

会议主题：方正证券年度策略会金工分会场

会议内容：A 股股灾经过及资本市场的新格局

主讲人：方正证券金融工程首席分析师 高子剑

时间：2015 年 12 月 17 日

各位朋友大家下午好！首先非常欢迎各位参加方正证券年度策略会金工分会场。这个分会场主要是跟各位讲讲世界各国的救市历史。目前对 A 股市场而言，我想国家队进场救市已经是一个既定的事实，我们现在主要关心的可能不是国家队还会不会再进场、还会不会再来救市，我们主要最关心的是国家队到底会怎么退场。所以这次我们给各位的题目叫做“国家队的下一步”，其实也就是想要从这个角度来看。因为目前以国家队进场的速度来看，他其实在里面积攒了大量的资金和大量的股票头寸。他到底要怎么退出，是在二级市场一次出还是打包成基金去外面卖呢？

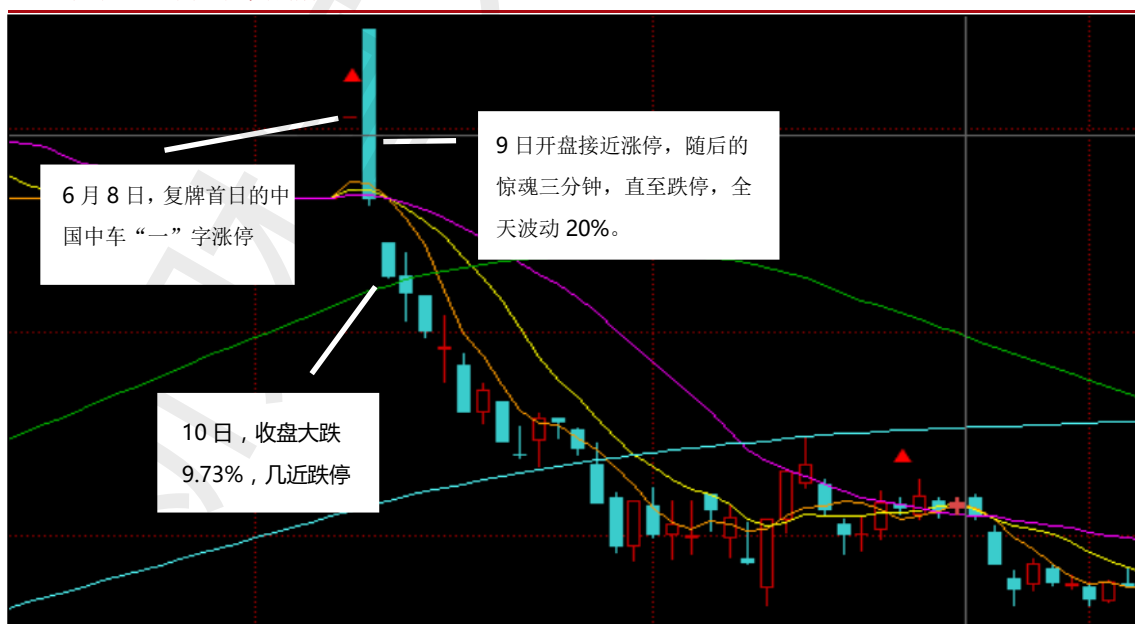
今天会议的环节分成四个部分，第一个部分是由我来为各位做一个报告，我所做的报告就是我们整个这次 A 股股灾的经过，还有对资本市场形成的格局。第二个部分是由博时基金的基金经理程沅程总演讲，他在美国有很长的工作经历。第三个部分是由陈忠庆老师给各位介绍。最后一个环节是由我的同事陶勤英博士从期权的角度跟各位介绍，其实股灾的时候看很多品种都不行，股指期货也受到了一些限制，但是在期权这边其实还是有资金避风港的效果。

我自我介绍一下，我的名字叫高子剑，我是方正证券金融工程的首席分析师。这里有我的各种的联系方式。

我们大概跟各位的介绍分成这几个部分。首先，给各位做一个股灾经过的回顾。第二是政府总共出台了哪些救市措施。第三是政府出台相关限制、监管及处罚的措施。第四是我们为各位总结一下在海外的救市经验以及他们的退出路径。

