

第一讲 (B)

两个传奇人物的故事

谁？

- 乔治·索罗斯
 - 一个曾经打垮英国央行的人
- 徐翔：
 - 一个操纵中国股市的人

乔治·索罗斯



- 1930年出生于布达佩斯；
- 二战纳粹占领匈牙利期间幸免于难；
- 战后苏联在匈牙利强制推行斯大林体制期间幸免于难；
- 逃往英国；
- 1952年从伦敦经济学院毕业；
- 著作等身，提出了繁荣/萧条循环和反身性理论。

世纪交易



- 1992年的世纪交易
 - 一天之内让英国央行溃不成军；
 - 击垮英国货币体系；
 - 狂赚10多亿美元。
- 当时的环境有所不同：
 - 对冲基金尚未进入广大公众的视线。
 - 国家间资本流动的限制刚取消不久。
 - 刚刚进入24小时新闻不间断报道的时代。

历史背景： 二战后欧洲货币体系

- 欧洲诸国希望打造一个足以对抗美国的一体化泛欧市场。
 - 欧盟（EU）应运而生。
- 欧盟的前身为1979年创立的欧洲汇率机制（ERM）。
 - 各国尚未做好放弃本国货币的准备。
 - 一致同意各国汇率锚定德国马克。
 - 议定汇率的波动幅度须维持在 $\pm 6\%$ 的可接受范围内。

政府如何管理汇率？

- 外汇储备：
 - 卖出外汇，买入本币 → 升值
 - 卖出本币，买入外汇 → 贬值
- 利率：
 - 加（降）息 → 升值（贬值）
 - 不过，这可能与其他具有优先性的政策相冲突：
 - 经济衰退：降息拉动投资和消费。
 - 高通胀：加息减少货币供应量。

英国加入ERM



- 1990年英国经济状况：
 - 通胀高企，生产率低下，出口缺乏竞争力；
 - 加入ERM有助于掌控货币政策。
- 主要支持者：约翰·梅杰
 - 撒切尔内阁财政大臣
 - 支持加入ERM的决定，与撒切尔夫人唱反调。
- 加入日期：1990年10月
 - 固定汇率：1英镑（GBP）兑2.95 德国马克（DM）
 - 允许浮动区间：2.78 - 3.13 DM
- 不久之后，梅杰当选为首相。

短暂的“蜜月期”

- 加入ERM起初看起来是个不错的决定。
 - 通胀回落，利率下调，失业率降低。
- 然而，到了1992年，全球经济大衰退：
 - 失业率从两年前的7.7%攀升至12.7%。
 - 政府一般会通过降息来刺激投资和消费。
 - 可降息将导致英镑贬值。
 - 当此经济严重衰退之际，维持固定汇率的紧箍咒令英国政府进退失据！

货币定价错误

- 对外强颜欢笑的英国政府清楚英镑被高估。
 - 相较于低迷的需求而言，利率水平过高；
 - 经常账户出现巨额赤字（进口额大于出口额）；
 - 根本问题：加入ERM时的英镑汇率定价不当。
- 市场对此也一清二楚。
 - 英镑汇价处于指定区间下沿位置。
 - 市场依然相信英国政府会保证维持英镑汇率。
- 1992年整个夏季，英镑固守住了阵地。
 - 然而.....

导火索：德国对英国落井下石！

- 1992年，德国央行官员的正式与非正式讲话打压了英镑走势。之后一颗“核弹”不期而至。
- 1992年9月16日晚，《华尔街日报》发布了下面一则报道：
 - “德国央行行长赫尔穆特·施莱辛格教授表示，即便在ERM调整且德国降息之后，仍不排除一到两个币种会在法国公投前承压。他在采访中承认，业已采取的措施根本没有办法完全解决存在的问题。”



世纪交易

- 自1992年8月起，索罗斯已建立15亿美元英镑空头头寸。
- 《华尔街日报》的报道出来后，斯坦利·德鲁肯米勒（索罗斯的头号副手）意识到其重要性，建议增加空头头寸。
- 索罗斯的答复：
 - “信心十足却只是小打小闹，这毫无意义。”
 - 我们来他个“一击致命。”
- 行动：
 - 9月17日早上，索罗斯旗下基金将空头头寸从15亿美元追加到100亿美元。

索罗斯押注的精妙之处

- 如果英镑贬值：
 - 索罗斯做空英镑可赚数十亿美元。
- 要是英镑升值呢？——毫无可能！
 - 大家都知道英镑被高估。
 - 其汇价已处于交易区间的底部。
 - 唯一支撑因素：政府干预。
- 只有巨大的盈利空间，却不存在亏损风险！

