择时。估值只能告诉我，一旦出现某个催化剂改变了市场走向，市场能够走多远。

杰克·施瓦格：这个催化剂是什么？

德鲁肯米勒：市场的流动性，我希望我的技术分析能发现流动性的变化。

杰克·施瓦格：1987年市场流动状况如何？

德鲁肯米勒：美联储自1987年1月之后一直在紧缩银根，美元在贬值，这表明美联储将继续采用更加严厉的紧缩政策。

杰克·施瓦格：1987年上半年，在你从看多转向看空前，你的资产上涨了多少？

德鲁肯米勒：不同的基金涨幅不一样。当时，我管着五只对冲基金，每只基金所采用的策略都不同。当我决定看空的时候，这些基金的涨幅大致在40%—85%之间。表现最好的可能是Dreyfus Strategic Aggressive Investing基金，该基金在当年的第二季度上涨了40%（这只基金成立于第一季度）。1987年到这时候为止，我们的日子无疑过得非常舒服。

许多投资经理在遇到一年刚开始没多久就涨了很多的时候，通常会锁定利润。而我自己的信念是，当你赢得了强势进击的权利的时候，你应该强势进击而不是畏缩不前，后来我与索罗斯的合作强化了我的这一信念。像1987年这样我一开年就赚了很多利润的年份就是应该强势进击的时候。

由于当年我已经收获了丰厚的盈利，所以我觉得和市场对抗一段时间我负担得起。我知道牛市一定会结束，我只是不知道何时结束。另外，因为股市被严重高估，因此我认为在牛市结束的时候，下跌将十分猛烈。

杰克·施瓦格：这么说，想必你一定拿着你的空仓直到几个月后市场触顶。

德鲁肯米勒：是的。到1987年10月16日，道琼斯指数在2700多点触顶之后终于跌到了2200点。我的空仓盈利把之前的亏损全都赚了回来还有多，我的利润再次变得丰厚起来。也就是在这时候，我犯了我整个交易生涯中最悲惨的失误之一。

技术图表显示，从1986年大部分时间的交易区间来看，市场在2200点附近建立了极强的支撑。我很肯定市场可以在这个点位止跌。因为当年更早些时候我的多仓为我赚了钱，因此我觉得市场的涨势还在，现在我的空仓也赚钱了。于是我从净空头变成了130%多头，也就是说我动用了杠杆做多。

杰克·施瓦格：你是什么时候做的这个转变？

德鲁肯米勒：1987年10月16日周五下午。

杰克·施瓦格：你在股市崩盘前一天从空头变成了加杠杆的多头？你是在开玩笑吧！

德鲁肯米勒：没有开玩笑，当天的市场交易量很大，我的仓位转换进行得很顺利。

杰克·施瓦格：我并不奇怪，但有点困惑。你反复说你很看重技术分析，当时市场几乎处于自由落体状态，难道你的技术分析没有让你对这笔交易感到不安吗？

德鲁肯米勒：很多技术指标显示，当时的市场处于超卖区间。而且，当时我认为，2200点这个巨大的价格底能够为市场提供强大的支撑——至少暂时可以。我推测，即使我的判断完全错误，市场也可能不会在下周一上午就跌到2200点以下。

我当时计划是在周一早盘给我的多仓半小时的时间，倘若市场未能反弹，我就清掉多仓。

杰克·施瓦格：你是什么时候意识到自己错了？

德鲁肯米勒：周五下午收盘后我刚好和索罗斯通了次电话。他说，保罗·都铎·琼斯做了一份研究报告，他想让我看看。我前往他的办公室，他把保罗在一两个月之前做的这份分析递给了我。这份研究表明，不论什么时候，只要上涨抛物线被突破，股市就会加速下跌，当时就是这样，上涨抛物线被突破了。保罗的分析还显示，1987年和1929年的股市走势极其相似，这暗含的结论是我们当时正处于崩盘边缘。当天晚上我回到家的时候非常难受，我意识到我搞砸了，市场即将崩盘。