总结这次股灾的经过，我们主要的观点还是跟这则新闻有关：6 月 10 日号写一名长沙的男子配中国中车的事件，随后接下来这个标的就直接被打到跌停的位置，所以全天波动 20%，这个时候你就看到这个新闻出来，这名投资者因为做场外配资的关系，一天巨亏 170 万。

图表 1：中国中车行情图

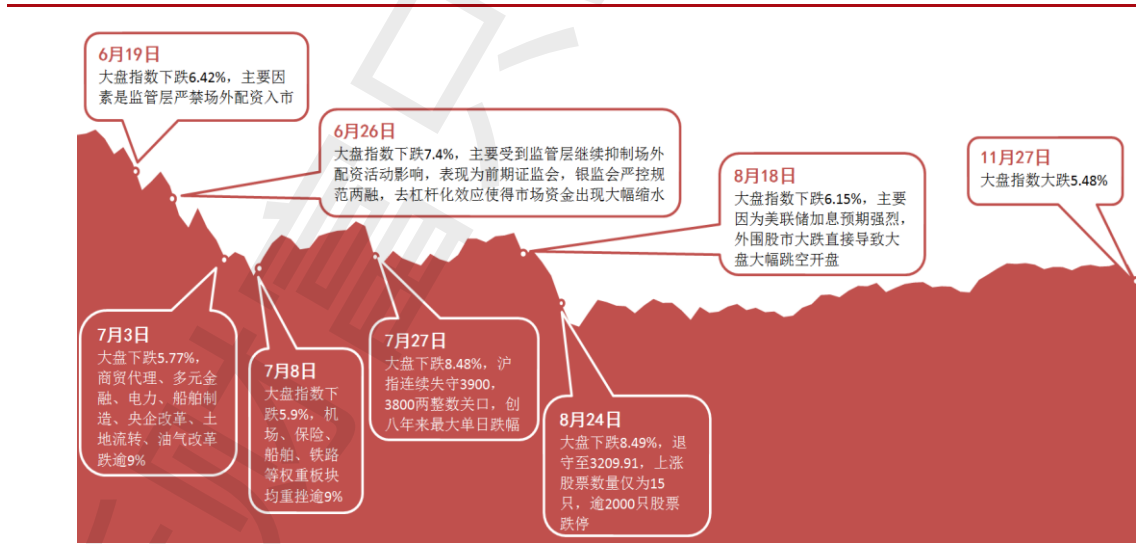


后来证监会又发文说要严格控制场外配资，我们的市场走势就开始有比较巨幅的波动，像各位在下面这个图上所看到的，先是从6月15号的时候市场有一个大跌，接下来6月27号很快市场救市措施就出来了，先来了一个“双降”，但是并没有挽救下跌的趋势。6月27号是礼拜六，但是这个措施出来之后其实市场并没有有效的反弹，还是继续在下落。所以过了一个礼拜之后，证监会在联合了21家证券公司出资不低于1200亿投资来做ETF，到了礼拜一开盘的时候中石油涨停，那个盘很怪异，只有中石油涨停，其他都下跌，所以这是7月4号这个出台以后的事情。但接下来你就看到似乎市场上没有太有效的反弹，本来是持平的，然后8.11的汇改之后就再来一拨，这是整个股灾行情的回顾。

图表 2：股灾行情回顾



图表 3：A股上证综指八次暴跌



这里给各位列了一个日历，这是在这次股灾中救市的日历，包括6月28号推降准降息，接下来礼拜天养老金可以开始准备万亿资金入市，然后6月30号礼拜一继续颁布利好，13位私募大佬集体唱空，整整救市措施就放在这个日历里面，画红色的都是跟救市有关，所以你可以看到股灾这段日期里面政府出台了很巨大的救市措施。

图表 4：政府救市日历

05月							06月							07月							08月						
日	一	二	三	四	五	六	日	一	二	三	四	五	六	日	一	二	三	四	五	六	日	一	二	三	四	五	六
					1	2											1	2	3	4						1	
3	4	5	6	7	8	9	7	8	9	10	11	12	13	5	6	7	8	9	10	11	2	3	4	5	6	7	8
10	11	12	13	14	15	16	14	15	16	17	18	19	20	12	13	14	15	16	17	18	9	10	11	12	13	14	15
17	18	19	20	21	22	23	21	22	23	24	25	26	27	19	20	21	22	23	24	25	16	17	18	19	20	21	22
24	25	26	27	28	29	30	28	29	30					26	27	28	29	30	31		23	24	25	26	27	28	29