水中巨鲨

- 欧洲沉沉入睡之际，索罗斯却在四处借入和抛售英镑。其他对冲基金也闻风而动。
- “到黑色星期三的时候，我们的总头寸规模必须达到100亿美元左右，我们曾计划抛售更多。实际上，听到诺曼·拉蒙特（时任英国财政大臣）在英镑贬值前夕表示要借入差不多150亿美元来捍卫英镑，我们都感到有点好笑，因为这和我们做空的金额基本相当。”

- [乔治·索罗斯](#)，1992

无助的英国政府： 可恨的黑色星期三

- 8:40AM：英国央行买入10亿美元英镑
 - 毫无效果——全世界都在抛售！
 - 最终动用了270亿英镑储备金——依然无功而返！
- 9:00AM：英国央行被击垮！
 - 剩下的唯一选择：加息（衰退期间）。
 - 但这无异于政治自杀——遭到约翰·梅杰拒绝。
 - 全球继续抛售英镑——压力不断增加。
- 11:00AM：利率先后上调200和300基点（一天之内利率从10%升至15%！！）
 - 对英镑价值的影响：完全没有！

一个自我实现的预言

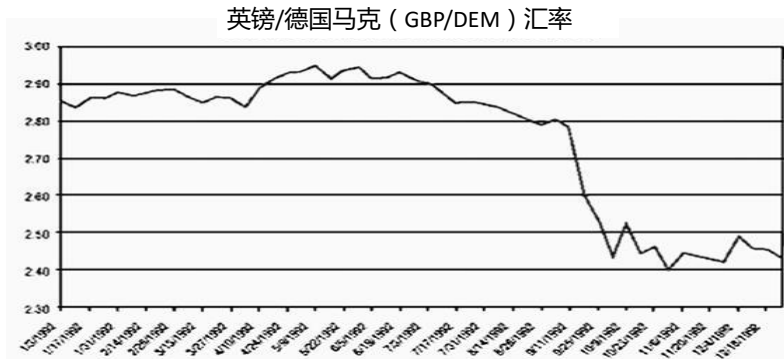
- 如今市场预期英国将不得不贬值英镑。
 - 加息或买入货币均无法扭转市场氛围。
- 如果投机者相信这一点，他们就会继续做空英镑，助其最终实现。
 - 英国政府必然会被全球资本打败。
- “在大西洋的另一边，德鲁肯米勒与索罗斯坐在桌旁，他们认为加息犹如一个将死之人在做最后的挣扎。这是事情接近尾声的讯号——也是对英镑发动最后致命一击的时候了。”

英国投降！！



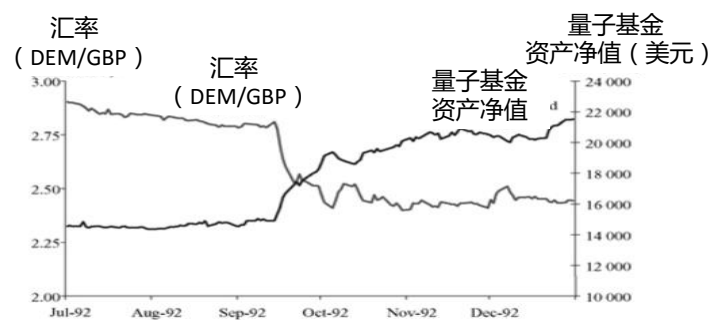
- 7:30PM：英国宣布退出ERM，采用浮动汇率制度。
- 英国金融史现称1992年9月17日为“**黑色星期三**”。
- 对乔治·索罗斯而言，这却是个“**超级星期三**”。