杰克·施瓦格：是不是只有保罗的研究报告让你意识到自己错了？

德鲁肯米勒：实际上，还有第二个因素。那年八月初，我收到了一位即将赴法国度假的女士打来的电话。她说：“我哥哥说，市场涨得失控了。可是我要出国三周。你认为，在我回来之前，市场会安然无恙吗？”

我安慰她说：“市场很有可能下跌，但我认为下跌不会很快发生，你尽管放心去度假好了。”

“你知道我哥哥是谁吗？”“不知道，是哪位？”我回答。“他叫杰克·德雷福斯（Jack Dreyfus）”，她告诉我。

据我所知，杰克·德雷福斯一直忙于管理一个医疗基金会，过去15—20年里根本没有怎么关注市场变化。一周后，霍华德·斯蒂芬带一个人来见办公室我。“这位是杰克·德雷福斯先生，”他向我介绍。

德雷福斯当时穿着一件开襟汗衫，讲话彬彬有礼。“我想了解标普股指期货合约的情况”，他说。

“你知道的，我已经有20年没有跟踪市场了。但是，近期我玩桥票时一些牌友的谈话着实让我十分担心，大家好像都为在市场上挣到大把钞票而沾沾自喜。这种情况让我想起了我从书上看到的1929年的股市崩盘。”

德雷福斯正在寻找保证金购买的证据来证实他的推测：类似1929年那样的崩盘一触即发。股票的统计数据并没有显示出保证金购买处于极度反常的水平。不过，他从报纸上看到人们正在使用标普股指期货以10%的保证金做多股市。他的假设是保证金类型的购买活动现在转移到了期货市场。为了检验他的看法是否正确，我想让我做一个研究，看看标普股指期货是否出现了异常严重的投机买入。

由于我手头上并没有现成的资料可用，我们花了一些时间才完成这份研究报告。

讽刺的是，我们完成这份分析报告刚好是在1987年10月16日收盘之后。基本上，数据显示，在1987年7月之前，投机商一直在做空，之后才大规模地转向做多，多头仓位不断增加。

10月17日周六，我去见德雷福斯，让他看我的分析结果。不要忘了，他可是在八月份就表达过对市场行情的担心！此时，我已经非常不安了，因为索罗斯已经让我看了保罗的研究报告。

德雷福斯看完我的报告说，“我的担心是对的，现在要做空怕是来不及了。”这是无可争辩的事实。

我完全明白自己彻底错了，我站在了市场错误的一边。我当时就决定，周一早上开盘时，如果开盘价高于支撑点位，也就是如果道琼斯指数低开30个点，并且没有立即反弹，我要清仓。

事实表明，10月19日周一，市场低开200多点。我明白我必须清仓。幸运的是，开盘后不久，市场走出了一波短暂的反弹，我趁机清空了所有的多仓，并且变成了净空头。

当天下午四时差五分，德雷福斯来到我的办公室。他说，“请原谅我从前没有告诉你，我已经卖出标普股指期货以对冲我在股票市场的敞口。”

“你卖了多少？”我问。“足够多。”

“你是什么时候做空股指期货的？”“大约两个月前。”

换句话说，他刚好在股市触顶的时候做空，就在我劝他妹妹不要为股市担心的时候。他问，“你觉得我应该现在平仓吗？”

那时，虽然道琼斯指数已经跌掉了 500 点，跌至 1700 点附近，但股指期货的交易价格却相当于道琼斯指数 1300 点。

我对他说，“杰克，你肯定得平仓。以道琼斯指数为标的的标普股指期货现在的贴水达到了 4500 点！”

他看着我问道，“什么是贴水？”

杰克·施瓦格：他当时平仓了吗？ 德鲁肯米勒：平仓了——就在市场底部。

附录 5：巴菲特、索罗斯、彼得林奇等投资大师如何应对暴跌

巴菲特、索罗斯七位大师如何应对暴跌？“花开花落常有时”，在瞬息万变的股票市场，演绎着不朽传奇的投资大师们同样有过碰壁的遭遇，暴跌之下应该保持一种怎样的心态？下面梳理了大师们面对股灾时的应对之策和宝贵建议，希望能给投资者一些启发。

