

游戏驿站 GAMESTOP (GME) 事件核心问题分析与评价

上海交通大学 上海高级金融学院

上海交通大学 中国金融研究院

课题组¹

¹ 课题组成员 朱宁（牵头人），屠光绍，王江，李峰，严弘，胡浩、董昕皓。

游戏驿站 GAMESTOP (GME) 事件核心问题分析与评价

摘 要

美国游戏驿站公司 (GME) 的股价在 2021 年 1 月暴涨 25 倍, 估值暴涨 300 亿美元, 并在随后的 2 月 1 日大跌 30%、周二暴跌 60%, 市值较巅峰水平蒸发逾 270 亿美元, 成为一时为全球所热议的资本市场事件。该事件中广受社会关注的“散户抱团轧空”的表象, 折射出后疫情时代全球政治、经济、社会等多方面矛盾, 对金融市场运行规律和制度建设方面带来长远的影响和重要的启示。

笔者依据金融学研究和经济分析的方法, 研究了 1) 散户和机构投资者损益, 2) 散户是否构成串联、机构抱团和意见领袖是否构成操纵市场; 3) 散户交易行为与系统性风险; 4) 卖空机制和轧空风险; 5) 机构对事件的应对及风险管理; 并在此基础上对我国金融市场建设和监管模式提出三方面的建议。

美国游戏驿站公司（GME）的股价在 2021 年 1 月暴涨 25 倍，估值暴涨 300 亿美元，并在随后的 2 月 1 日大跌 30%、周二暴跌 60%，市值较巅峰水平蒸发逾 270 亿美元，成为一时为全球所热议的资本市场事件（具体过程可见附录 1）。该事件中广受社会关注的“散户抱团轧空”的表象，折射出后疫情时代全球政治、经济、社会等多方面矛盾，对金融市场运行规律和制度建设方面带来长远的影响和重要的启示。

本报告集中研究此次事件中五个核心问题。

一、GME 事件的五个核心问题

（一）个人投资者（散户）和机构投资者损益评估

1. 做空机构和多数个人投资者短期损失惨重

GME 事件之所以在全球范围内吸引巨大的关注，一个重要原因是大量个人投资者收到社交媒体和媒体讨论区言论的影响，认为个人投资者在这一事件中“完胜”机构投资者，因此激进地参与到和机构投资者的对手方交易之中。这种宣传，不但影响和改变了个人投资者的交易行为和言论，而且有可能导致和强化个人交易的羊群效应，并引发系统性市场风险。

今年 1 月份空方损失约 200 亿美元（数据来源：Ortex），大多为机构损失，但由于数据中部分是浮亏，实际损失在 2 月 1 号之后股价大跌后会有所弥补。其中 Point72（对冲基金）损失 7.5 亿美元；Citadel（对冲基金）损失约 20 亿美元；Melvin Capital 的空头头寸亏损至少 40 亿美元。但在 2 月 1 日股价下跌后，损失最大的则是跟

随买入却未在高点抛出的散户。

2. 做多机构和少数个人投资者获利颇丰

GME 事件中盈利最多的 9 位投资者，包括富达 (Fidelity) 的 FMR 和贝莱德 (BlackRock) 等大型基金运营机构，以及 Chewy 联合创始人瑞安·科恩 (Ryan Cohen, 1 月 11 日入主 GME 董事会) 等持仓情况良好的个人 (具体名单见附录 3)。仅仅在一月份，这九名投资者就总共获得了他们在 GME 股份中的大约 160 亿美元 (账面浮盈)，第九名也获利 10 亿美元。这意味着他们在 214 亿美元 (1 月 29 日 GME 的市值为 227 亿美元，而一个月前仅为 13 亿美元) 的总收益中约占四分之三。

在前 9 位获利颇丰的投资者中，除了公司董事瑞安·科恩和另一位个人投资者 Foss (本就是富翁) 外，7 家机构投资者获利 121 亿美元。据此估算，所有多头机构获利的占比至少达 75%。而上周在 WSB 上晒单的 Keith Patrick Gill，浮盈达 3147 万美元，与以上九位仍有较大差距，且在 2 月 1 日股票大跌后其浮盈减了至少 1000 万美元。

由此可见，这次 GME 轧空事件中，虽然空方机构，尤其是几家对冲基金损失惨重，但最大赢家并非个人投资者，而是公募基金等机构投资者。

(二) 散户是否构成串联、机构抱团和意见领袖是否构成操纵市场

Chamath Palihapitiya 提及“论坛上的研究水平，很多都和对冲基金的研究水平相当”，多位交易员表示这是在“偷换概念”。因为在欧洲，明文规定在论坛上或亲戚之间互相推荐股票属于违法从事投资

咨询行为，被严格禁止。但美国的监管比欧洲更为宽松，所以给香橼（Citron）、浑水（Muddywater）这种吵闹的做空者钻空子的机会，即可以一边发研报、一边提前开空，而且和研报反向操作，这无异于是“割韭菜”。

从 GME 事件交易动机的角度来看，轧空方是在利用交易机制缺陷，获得超额收益。无论是开始看涨的散户，还是持有大量 GME 股票的机构，都希望在股票大涨中获益。无论其中是否掺杂各种非理性情绪，获利的动机是必然存在的。而从机构投资者持股占比来看，潜藏在水下推波助澜的机构和少数意见领袖的交易动机是 GME 事件的主导因素和幕后黑手。散户间的串联，特别是跟随进入的交易者只是被利用的群体。