09月							10月							11月							12月						
日	一	二	三	四	五	六	日	一	二	三	四	五	六	日	一	二	三	四	五	六	日	一	二	三	四	五	六
6	7	8	9	10	11	12	4	5	6	7	8	9	10	8	9	10	11	12	13	14	6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19	11	12	13	14	15	16	17	15	16	17	18	19	20	21	13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26	18	19	20	21	22	23	24	22	23	24	25	26	27	28	20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30				25	26	27	28	29	30	31	29	30						27	28	29	30	31		

我们细数一下，首先这些救市措施有八大类：第一是我们讲的宽松的货币政策，首先是“双降”，6月28号、8月26日和10月24日是央行三次宣布降准降息。除此之外在交易所方面，7月1号的时候沪深交易所调降了交易结算的费用，直接调降3成，所以从成本上先给大家做调整。7月3号的礼拜五证监会增加了QFII的额度，从800亿美元直接增加了一倍到将近1500亿美元，这是从钱的方面给市场注资。9月7号的时候A股出了一个熔断的机制的征求意见，只要大盘涨跌出到7%的话就暂停交易直到收市。

这个过程当中其实还穿插了另外一个事件：本来我们前面看到的下跌是发生在股市上面，但到了8月11号的时候，先给各位看一个图，这个图上各位可以看到，这是从台湾的今周刊上剪下来的，8月10号宣布汇改，人民币有一个大幅度的贬值，从8月11号到8月18号刚好一个礼拜，人民币一个礼拜贬了3.02%。但是这个连带的影响，原先市场上有一种解读就是汇改是为了要提振经济，尤其比方看凤凰卫视有不少评论员对此是感到非常振奋的，说我们中国总算发动了一场货币战争，所以我们开始贬值。但它的效果整体来讲有一些连带的影响。这是周边的这些相关的货币的下跌幅度，大概有两大类，第一类是跟我们同样都是在做以出口导向为主的经济体，比方台湾、韩国的贬值幅度都是比较大的，像泰国、印度（我们贬3%，他们也跟着贬值）。另外一种贬值比较大的货币是跟资源类有关的，也就是说，过去长期的比方讲像南非、巴西、澳洲、俄罗斯这种主要要把资源品出口到中国的国家，他们的货币也有比较大幅度的贬值。贬得比较少的像英国、欧元、美元、加拿大，这些发达国家他们的影响会比较小（图）。所以这场8月11号的汇改，当市场上开始出现了人民币的下跌之后，其实它连带的就导致了除了海外各位所看到的这些新兴国家的货币开始下跌之外，连带的包括像他们的股市和全球的大宗商品也有比较大的下跌，然后再传递到我们身上，各位我们如果看时间点的话，8月11号在这个位置（见图表2），我们汇改启动之后，其实市场没有反弹，而是在节节下跌。