黑色星期三的余波



- 英镑兑德国马克汇率重挫15%，兑美元汇率暴跌25%。

索罗斯的量子基金



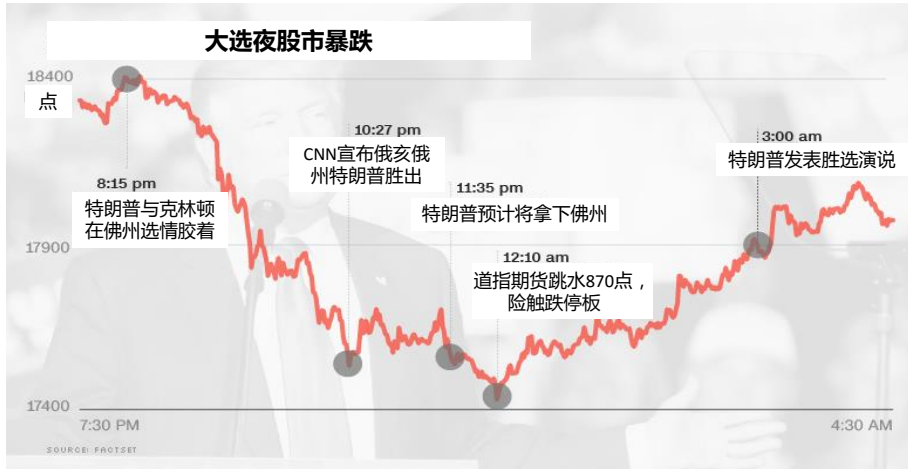
- 到黑色星期三，基金价值马上从150亿美元跃升至190亿美元。
- 数月后，基金价值已将近220亿美元。
- 索罗斯获利：14亿美元 ($= (22-15) \times 20\%$)

我的朋友，亿万富翁就是这样炼成的

宏观交易隐藏巨大风险——即使索罗斯也可能马失前蹄！

- 去年，索罗斯认识到全球经济不确定性在增强，于是重出江湖，指导其家族基金的交易：
 - 中国、欧盟、美国存在诸多问题.....
- 特朗普赢得美国大选后，他押注股市下跌：重大误判！
 - 大力支持希拉里·克林顿。
 - 向民主党捐款2,000多万美元。
- 损失10多亿美元！

市场最初的恐慌情绪平息之后.....



大选之后股市走势

美国：道琼斯工业平均指数 简单移动平均线 (SMA)

趋势线与注解



零和游戏：索罗斯的损失 = 德鲁肯米勒的收益

- 索罗斯的前头号副手斯坦利·德鲁肯米勒对大选结果的市场反应持相反观点。
 - 若特朗普胜选，股市将先跌后升。
 - 向共和党阵营候选人捐款350万美元。
- 特朗普胜出后押注股市上涨：
 - 清空黄金头寸；
 - 做空债券，做多美元。
- 可观的收益：
 - 大选日至2016年底收益率 > 10%

私募一哥：徐翔



徐翔其人

- 上海泽熙投资管理有限公司总经理泽熙投资总经理
- 1978年出生，高中学历，十七八岁以几万元资金出道
- 成名：“宁波涨停板敢死队”总舵主
- 潜伏：转战上海，先在国泰君安几个营业部，后在东方证券肇嘉浜营业部低调操作。
- 重见阳光：转型阳光私募，通过四大资本平台主要以在二级市场买卖、参与定增、进入上市公司寻求控制权等三种方式参与资本市场。
 - 上海泽熙投资管理有限公司：2009年12月成立
 - 公司旗下有三只基金：泽熙2期、泽熙3期、上海泽熙增煦投资中心
 - 上海泽熙资产管理中心：成立于2010年7月
 - 旗下有泽熙4期、泽熙5期、泽熙6期、泽熙11期4只基金
 - 上海泽添资产管理中心：成立于2012年4月
 - 旗下有基金泽熙1期、泽熙单一资金信托计划、泽熙投资基金1号
 - 西藏泽添投资发展有限公司：2015年6月8日成立
 - 西藏泽添是上市公司宁波中国第一大股东，持有公司总股本的15.69%股份

“巨星”陨落

- 11月1号上午，周日，上海泽熙投资管理有限公司总经理徐翔被警方带走。这个被誉为在中国资本市场最会赚钱的人，在杭州湾跨海大桥上被警方控制。为了抓他，宁波警方把总长36公里、连通宁波与上海的杭州湾跨海大桥封闭40分钟，G15宁波到上海的所有出口被关。
- 徐翔，草根出身，初中学历，几万元炒股起家，到成为身价140亿、收益率10倍于巴菲特的「私募一哥」。他是中国证券市场近10年来最神秘的人物，但直到被捕，人们才知道他长什么样。

操作风格

- “敢死队”风范：
 - 短线手法独到，风格凌厉剽悍。
- 通过“阳光化”来转型：
 - 操作上还算谨慎的，做了相应的风险管理
- 事必躬亲，为人低调，小心谨慎：
 - 在有重组之类的重大题材迹象时，徐翔亲自出马，直接与上市公司董事长单聊
 - 很少面对媒体：只查到3篇采访报道
 - 泽熙公司帐户和徐翔个人及其控制的其他账户分用两个不同交易室。交易时间内，徐翔同时向两个交易室下达指令。徐翔用这样的方式来设置隔离墙。
 - “一张口要比十张口更容易守住秘密。”
 - 选择公共场合甚至桑拿浴室谈事情，也是出于谨慎
 - “大家赤裸相见，不用担心隔墙有耳”