巴菲特：股价终会反映公司内在价值

“股神”巴菲特 99% 的财富都来自于其控股的上市公司伯克希尔公司股票的价值，因此一旦遇到股市普遍暴跌，巴菲特的伯克希尔公司股票也很可能不能幸免。那么，身处 1987 年美国股市大崩盘时的巴菲特又有哪些反应？

据国外媒体报道，在暴跌那一到，可能巴菲特是整个美国唯一没有时时关注正在崩溃的股市的人。巴菲特的办公室里根本没有电脑，也没有股市行情机，他根本不看股市行情。整整一天，他和往常一样安安静静呆在办公室里，打电话，看报纸，看上市公司的年报。过了两天，有记者问巴菲特：这次股灾崩盘，意味着什么？巴菲特的回答只有一句话：也许意味着股市过去涨得太高了。

巴菲特没有恐慌地四处打听消息，也没有恐慌地抛售股票，面对大跌，面对自己的财富大幅缩水，面对他持有的重仓股大幅暴跌，他非常平静。原因很简单：坚信持有的这些上市公司具有长期的持续竞争优势，具有良好的发展前景，具有很高的投资价值，坚信股灾和天灾一样，只是一时的，最终会过去，会恢复正常，所持股公司的股价最终会反映其内在价值。

彼得·林奇：暴跌是赚大钱的好机会

1987 年美国股市大崩盘时，很多人由百万富翁沦为赤贫，精神崩溃甚至自杀。当时美国证券界超级巨星彼得·林奇管理着 100 多亿美元的麦哲伦基金，一天之内基金资产净值损失了 18%，损失高达 20 亿美元。林奇和所有开放式基金经理一样，只有一个选择：抛售股票。为了应付非比寻常的巨额赎回，林奇不得不把股票都卖了。

过了一年多，彼得·林奇回忆起来仍然感到害怕，“在那一时刻，我真的不能确定，到底是到了世界末日，还是我们即将陷入一场严重的经济大萧条，又或者是事情还没变得那么糟糕，仅仅只是华尔街即将完蛋？”

之后彼得林奇继续经历过很多次股市大跌，但仍然取得了非常成功的绩效。其提出了三个建议：第一，不要因恐慌而全部贱价抛出股票。如果你在股市暴跌中绝望地卖出股票，那么你的卖出价格往往会非常之低。1987 年 10 月的行情让人感到惊恐不安，但没必要在这一

天或第二天把股票抛出。当年 11 月份股市开始稳步上扬。到 1988 年 6 月，市场已经反弹了 400 多点，也就是说涨幅超过了 23%。第二，对持有的好公司股票要有坚定的勇气。第三，要敢于低价买入好公司股票。暴跌是赚大钱的最好机会：巨大的财富往往就是在这种股市大跌中才有机会赚到。

不要因恐慌而全部贱价抛出。如果投资者在股市暴跌中绝望地卖出股票，那么所卖出的价格往往会非常之低；第二，对持有的好公司股票要有坚定的勇气；第三、要敢于低价买入好公司股票。

索罗斯：千万不能孤注一掷

量子基金创始人索罗斯说，想活是本能，能活是本事。“在我的一生中再没有比死亡更可怕的事了，只要不死，就有办法。”1987 年股市崩盘，索罗斯的量子基金在这场股灾中损失 6.5 亿~8 亿美元，跌幅甚至超过大盘。他没有坐以待毙，而是认赔出场，低价出掉所有投资组合，然后用所剩的资金再加上融资建立美元仓位。到年底，量子基金的增长率重新回到 14%，完成一次大逆转。

索罗斯说，“错误并不可耻，可耻的是错误已经显而易见了还不回去修正。承担风险，无可指责。但同时记住千万不能孤注一掷。”

菲利普·费雪：不要过快买入陌生的股票

投资时机的选择是非常困难的。当投资者不确定时机时，就选择对冲。粗略估计，美国投资大师菲利普·费雪的资金有 65%~68% 会投入到其真正看中的 4 只股票上面，剩下的大约 20%~25% 是现金或者现金等价物，其余的资金会放到有前途的 5 只票上。费雪会花很多时间来研究，并不急于买入。“在一个连续下跌的市场环境中，不要过快地买入那些不熟悉的股票。”