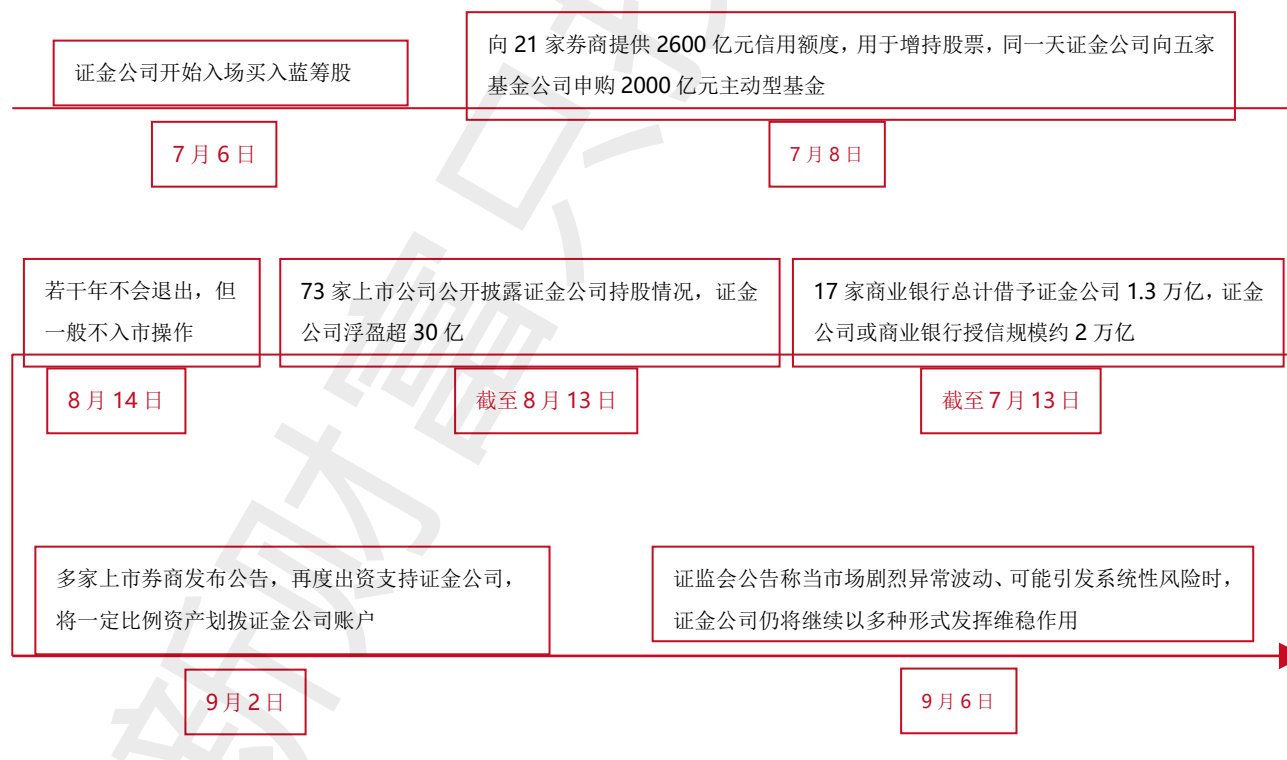
图表 5：台湾今周刊



到了9月初的时候，因为当时这种贬值的情况底下，其实人民银行消耗了大量的外汇储备，所以到了9月初的时候央行就推出远期售汇缴存20%的风险保证金。我们9月初出台的政策是售汇要收20%的保证金，但是如果是远期结汇的话就不用交，所以给那些卖出人民币买美元的人一个比较大的资金压力。从这个角度来讲，这个贬值主要的目的是与国际对接，来保证人民币加入SDR便于境外机构的使用。

刚才各位所看到的是政策上的事情，接下来我们具体讲救市。首先我们看一下到底什么是国家队。第一种是我们最近看到比较新的就是证金公司，证金公司的全称叫中国证券金融股份有限公司，主要是归证监会管，所以你们看到他的股东里面是有上交所、深交所还有中金公司等共同发起的。下图为证金公司整个的救市路径：从左上角7月6号开始买进蓝筹股，然后7月8号他向21家券商提供了2600亿的信用额度，这个信用额度给了券商之后，券商再把这个钱还给证金公司，让证金公司买蓝筹股的ETF，另外包括给5家基金公司主动成立了2000亿的主动型的基金。到了7月13号的时候17家商业银行总共就给证金公司1.3万亿的授信，再加上他自己本身原来的授信规模就到2万亿。8月13日有73家上市公司公开披露证金公司持股情况。大家知道很多上市公司喜欢发公告说证金公司是我们的大股东，所以我们非常重要，欢迎各位关注。那个时候从这个角度来算，证金公司的浮盈超过了30亿。到9月2号的时候多家上市券商发布公告再度出资支持证金公司，将一定比例资产划拨证金公司帐户里面去。这一次的方法是收益互换，相当于证金公司向券商来付利借钱，证金公司拿了钱之后去操作股票，他的浮动盈亏是要由券商来负责，所以是用收益互换的形式来做的。这是国家队救市途径里面各位所看到的证金公司的部分。