涨停板套利： 行为金融学经典案例

- 交易策略：
 - 股票涨停当日（t）大量买入。
 - 58% 的购买订单是第一次涨停5分钟之内下单的。
 - 85% 的购买订单是第一次涨停60分钟之内下单的。
 - 高交易量和快速下单是关键。
 - 涨停次日（t+1）即全盘卖出。
- 用上交所帐户交易数据对此套利策略的一篇学术研究：
 - “可预测的行为，盈利与关注”，实证金融期刊，2007
 - Mark Seasholes and Guojun Wu

行为金融学的解释

- 处置效应导致很多散户在涨停当日卖出股票：
 - 过早卖出赚钱的股票，过长持有亏损的股票；
 - 这种非理性行为给套利者在涨停当日提供了大量买入的机会。
- 关注效应导致很多新散户在涨停次日蜂拥入市买入股票：
 - 有限的注意力和搜寻成本导致散户只能关注考虑有限的几只股票；
 - 涨停事件和媒体报导将股票引入散户的视野；
 - 这给套利者在涨停次日提供了大量卖出的机会。

样本：

上交所交易数据2001年1月至2003年7月

	正常股票 (+/- 10%)	特殊股票 (+/- 5%)	总计
涨停事件	1842	600	2442
独特股票代码	635	76	657
独特天数	287	305	416

- 主数据集：涨停当日和次日来自**645723**不同帐户的**21567617**次交易。
- 辅数据集：来自宁波市的所有日交易记录，不仅仅局限于涨停当日和次日。共**2989462**次交易。

涨停当日的处置效应

同日涨停数量	散户净买入 (RMB)	套利者净买入 (RMB)
所有事件	-5,747,496	5,119,278
【1, 5】	-6,591,700	9,102,243
【6, 10】	-4,425,296	9,294,877
【11, 20】	-4,511,932	5,850,341
【21, 100】	-2,922,560	3,730,021
多于100	-6,679,453	814,612

涨停次日的关注效应

同日涨停数量	散户净买入 (RMB)	套利者净买入 (RMB)
所有事件	3,968,520	-2,755,293
【1, 5】	6,678,348	-5,150,459
【6, 10】	5,969,104	-5,297,659
【11, 20】	3,969,064	-3,081,351
【21, 100】	5,618,772	-1,589,391
多于100	644,560	-287,649

套利者利润和散户损失

	利润来源	持有期回报	日阿尔法
套利者	涨停当日买入， 涨停次日卖出	1.1621%	1.1485%
散户	涨停当日卖出， 涨停次日买入 (处置效应)	-1.4583%	-1.4461%
	涨停次日买入， 持有5天 (关注效应)	-0.8804%	-0.1284%

- 扣除交易成本，套利者可从每个涨停事件中获取**0.71%平均日利润率**。

熊市一字断魂刀



- 第一招：刀口舔血
 - 第一天，将一只股票快速拉升，造成该股短线牛气冲天的假象，引发散户竞相买入，等刀上舔足了血，休息收工。
- 第二招：祭出宝刀
 - 第二天，在开盘时，突然抛出该股票，令其低开2、3个百分点。之后保持股票横盘，犹如走出一个一“字”型。不明真相的短线资金，以为好股票暂时回调，遇到捡“皮夹子”的机会，纷纷买入。于是，便出现神奇的一幕：一边是私募借刀快速出货，一边是游资自视逢低吸货。
- 第三招，抽刀断肠
 - 第三天、第四天，等出货出的差不多了，股价很快如瀑布般飞流直下。私募已经脱身，留下套牢的人唏嘘不已。

恒星科技：2011年5月24日



转型阳光私募后的交易模式

- 抬升股价帮助大宗减持牟利
 - 创造利好帮助大股东减持
- 挖掘内幕信息
 - 参与重组股或者是重大题材股的交易
- 定增+受让老股
 - 参与上市公司定增，并要求上市公司大股东向其转让“老股”（即原有股份）来实现利益最大化