杰西·利弗莫尔：出现浮亏，说明正在犯错

美国股票史上传奇人物杰西·利弗莫尔曾指出，投资者买进或卖出后出现浮亏，说明其正在犯错，一般情况下，如果浮亏三天之内依然没有改善，立马抛掉。绝不要平摊亏损，一定要牢牢记住这个原则。在价格进入到一个明显的趋势之后，它将一直沿着贯穿其整个趋势的特定路线而自动运行。当看见一个危险信号的时候，不跟它争执，要躲开！几天以后，如果一切看起来还不错，就再回来。这样，会省去很多麻烦，也会省很多钱。

杰里米·格兰桑：投资者要耐心等待好牌

全球最佳投资策略师杰里米·格兰桑建议：一是要相信历史。历史是会不断重复的，如果忘记这条会处于危险境地。所有泡沫都将会破灭，所有的投资疯狂也将会烟消云散。投资者的任务是要在市场波动中生存下去。

二是不要做借款人，也不要做贷款人。如果投资者贷款来投资，它会干扰投资能力。不使用杠杆的投资组合不会被斩仓，而使用杠杆的投资则会面临这种风险。杠杆会使得投资者自身的耐心受损。它虽然暂时会增加投资者的回报，但最终会被它突然摧毁。

三是不要把所有的资产都放在一条船上。将投资配置在几个不同的领域，而且尽量多一些，这可以增加投资组合的韧性，增强承受冲击的能力。显然，当投资标的众多，而且各不相同，投资者就越可能在其主要资产下跌的关键时期生存下来。

四是要有耐心，并且专注长远。投资者要耐心等待好牌。如果等待的时间足够长，市场价格可能会变得非常便宜，这就是投资者投资的安全边际。

五是要远离人群，只注重价值。抵御人群鼓动的最好办法，是关注自己计算的个股的内

在价值，或找一个可靠价值测量来源(不时检查他们的计算结果)。然后如崇拜英雄般地崇拜这些价值，并尝试忽略一切。记住，那些能为投资者避免悲痛，并赚钱的伟大机会，从数字上看是非常明显的：相比长期美国股市平均市盈率 15 倍，1929 年市场见顶时市盈率为 21 倍，2000 年互联网泡沫顶峰时标准普尔 500 的市盈率为 35 倍！相反，在 1982 年的股市低点时，市盈率是 8 倍。这并不复杂。

六是要对自我要真实。作为个人投资者，必须要明白自己的长处和短处。如果能耐心等待，并忽视群体的诱惑，很可能会获胜。投资者必须精确地知道其忍耐阈值。如果投资者无法抗拒诱惑，就绝对不会管理好自己的钱。

附录 6：投资圣经：投资大师的投资哲学

编者按：投资哲学是一种境界，是一种高度的凝结，是对交易世界的解释，是源于对市场认识所要采取交易行为的理由，是我们思想的盾牌，是我们免受市场情绪躁动影响的定心剂。

它在解释中使我们理解交易世界，明白什么是对的，什么是错的，什么是有效的，什么是无效的；它指引我们做出选择，完成决策并采取行动，使交易世界在我们的意识中合理化。投资哲学本身是一种完善自己精神修养，它的特征在于追问本质，不断反思。因此理查德·德里豪斯说：拥有一套核心哲学是长期交易成功的根本要素。投资哲学是我们在交易中自我定位的最佳工具。

交易哲学必须是经过了长期大量的实战成败之后，并在反复的总结、学习与深思中形成的对市场高度的认知，并将自己不断总结提高的认知反复地指导实战并在实战中不断加以充实完善，在长期反复不断轮回的之后形成的相对固化的能够指导交易生存并发展的核心交易准则的概括和总结。

如何建立正确的投资哲学

尽管很多人察觉不到，但是事实上每个人都有一套投资哲学，只不过大多数人的投资哲学形成不是通过对市场正确理智的理解，而是一大堆从他们的环境中吸收来的杂七杂八且常常相互矛盾的理念。我们每个人都有自己的投资哲学，只不过很多交易者的投资哲学还不能上升到“哲学”的高度，还只是停留在一些简单的理念汇集和总结的程度，并且极有可能还参杂着很多不成熟的和相互矛盾的东西。在整个的投机领域，大师级别的重量级人物的投资哲学映射出其制胜之道，我们完全可以通过观察学习这些顶尖人物的投资哲学及理念，来发展和完善我们自己的投资哲学，进而提升我们的交易境界和水平！