图表 6：政府救市措施



另外一个汇金，它的历史比较悠久，我想各位也比较清楚它的全名叫中国证券金融股份有限公司，在7月初他也在官网发布中央汇金公司已经在二级市场买入交易型开放式指数

基金其实就是 ETF，而且还会持续操作。另外 8 月中旬，证金公司也向汇金公司转让了部分上市公司的股票，所以这也是我们主要救市的国家队的另外一个主力。

这个措施其实还包括最近各位所看到的新闻，11 月 24 号，证监会向各地证监局发通知取消券商自营股票每天的净买入要求。IPO 也开始重启，慢慢开始逐步朝向正常的脚步来走。

刚才各位所看到的是国家队救市的措施。我们下面这个部分跟各位讲的是整个这次股灾的过程中出台了哪些监管措施。首先一开头跟各位所讲到的是场外配资的问题。证监会查场外配资，首先是彻底的清查，另外就是在券商跟信托就围绕伞形信托到底是一刀切关停还是单一结构性的产品还可以存续。这是场外配资的部分，整体来讲是采取限制的措施。另外暂停 IPO，7 月 4 号的时候有 28 家获 IPO 批文的公司决定暂缓后续发行工作，国务院决定正式暂停 IPO，证监会执行，然后是 11 月 6 日证监会表示只要完善新股发行之后再重启 IPO。这是第一部分各位所看到的限制监管跟处罚的措施。

另外有几个继续在做加强监管的动作。首先是 7 月 30 号的时候股灾过了一段时间之后有超过 40 个异常帐户被限制交易或者口头警告。其中就包括在海外比较知名的司度这家对冲基金。另外在 10 月 9 号正式颁布了对于程序化交易的管理办法。首次很明确地说它的申报、检查还有管理等制度，只要你的申报频率是比较高的话，那么就会在这个方面作出一些限制。9 月 18 号又宣布处罚了 6 起案件，包括其中有跟 ETF 交易有关的，也有跟信投有关的。

刚刚各位看到的是高频交易部分，融资融券的部分它的交易规则有一些修改，例如沪深交易所宣布在 8 月 3 号的时候说对融券环境的交易从 T+0 变成 T+1，所以对融券的交易给你带来一个在交易的方面有一些比较多的限制，另外 9 月 21 号的时候两融业务骤冷，券商遭遇钱贷不出去。10 月 28 号再融资新政，不支持长期停牌。复牌之后再确立基准价。

股指期货这边，本来股指期货在今年上半年曾经一天可以交易到 200 万手以上，现在一天的交易就只剩下 3、4 万了，所以限制是很大的。这个限制是一步步来的，首先从 7 月 8 号先是对中证 500 各个合约的卖出持仓交易的保证金从 10% 提高到 20%。然后再过一天再提到 30%。各位请注意，这个地方只限制了中证 500 期货，它没有限制沪深 300 期货和上证 50 期货，另外它没有限制买入的持仓，它只限制了卖出的持仓，所以到这里为止，它的监管范围还停留在中证 500，而且它只停留在卖出。后来提高了股指期货各合约的保证金。先是把沪深 300、中证 500 和上证 50 的非套期保值的保证金提高到 12%，然后到 15%，最后到 30%。各位看一下时间其实就是 26、27、28 和 30 号，这几个限制调高的时间其实是非常快的。另外到 8 月 31 号的时候对于这一些股指期货单日开仓超过 100 手的就认定是比较大的异常行为，此前是 600 手。当时对于整个交易的影响还不是太大，但是到了 9 月 3 号阅兵前一天出台了很严厉的监管措施，把这三个期货的交易的保证金从 30 再提高 40，另外本来平仓的成交手续费是万分之一点一五，现在一口气提高到万分之二十三，所以各位可以算一下它的增加规模是多少，基本上多收了你 20 倍的手续费，这个是最关键的监管措施。从这之后股指期货的交易量就开始有明显的下降。

最后一个部分是给各位介绍在海外几个救市的基金他们退出的路径，在香港 1998 年金融危机的时候香港特区政府动用了 1181 亿的外汇基金进行接盘，他最后退出的方式是成立了一个 ETF 基金，采取现金 IPO 的方式打 9 折卖给投资者，所以他是用这个方式来做退出的。这个也是目前很多人觉得我们国家队如果想要退市的话这个方式可能会是比较好的方式，就是可以把它打包成 ETF 产品在市场上做销售，尤其是像有一个新闻值得各位注意的，上个月中欧期货交易所在法兰克福成立，是由中金所、上交所、欧洲期货交易所合资在法兰克福成立的一家交易所，那个上面开始挂牌了很多人民币计价的产品。其实某种程度上我们是可以考虑把国家队目前手上的股票包装成这些指数基金在海外去卖给海外投资者。这是香港的例子。