模式一：抬升股价帮助大宗减持牟利

- 在上市公司大股东减持前几个月甚至一年前就开始运作；
- 大宗交易项目确定后，主要利用泽熙之外的账户先买入股票，然后制造种种利好，并以做庄的方式抬升股价；
- 大宗交易时主要用泽熙的账户来接盘；
 - 泽熙只是徐翔内幕交易和操纵市场公开平台
- 大宗交易者投入大，收益也大，可以从上市公司大股东那里分享到股价上涨部分50-80%（扣除基数）的收益。

“创造”利好：一个题材装几家公司

- 2012年4月，南江集团与中科院宁波材料技术与工程研究所合作成立宁波墨西科技有限公司。该公司曾宣称建设世界上第一条年产300吨的石墨烯生产线。2013年以来，这一题材反复在乐通股份（002319）、*ST新梅（600732）、华丽家族（600503）身上炒作。
- 2013年1月25日，乐通股份公告与宁波墨西科技有限公司签署《石墨烯油墨项目合作协议》，双方商定组建合资公司从事石墨烯油墨的研发和生产，计划总投资1亿元，公司占合资公司80%的股份；乙方以石墨烯油墨的相关技术作价出资；新组建的合资公司将作为双方合作的平台，研发、生产和销售石墨烯油墨。
 - 2012年12月初至2013年3月中旬，乐通股份股票最高时涨了两倍，上述公告功不可没。
 - 与此同步的是，2013年2月18日至2013年3月5日，乐通股份共有34次大宗交易记录。其中，国泰君安证券上海打浦路营业部26次，涉及3180.25万股，成交5.2亿元。

“创造”利好：一个题材装几家公司（续）

- 2012年7月20日，华丽家族公告注入石墨烯项目计划。华丽家族作为石墨烯概念股，在近3年多的时间里也几次成为市场炒作对象，各种传闻不断。直到今年年中，华丽家族的石墨烯计划才有了实质性进展。
- 3年前即2012年底至2013年1月底，华丽家族开始了密集的大宗交易。其中，除了国泰君安证券上海打浦路，安信证券上海世纪大道营业部和国泰君安证券总部也为买方，涉及交易金额近5亿元。

“创造”利好：一个题材装几家公司（续）

- 2013年3月5日，市场传闻*ST新梅将与南江集团合作介入石墨烯。*ST新梅澄清称，未与南江集团有过任何与石墨烯资产有关的意向与协议，但大股东兴盛集团目前与南江集团商谈在石墨烯产业领域合作的事宜。
- 随后不久，南江集团成为上海新梅的第三大股东，*ST新梅大宗交易也开始频繁起来。2013年2月28日至2013年9月23日，共发生23笔大宗交易，共计1.9亿股，交易金额11.2亿元。
- 其中，国泰君安证券上海打浦路营业部发生4笔，国泰君安证券总部发生6笔，华泰证券上海国宾路营业部发生4笔，中信证券上海世纪大道营业部有2笔。

“创造”利好：假收购、假资产

- 2013年7月25日，*ST云网公告，拟收购江苏中昱环保科技有限公司51%的股权。称江苏中昱环保科技有限公司，集聚多位院士、教授，已承担百余项国家级项目及课题，申请国家专利40多个，形成关键技术50多项，获得国家级、省级奖励30多项；其业务板块包括综合版块、废气板块、水处理板块、生态河湖板块。并称，中昱环保2012年主营业务收入3800万元、净利润88万元，2013年上半年主营业务收入8000万元、净利润1000万元。
- 但从宜兴市政府部门取得的数据显示，这家公司2012、2013年的业务收入和利润均为零。根据*ST云网公告的地址也没有找到中昱环保。或许正是这样的原因，2014年5月9日，*ST云网中止了对其的收购。

“创造”利好：假收购、假资产（续）

- 2014年12月24日，*ST云网又公告转道收购中昱环保实际控制的江苏晟宜环保科技有限公司。据其披露的材料，晟宜环保2013年前9个月主营业务收入7755万元、净利润1395万元。政府部门数据显示，同期，主营业务收入1533万元，净利润1.6万元。
- 2014年上半年，记者曾经根据*ST云网公告中提供的地址，找到了晟宜环保在宜兴新庄街道的工厂，大门口一块公司的铭牌都没有，工厂大片荒废着，唯一的车间里未看到生产迹象。
- 收购的资产存在问题，却丝毫不影响*ST云网股价的攀升。