正因为如此，他们往往很容易根据市场的流行看法改变自己的投资理念。某知名专家曾说，拥有投资哲学并不在于它能对于所提出的问题提供任何确定的答案，而是在于这些问题本身；因为这些问题可以扩充我们对于交易中一切可能事物的概念，丰富我们心灵方面的想象力，并且降低教条式的自信。

此外，尤其在于通过哲学冥想中的宇宙之大，心灵会变得伟大起来，因而就能够和那成其为至善的宇宙结合在一起。所以要想建立一个完整的投资哲学，必须理解以下几个问题：投资的本质及规则是什么？市场如何运转？价格为什么变动？你的竞争对手是怎样的？如何预测价格？交易行为准则是什么？如何进行资金分配？赢利和亏损的原因是什么？如何避免自杀性行为等。

如何了解投资哲学：

在国外，投资机构往往通过调查对方的投资策略及如何买卖决策、交易模式的优缺点、何时交易绩效好、何时交易绩效差，来了解对方的投资哲学。具体有如下 8 个方面：

- 1、是什么促使你买入?
- 2、在什么情况下你会卖出?
- 3、当一项投资获得了良好的回报时你会做什么?
- 4、如何控制资产的规模?
- 5、你的回报是不是具有历史性的重复规律?为什么?
- 6、如何进行对冲交易?
- 7、你的投资理念是怎样产生的?
- 8、它们是你独有的吗?

沃伦·巴菲特的投资哲学

“股神”1930年8月30日出生在充满投机与动荡的美国布拉斯加州的奥马哈市，他秉持简单、聚焦的原则，以企业经营者的态度投资股市，在不到50年的时间里，聚集成庞大的财富王国，创造了从100美元到720亿美元的财富神话，2009年，美国《福布斯》杂志在纽约公布了2008全球富豪排名，巴菲特名列第一，成为全球首富。

在华尔街投资大师行列中，没有一个人能够像巴菲特那样富有凝聚力，因为不管是他的投资理念，还是他的投资语录，无一例外地被青年投资者奉为“投资圣经”。

巴菲特说“我始终知道我会富有。对此我不曾有过一丝一刻的怀疑”。巴菲特简单明了的原则，忍耐聚焦的逻辑，给予投资大众一个相对明确及正确的投资观念。财富是无法复制的，但关于获得财富的理念和哲学是可以学习的：

- 1、我们只是在别人贪婪时恐惧，而在别人恐惧时贪婪；
- 2、时间是好投资者的朋友，是坏投资者的敌人；当股价偏高时，你要做的就是耐心地等待并继续进行跟踪，直到股价进入他认为合理的范围时再考虑买入；资金复利的增长为长期投资者提供了较好的依据；
- 3、投资必须是理性的，如果你不能了解它，就不要投资；
- 4、分散投资是无知者的自我保护法，对于那些明白自己在干什么的人来说，分散投资是没有意义的；一个人一生中真正值得投资的股票也就四五只，一旦发现了，就要集中资金，大量买入；应该把“所有的鸡蛋放在一只篮子里，然后小心地看好”。

乔治·索罗斯的投资哲学

“金融大鳄”是当今全球举足轻重的人物，量子基金创始人之一，他好像具有一种超人的力量左右着世界金融市场，1992年9月著名的英镑战役获利20亿美元，被称为“击垮英格兰银行的人”。历经几次动荡和危机，以自己成功的预测和业绩、独一无二的投资风格著称于世。他的投资哲学是：