图表 7：香港平准基金入市效果及退出路径

	香港
平准基金名称	外汇基金
进入到退出时间	1998-2002
资金来源	政府的外汇基金和土地基金
入市效果	1998 年金融危机中，香港特区政府动用了 1181 亿与港币的外汇基金进行接盘，经过半个月的较量，最终恒指以 7829 点告捷。
退出路径	成立盈富 ETF 指数基金完成港股转交，具体为采用现金 IPO 方式发行，建立“持续发售机制”，所筹集的资金用于向外汇基金购买恒生指数成分股

这是台湾的例子，它主要的退出路径是利用股市市场行情，在二级市场里逐步推出股票。

图表 8：台湾平准基金入市效果及退出路径

	台湾
平准基金名称	国安基金
进入到退出时间	2002-2012
资金来源	规模为 5000 亿新台币，其中 3000 亿由台湾当局控制的四大基金投入，2000 亿由当局以所持有的官股向金融机构融资
入市效果	2000-20012 年“国安”共 5 次护盘，总投资金额是 2815 亿元，其中 2000 年投入 1227 亿元，为五次中最高投资金额。最终退场时净获利 543 亿元。
退出路径	利用股市场行情，在二级市场逐步出清股票。

在日本有一个共同证券基金。在 1964 年开始救市的时候投入了 1905 亿美元，后来基金解散，获得了收益。其中一半的收益捐给了资本市场这些财团，另外一部分因为当初救市的基金除了有政府之外，其实也包括券商出的钱。

图表 9：日本平准基金入市效果及退出路径

	日本
平准基金名称	日本共同证券基金
进入到退出时间	1962-1969
资金来源	主要是由政府向银行的借款，还包括邮政储蓄基金
入市效果	1964 年救市投入 1905 亿日元，当年股市上涨 50%，效果显著，然而 1965 年后逐渐枯竭；
退出路径	日本共同证券基金由 1969 年 1 月份解散，其所获得的收益高达 490 亿日元，其中一半捐给了资本市场振兴财团。由证券业主导的日本证券保有组合继续扮演救市角色。

在韩国主要的救市时间是发生在亚洲金融危机之前的时候，1990 年的那段时间，他们成立了 4 兆韩元股市安定基金，卖出的时候收益超过 3 倍，韩国政府在二级市场上直接出售掉。

图表 10：韩国平准基金入市效果及退出路径

	韩国
平准基金名称	平准基金
进入到退出时间	1990-2007
资金来源	证券公司、银行、保险、基金、公共团体和上市公司
入市效果	高峰期成立 4 兆亿韩元股市安定基金，卖出时收益超三倍
退出路径	韩国政府以不损害市场稳定性为原则从 1993 年底开始出售持股，在 1996 年解散。

这是美国，美国在 08 年金融危机的时候财政部直接把钱注资到这些公司里面，他到后来其实就直接出售他手上所有的股票。

图表 11：美国平准基金入市效果及退出路径

	美国
平准基金名称	平准基金、投资 2250 亿美元住房抵押贷款证券
进入到退出时间	2008-2012
资金来源	美联储联合美国十大银行
入市效果	美国纳税人获利 250 亿美元
退出路径	财政部逐步从救市计划中退出，包括出售手中持有花旗集团等金融机构的股票等、出售其所持有的住房抵押贷款证券等

所以我不知道各位发现没有，你看这几个救市再退出的例子里面，其实国家队的资金在里面都有很不错的获利，所以这是我们可以给各位做的参考。

以上是我所介绍的部分。下一个环节是我们很荣幸邀请到了博时基金的基金经理程沅程总。程沅本身在海外有很丰富的工作经验，尤其是在 08 年金融危机的时候程总当时刚好就在美国工作，最近像各位看到的新闻，今天美联储宣布加息，这个加息其实它前面的故事就是在金融危机的时候市场上当时的救市措施，包括后面看到的量化宽松，美国在 08 年金融危机的例子是很值得我们借鉴的。接下来就把时间交给程沅总。大家掌声欢迎！