“创造”利好：夸大事实

- 向日葵（300111）2013年半年报显示，“泽熙11期”为向日葵第五大流通股东。2013年9月3日，向日葵公告称：拟以不超过5亿元人民币在上海自贸区设立向日葵物流贸易有限公司。2013年9月26日，再发公告称，收到上海市工商行政管理局的《企业名称预先核准通知书》，经上海市工商行政管理局核准，公司拟在上海自贸区外高桥设立的子公司名称为向日光科国际贸易（上海）有限公司，投资人为浙江向日葵光能科技股份有限公司，投资额为5亿元，投资比例为100%。受此利好消息影响，当日，向日葵一度涨停，并进行了大宗交易。
- 查阅上海工商管理局信息显示：向日光科国际贸易（上海）有限公司,成立日期于2013年12月16日，注册资本1亿元人民币。向日葵并没有就该笔投资由5亿元降至1亿元做出说明。

“创造”利好：夸大事实（续）

- 2013年9月5日起，向日葵的大宗交易开始密集。据统计，自此之后至2013年11月22日，向日葵共发生大宗减持28笔，其中国泰君安证券上海打浦路营业部买入20笔，累计成交1.7亿元；东方证券上海新川路营业部买入6笔，累计成交19亿元。

模式二：挖掘内幕信息

- 2013年9月17日，华芳纺织（600273）停牌（现更名为嘉化能源）。同年12月4日，华芳纺织复牌并披露了嘉化能源将借壳的重大资产重组预案，股价亦因此封住涨停。
- 在2013年12月9日的龙虎榜中，中信证券上海世纪大道营业部在卖出席位中排名第一，交易金额为3121.42万元。前面我们就介绍过，徐翔在这家证券营业部拥有账户。

模式二：挖掘内幕信息（续）

- 2013年9月17日，姚记扑克（002605）公告，与深圳市易讯天空网络技术有限公司暨500彩票网签订《互联网彩票销售客户推广合作协议》，进行互联网彩票销售客户的推广合作。自此至3月7日，其股价接近翻番。
- 公告当日，国泰君安证券股份有限公司上海江苏路证券营业部出现在龙虎榜上，当天是一字涨停，这家营业部尽管是对倒，但如果不是提前介入，就没有股票倒出来；
- 2014年2月17日，国泰君安交易单元（010000）出现在龙虎榜上，主要是卖出。徐翔在国泰君安证券上海江苏路证券营业部开有账户，国泰君安交易单元（010000）也为泽熙所用。2014年1月23日，国泰君安证券股份有限公司深圳益田路证券营业部、国泰君安交易单元(010000)通过“卖买对敲”，导致姚记扑克股价大幅波动。徐翔同样在国泰君安证券股份有限公司深圳益田路证券营业部开有账户。

模式二：挖掘内幕信息（续）

- 獐子岛事件：2014年10月底，一家名叫獐子岛的公司停牌半个月后发布季报，显示巨亏8亿，原因是北黄海冷水团发生异常，「水温波动幅度高于历年平均水平」，导致虾夷扇贝遭灾，股价狂泻不止。
- 两个月后，被冷水团冲走的扇贝，居然又被暖水团带回来了。就在这股奇异的暖水团到来两天前，獐子岛11位高管买入公司股票，同时，光大证券宁波解放南路等5家券商营业部出现大笔买入。股价立刻反扑，第二天，出现涨停板，接着徐翔清仓走人，5大营业部在2个交易日内净赚4000万元。闻风而来的散户自然接盘。
- 一家投资类媒体无不辛酸地评论说：「在浙股君发布这条微信的时候，翔哥或许正坐在汤臣一品江景豪宅的阳台上，喝着小酒，品尝从獐子岛快递过来的扇贝的美味。而从翔哥手中高位接盘的散户们，已经做好了跳入黄浦江的准备……」

模式三：定增+受让老股

- 在参与定增的操作模式中，徐翔先是通过受让“老股”后操纵股价来赚上一大笔钱，再通过对股价的长期炒作为定增获取大幅溢价。很多上市公司大股东对市值增长有强烈需求，因为看上徐翔的操作能力，常常主动找上门，而徐翔的要价非常高，即要求受让的“老股”比例非常高，因此，这一模式是徐翔被调查前赚钱最多的路径。
- 2014年12月21日，文峰股份大股东文峰集团与郑素贞达成协议，文峰集团将其持有公司的1.1亿无限售流通股转让给郑素贞，占总股本的14.88%，转让价为8.64亿元。自此到今年4月9日，文峰股份股价最高到52元，3个多月的时间里涨了5倍多，演变成资本市场上的一只妖股。