



加杠杆时“痛快”去杠杆时“痛苦”

融资造牛：“痛并快乐着”的杠杆游戏

□本报记者 申鹏

在融资造牛的模式中，“主力”借钱推升股价，待价格启动之后，融资者的抵押品增值，从而能够动用更多的资金，就如滚雪球一般。其结果是，融资牛股在交易过程中资金介入量大，股价涨势凶猛，且趋势形成之后难以很快改变。然而，盛宴并不是免费的，加杠杆的代价是风险极高，股价上涨时赚得盆满钵满；一旦转势，“雪球”就可能演变成“雪崩”。

牛股的融资烙印

“融资”、“负债”、“杠杆”是时下中国经济圈中的关键词，股市作为经济的映像，这些特征同样存在，甚至更加明显。

自2012年下半年开始，尽管股市整体表现不佳，但一些个股强势走牛，吸引了投资者的目光。这其中不仅包括小市值股票，也包括一些中盘股甚至是大盘股。

在任何一个市场中，想要制造牛股，资金是最关键的因素，这在整体市场环境恶劣的情况下尤为重要。要运作流通市值在数十亿元甚至是上百亿元的股票，就更需要庞大的现金支持。

融资，无疑是通过小搏大的有效途径。这也是为何在最近一年

中出现过的大、中盘牛股身上，大都能看到融资的身影。

来看一组牛股数据：海虹控股，去年7月股价反转，最高涨幅达235%，最近一年内融资月从8578万元增加至11.27亿元，增幅超过10倍；冠豪高新，自去年12月3日启动主升浪，最高涨幅为578%，自今年1月31日该股进入融资名单后，融资余额从1.04亿元增加至23.6亿元，增幅超过22倍；鹏博士，今年4月16日起快速上涨，1个月股价翻番，这一期间，股票融资余额从4.10亿元增至18.89亿元，增幅在3倍以上。

事实上，如去年12月到今年春节前股价接近翻番的民生银行，其背后同样有融资推手。公开数据显示的融资余额增幅380%，而有券商人士称场内尚有各路伞式基金参与，杠杆比例可高达1比3。而像海虹控股这样的股票，融资参与深度之高，甚至位列十大流通股东。

在当前的市场中，融资造牛已经成为一种“流行”的模式，被广泛应用。而且，从全市场的范围来看，融资资金也起到了重要支撑作用。A股融资余额年内从879亿元增加至2191亿元，净增量超过1300亿元。

强大的杠杆 难止的趋势

给我一个支点，可以撬动地

球。”古希腊的哲学家最早阐明了杠杆的强大力量。在金融市场中，这一手段的应用被推向极致。

据一位不愿具名的券商人士介绍，目前交易所给出的融资数据是基于券商融出资金，杠杆率一般在1比2到1比3，而客户的自有资金既有可能是完全自有，也有可能是私募伞式基金；如果是后者，那么总的杠杆率就可高达1比9。在这种情况下，一些有意运作股票的主力作手就可能以小搏大，以相对小规模的资金撬动流通市值巨大的股票。

被大幅放大了的资金，赋予了此类牛股场内交易量巨大、股价涨势凶猛等特征。然而，融资的魅力还不止于此。

在券商融资的这一过程中，抵押品既可以是现金，也可以是股票。主力在运作股票的过程中，启动时需要一定量的现金；买入股票后，就可以将股票作为抵押品。如果运作手法奏效，能够成功推高股价，那么抵押品就实现了“增值”，结果就是能够借到更多现金，继续推升股价。这是一个“滚雪球”的过程，一旦雪球滚起来，就会越来越大。

上述券商人士还表示，如果是上市公司自己运作，那么这一过程就可称得上是“无中生有”。

首先，大股东将所持股票作为抵押品从券商处借入资金，然后用融到的现金在二级市场上推升股价，股票升值后可以借入更多资金，进而继续推高股价，如此循环，同时辅以公司利好消息，还能吸引更多市场资金跟风买入。而这种运作模式，只要不是遇到特别恶劣的市场环境，成功率极高。

所以关键就是股价必须形成上升趋势，这样才能够有源源不断的后续资金，融资账户上的负债比例也不会升高。”该券商人士称，这就是为什么我们看到很多股票的上升趋势能够维持很久，这种情况在前些年是不多见的。”

盛宴过后是残羹

不过，较高的杠杆也意味着更大的风险。

融资炒股，类比实业其实就是“负债经营”。在行业景气好的时候借债扩张，能够增加企业盈利，但过度扩张带来的债务负担也可能成为隐患。在实业领域里，光伏算是一个典型的例子，2009年靠银行信贷年快速增长，此后行业景气低迷，很多企业被“套”在了高位，资不抵债的就只能选择破产重组。