- 1、炒作就像动物世界的森林法则，专门攻击弱者，这种做法往往能百发百中；
- 2、我们的世界观都是有缺陷或扭曲的；任何人都有弱点，同样，任何经济体系也都有弱点，那常常是最坚不可摧的一点；
- 3、羊群效应是我们每一次投机能够成功的关键，如果这种效应不存在或相当微弱，几乎可以肯定我们难以成功。
- 4、投资现实的前提假设是：市场总是错的；我们的世界观都是有缺陷或扭曲的；我们所要对付的市场并不是理性的，是一个无效(准确地说是无序)市场；通过对市场预期与内在运行规律的偏差之纠正的过程来达到投资获利的目的；
- 5、进攻时须狠，而且须全力而为；若事情不如意料时，保命是第一考虑。
- 6、我们所要对付的市场并不是理性的，是一个无效(准确地说是无序)市场；
- 7、信念会改变现实；

- 8、通过对市场预期与内在运行规律的偏差之纠正的过程来达到投资获利的目的;
- 9、在其他人跟风之前布置好自己的阵地;
- 10、制造利润和损失的是自己,不是市场或某些外部力量;
- 11、我理应赚钱。

威廉·江恩的投资哲学

江恩是 20 世纪初最伟大的市场炒家之一,纵横投机市场 45 年,用自己创造的数学及几何理论为基础的买卖方法赚取了 5000 多万美元,相当于现在的 10 亿多美元。他不仅是一位成功的投资者,还是一位智者和伟大的哲学家,他用其神秘的根据古老数学、几何和星象为基础的分析技术和方法,赚取了当时庞大的财富。

他所创造的把时间与价格完美的结合起来的理论,至今仍为投资界人士所津津乐道,倍加推崇。江恩理论的实质就是在看似无序的市场中建立了严格的交易秩序,他建立了江恩时间法则,江恩价格法则,江恩线等。它可以用来发现何时价格会发生回调和将回调到什么价位。

江恩理论是以研究测市为主的,江恩通过数学、几何学、宗教、天文学的综合运用,建立起自己独特的分析方法和测市理论。由于他的分析方法具有非常高的准确性,有时达到令人不可思议的程度。最为人瞩目的是 1909 年 10 月美国“*The Ticketr and Investment Digest*”杂志编辑 Richard .Wyckoff 的一次实地访问。在杂志人员的监察下,江恩在十月份的二十五个市场交易日中共进行 286 次买卖,结果 264 获利,22 次损失,获利率竟达 92.3%。

江恩的理论抽象而神秘,我们只能从其指定的 21 条买卖法则中领略其交易哲学。

江恩的 21 条买卖规则 :

- 1、每次入市买、卖,损失不应超过资金的十分之一。
- 2、永远都设立止损位。
- 3、永不过量买卖。
- 4、永不让所持仓盘转盈为亏。
- 5、永不逆市而为。
- 6、有怀疑,即平仓离场。
- 7、只在活跃的市场买卖。
- 8、永不设定目标价位出入市,而只服从市场走势。
- 9、如无适当理由、不将所持仓平盘,可用止损位保障所得利润。
- 10、在市场连战皆捷后,可将部分利润提取,以备急时之需。
- 11、买股票切忌指望分红收息。
- 12、买卖招致损失时,切忌赌徒式加码。
- 13、不要因为不耐烦而入市,也不要因为不耐烦而平仓。
- 14、肯输不肯赢,切戒。
- 15、入市时落下的止损盘,不宜胡乱取消。
- 16、入市要等候机会,不宜买卖太密。
- 17、做多做空自如,不应只做单边。
- 18、不要因为价位太低而吸纳,也不要因为价位太高而沽空。
- 19、永不对冲。
- 20、尽量避免在不适当时搞金字塔加码。
- 21、如无适当理由,避免胡乱更改所持股票的买卖策略。

伯纳德·巴鲁克的投资哲学

巴鲁克是一位具有传奇色彩的风险投资家，是在征服了华尔街之后又征服了华盛顿的最著名、最受人敬慕的人物。19岁进入华尔街，25岁就成为华尔街证券经纪公司的合伙人，通过投资在32岁就已成为百万富翁。随后开始具有国家最高水平的政府公共服务事业。巴鲁克是那个时代少有的几位“既赚了钱又保存了胜利果实的大炒家”。

《至高无上：来自最伟大证券交易者的经验》，巴鲁克被列为5位最伟大证券交易者之一。美国共同基金之父罗伊·纽伯格说：“巴鲁克是能最好把握时机的投资者！”