融资炒股爆仓的情况也在不久前出现过，6月下旬股票市场遭

遇“钱荒”重拳，上证指数跌至2000点下方，很多杠杆基金被迫平仓，平仓盘将沪综指瞬间打到千九之下。

据介绍，一般杠杆基金按照管理者与投资者之间的协议设定平仓线，平仓时管理者可能分文不剩。从券商处融资也有负债率的限制，一般规定负债率在120%到130%的情况下会遭遇券商平仓，但在实际操作中券商可能放宽限制到150%。在股票的涨跌过程中，融资账户的债务与资产比例是此消彼长的过程，因此某一幅度的股价波动在资产负债表上就会被成倍放大。假设一笔1比3的融资，满仓操作，股价下跌20%，负债率会从75%跳升至118%，跌30%负债率会升到150%。

因此，如果主力资金错判形势，导致资金链断裂，股票价格就可能出现断崖式下跌，而平仓行为本身也会将价格压到更低的水平。

加杠杆时“痛快”，去杠杆时“痛苦”，在这一点上，股票市场与其他领域并无太大不同。实际上，从整个市场的融资规模来看，在6月下旬以来确实出现了震荡下行的趋势，这一趋势是否延续，又会对整个市场又将产生怎样的影响，需要高度关注。

空头“砍仓秀” 砍出期指历史最大涨幅

□本报记者 熊峰

昨日，股指期货创出历史最大单日涨幅，期指总持仓昨日减仓1万余手，表明部分空头被逼砍仓，无奈离场。截至收盘，主力合约IF1307报收2321点，较上一交易日结算价大涨136.6点，涨幅达6.25%。其余三个远月合约涨幅超7%。市场人士指出，高层表态“稳增长”是昨日期指暴涨的重要诱因，此前的巨幅贴水已经收敛至个位数，空头惨被“逼宫”，预计多头不会轻易放弃，不排除还有逼空第二波即将登场的可能。

股指期货缘何暴涨

昨日期指涨幅猛烈，日内最高涨幅超过8%，尾盘时虽然随着获利盘的离场，期指有所回落，但最终仍收出百点长阳。

对此，市场人士指出，期指昨日的暴涨与高层表态的利好密切相关，近日高层表态“稳增长与调结构、改革两不误”，据此，市场普遍预期政府将推出温和刺激政策。

中证期货研究部副总经理刘宾亦提醒，这种超跌后借助政策预期的反弹持续性还是存疑，整体来看，在经济持续低

增长下限、不突破通胀上限”的解读，市场普遍认为这是管理层释放将出台温和刺激政策的意图，因此才出现了以资源、周期蓝筹股为首的拉抬走势，而美联储释放宽松的利多政策也形成了叠加效应。

上海中期分析师陶勤英亦持类似观点。她分析，昨日市场的强劲上涨主要是受到高层“经济稳增长”表态的利好；与此同时，伯南克的讲话令市场预期宽松政策仍将维持，提振了外围金融市场，这为国内股指上涨创造了有利的氛围。

值得关注的是，期指巨幅贴水警报进一步消除，主力合约盘中一度出现升水，收盘贴水收敛为5点，相比此前逾60点的史上最大贴水，市场乐观情绪可见一斑。

陶勤英指出，期现价差得到快速收敛，收盘期现价差已不到6点。反向套利操作的逐步介入促使价差得到收敛，同时，期现价差的收敛也反映出现阶段市场乐观情绪升温。

不过，刘宾亦提醒，这种超跌后借助政策预期的反弹持续性还是存疑，整体来看，在经济持续低

增长下限、不突破通胀上限”的解读，市场普遍认为这是管理层释

放将出台温和刺激政策的意图，因此才出现了以资源、周期蓝筹股为首的拉抬走势，而美联储释放

宽松的利多政策也形成了叠加效应。

空头惨被“逼宫”

昨日午盘之前，空头主力资

金依然处于抵抗阶段，即使期指

节节上涨，但持仓量并未出现明

显减仓。不过，期指午后开始一轮

更快的上涨，盘中一度突破8%，

而14点之后总持仓从高位逐步回

落。市场人士指出，空头被逼砍仓

的迹象十分明显，至尾盘全天减

仓1万余手。

对于近期走势，多位市场人

士认为依然乐观。

长江期货资深分析师王旺指

出，昨日的大涨并没有“过热”，相

反前期的巨幅贴水则透露出空方

的不理智。昨日的价差信号透露

对于近期走势，多位市场人

士认为依然乐观。

对于近期走势，多位市场人

士认为依然乐观。