他的交易哲学是：

- 1、人性是最重要的;只求做好但不贪婪。
- 2、谨防任何人带来“内部”信息或“特别消息”这样的好东西;
- 3、不企图在底部买入，在顶部卖出;
- 4、迅速接受损失、处理损失;
- 5、仅持有几只可以持续关注的证券;
- 6、定期评估所有投资;
- 7、永远不将所有资金投资出去;
- 8、坚守自己最熟悉的领域。

彼得·林奇的投资哲学

彼得·林奇被誉为“全球最佳选股者”，并被美国基金评级公司评为“历史上最传奇的基金经理人”。彼得·林奇1969年进入富达管理研究公司成为研究员，1977年成为麦哲伦基金的基金经理人。

到1990年5月辞去基金经理人的职务为止的13年间，麦哲伦基金管理的资产由2000万美元成长至140亿美元，基金投资人超过100万人，成为富达的旗舰基金，并且是当时全球资产管理金额最大的基金，其投资绩效也名列第一，13年间的年平均复利报酬率达29%。

投资哲学：

- 1、从不相信谁能预测市场。
- 2、投资只是赌博的一种，没有百分百安全的投资工具。
- 3、价值投资的精髓在于，质好价低的个股内在价值在足够长的时间内总会体现在股价上，利用这种特性，使本金稳定地复利增长。
- 4、投资具有潜力，且未被市场留意的公司，长线持有，利用复式滚存稳步增长。

是川银藏的投资哲学

是川银藏先生是日本著名的股票大师，少年开始闯荡天下，艰苦创业，在被称为“天下第一赌场”的股市纵横拼搏60年，创造了无数的奇迹。他30岁时以70日元做本钱入市即获利百倍，成为日本股市的名人。仅靠投资股市，他在1982年度日本个人所得排行榜中名列第一，1983年名列第二。最高记录是他在82岁高龄一年赚进200亿日元，他百发百中的判断力，预测经济形势和股市行情的准确性令人吃惊，因此被称为“股市之神”。

是川积多年的经验认为，投资股票就像乌龟兔子与乌龟的竞赛一样，兔子因为太过自信，被胜利冲昏了头，以至于失败。另一方面，乌龟走得虽慢，却是稳扎稳打，谨慎小心，反而赢得最后胜利，因此，投资人的心境必须和乌龟一样，慢慢观察，审慎买卖。

所谓“乌龟三原则”就是：

- 1、选择未来大有前途，却尚未被世人察觉的潜力股，长期持有。
- 2、每日盯牢经济与股市行情的变动，而且自己下功夫研究。
- 3、不可太过于乐观，不要以为股市会永远涨个不停，而且要以自有资金操作。

是川银藏“投资五原则”：

- 一、选股票不要靠人推荐，要自己下功夫研究后选择;
- 二、自己要能预测一两年后的经济变化;
- 三、每只股票都有其适当价位，股价超越其应有水准，切忌追高;
- 四、股价最后还是得由其业绩决定，作手硬做的股票千万碰不得;
- 五、任何时候都可能发生难以预料的事件，因此必须记住，投资股票永远有风险。

杰西·利物莫尔的投资哲学

杰西·利物莫尔：有史以来最伟大的股票投资者，至今人们仍然在使用这位交易天才的那些富有革命性的交易策略。他曾在证券市场上获得惊人的财富，又数次赔了个精光，最后死于个人问题和严重的抑郁症状。

他的投资哲学是：

- 1、永不停止分析;重视大盘，而不是个股;
- 2、在多头市场看多，在空头市场看空;
- 3、关心把事情做得正确，而不是关心是否赚钱;
- 4、在投机操作中，没有什么事情能够绝对预定;
- 5、股票投机成功的基础，是假设大家未来会继续犯以前的错误;
- 6、独来独往，不受他人左右;
- 7、市场只有一边，不是多头的一边或空头的一边，而是正确的一边;
- 8、凡是有损失的，都要卖掉，有利润的，都要留着。

约翰·梅纳德·凯恩斯

20世纪最有影响的经济学家。1920年到1940年间，他在有史以来最艰险动荡的资产市场上投资，并积聚了财富。他的业绩涨落、手法变化以及投资思路都非常令人着迷。

他的投资哲学是：

1、我们据以估计预期收益的知识基础极其脆弱，如果想估计10年后的一条铁路、一座铜矿、一家纺织厂、一种专利药品的信誉、一艘大西洋油轮、一座伦敦市中心区的建筑物的收益到底有多少，我们所能依据的知识实在太少，有时甚至完全没有，即使把时间缩短为5年以后，情况也是如此。

估值知识的不完备和被投资的公司经营的不确定性又被飘飘忽忽的市场心理大大加强了，“按成规行事所得到的市价，是对事态一无所知的群众心理的产物，自然会受到群众观点突如其来的变化的剧烈影响。而使群众的观点发生变化的因素并不一定要求与投资的预期收益有关，因为群众向来就不相信市场会稳定，尤其是在非常时期，没人会相信目前的状态会无限期地继续下去，这样，即使没有具体理由可以预期未来会发生什么变化，但市场仍很容易一会儿受到乐观情绪的支配，一会儿受到悲观情绪的冲击。”

2、专家中的大多数预测某一投资品的收益能力并不比一般人高出多少，而仅仅比一般人稍微早一些。他们并不关心股票真正值多少钱，而是关心在群众心理的影响下，上述股票在3个月或1年以后在市场上能值多少钱。

3、智力的争斗，在于预测几个月之后按成规所能确定的股票市价，而不是预测在未来好几年中的投资收益。甚至这种争斗也不需要为行为职业投资者提供什么好处，他们相互之间就可以玩起来。参加者也不需要真正相信，墨守成规从长远来看有什么合理的依据。邮轮耙低蹲屎孟裕窃谕嬉恢帧型!挠蜗罚恢帧铄挠蜗罚恢帧嘉弧挠蜗贰

总而言之，犹如一种供消遣的游戏。在这种游戏中，胜利属于不过早或过晚‘叫停’的人，属于在一次游戏结束前能把东西传给相邻者的人，或者在音乐停止前能占有座位的人。这些游戏可以玩得津津有味、高高兴兴，虽然每个参加游戏的人都知道，东西总是传来传去，

而在音乐停止时，总会有人没来得及把东西传出去，也总会有人没有得到座位。

4、职业投资者的投资好比报纸上的选美竞赛，在竞赛中，参与者要从 100 张照片中选出最漂亮的 6 张，所选出的 6 张照片最接近于全部参与者共同选出的 6 张照片的人就是获奖者。由此可见，每一个参与者所要挑选的并不是他自己认为是最漂亮的人，而是他设想的其他参与者所要挑选的人。

所有的参与者都会以同样的态度看待这个问题，致使挑选并不是根据个人的判断力来选出最漂亮的人，甚至也不是根据真正的平均的判断力来选出最漂亮的人，而是运用我们的智力推测一般人认为最漂亮的人。（本电子书全文完）

水晶球财经网一牛人都在这里，精华都在这里！

水晶球财经网是一个专注于财经证券的大型交流社区，由数名全国性财经媒体资深人士共同发起。目前，已有大批著名证券专家、券商分析师、私募名人、民间高手入驻水晶球财经网。先行入驻的牛人有：**李志林、花荣、童牧野、洪榕、桂浩明、赵笑云、李大霄、陈实、徐彪、徐一钉、沙黾农、仇彦英、宋清辉、王国强、吴国平、真庸、冉兰、邓学文、李坚、苏渝、陈志平、冯远春、老怪中国、赖戎播、展锋、皮海州、郭施亮、小黎飞刀、揭幕者、胡兰贵、马仁辉、蜀人三只眼、吕健中、西点老 A、顶点财经、财富密钥等。**

水晶球----西方用来占卜的工具，独具预测未来的魔法。水晶球象征有求必应、时来运转。我们相信，神秘、灵性的水晶球，一定能带给您吉祥和圆满！

欢迎到水晶球财经网（sjqcj.com）发帖、交流。

水晶球财经网联系方式：sjqcjw@163.com QQ: 1912736167

欢迎订阅水晶球财经网微信公众号：[sjqcjw](https://www.sjqcjw.com)