随着个人投资者在 Reddit 上对 GME、AMC 和其他股票表现出热情，有关这种交易活动是否构成市场操纵的问题开始浮出水面。一些业内人士认为，虽然监管机构肯定可以尝试介入，但目前还不清楚他们是否会找到操纵市场的证据，但显然这一次事情的一些相关证据还不是很明显。

一些市场人士解释说，在 Reddit 等平台上的聊天可以被描述为投资者只是对他们希望买卖的股票“表达自己的观点”。对冲基金也能做到这一点，因此这没什么令人担忧。现在，举证责任落在了监管机构身上，即建立错误行为的“确凿证据”，一些人士承认这项任务“相当难建立”。美国 SEC 表示，它将审查近期的交易波动情况。该委员会表示：“当事实证明存在滥用或操纵交易活动，而这是联邦证

券法所禁止的，我们将采取行动保护散户投资者。”

对于这一问题，目前仍然很难形成统一的观点。从对等原则的角度来讲，既然机构能够抱团，那么散户为什么不行呢？但与此同时，如果机构不能滥用或操纵交易活动，那么散户为什么可以呢？由于社交媒体的发展，资本市场信息来源爆炸式的增加后，对于信息披露和信息操纵的定义，也必须相应进行调整。

机构抱团和意见领袖对一般投资者进行过度诱导，在一定程度上属于信息型操纵，会破坏证券市场的正常秩序。特别是对于机构抱团对股民进行过度诱导，在快速到达顶点后抛售，导致股价迅速下挫，形成所谓的“割韭菜”现象，更是引起社会的广泛讨论。这一次 GME 事件虽然打着“散户吊打华尔街”“惩罚做空者”的旗号，但和传统的炒作/抛售（Pump and Dump）信息性操纵，有很多类似之处。但这种机构抱团和意见领袖对于股市的过度诱导，“过度”的度在哪里，如何认定，仍然缺乏明确的指引。

随着互联网和社交媒体的快速复杂，信息传递的方式和手段都发生了深刻的变化。传统意义上对于信息及内幕信息的界定，对于信息对于资产价格影响的判定，和对于市场操纵的裁定都相应发生改变，这一次“散户抱团”事件有可能成为今后对类似案例评判的判例。

（三）散户交易行为与系统性风险

早期媒体普遍渲染在论坛上串联的用户均为散户，形成了“散户抱团炮轰华尔街”的剧本。然而根据后续披露的信息，一些机构和资

本较为雄厚的个人投资者也在论坛发表了意见和观点，并与散户存在互动。这种包括机构、意见领袖、散户相互交流，一致行动的行为，可能形成投资者串联，构成 GME 事件的直接原因。而投资者串联可能造成散户得集体行为：“聚集交易”（correlated trading）。

2019 年 10 月以来，Charles Schwab, TD Ameritrade 和 E-Trade 等几家交易平台也学习 Robinhood 开始实施 0 手续费，之后这些交易平台里散户的平均交易量大幅提升。不仅是传统股票交易，对于期权等交易由于并未受限，衍生品交易也得到了散户的加入。彭博的数据显示，2021 年 1 月，散户的交易量在 2008 年以来第一次超过了机构的交易量。美股最近的风格是，股价越低的公司，表现出更好的收益，反映出散户偏好低价股这一普遍的投资行为，GME 只是其中的突出代表。

在传统金融市场中，散户的交易一般是分散的、无序的，由于他们的交易是不相关或弱相关的，交易效果会相互抵消，故而不会对市场尤其是价格和流动性带来大的冲击。但是随着散户交易规模的增加，特别是散户信息来源的高度集中，散户行为的强相关性从根本上改变了他们的整体行为和对市场的影响。

但是在 GME 事件中，由于轧空机会的出现，Reddit 和 Wallstreetbets 论坛上个别散户的大力宣传和推介，使得散户的交易变成了同方向的买入，所以形成了集体行为，当散户因为某些偏好、某些原因而同时大量买入单一股票，就会形成“聚集交易”。而这样聚集交易的集体行为使得其交易产生了类似于一个大机构的影响。散户行为在短期的强相关性从根本上改变了他们以往的无序噪

声交易模式，再加上 0 交易成本使得他们在交易股票同时也交易衍生品，放大的杠杆增加了资产价格的波动性。

对于 GME，在本来流动性有限的情况下，散户的聚集交易可以对价格、流动性、原有参与者的风险、市场定价的有效性产生意想不到的冲击，价格大幅背离了基本面。而从持仓比例来看，机构是最大的获利者，这与以往的“机构拉升股价，散户搭便车”的模式正好相反。这次 GME 事件中，散户成了拉动股票上升动力的先行者，而机构反倒成了搭便车的获利者。散户的单方向聚集交易给整个市场（包括衍生品）带来了巨大波动和系统性风险。而这种风险的来源不仅是“轧空与轧空”，更是散户集体行为带来的短期交易量、波动率暴涨。这种风险不仅仅局限于股票市场，对于大宗商品、主权货币等会存在更大的潜在系统性风险，这是各国政府都需要警惕的。

此外由于互联网论坛的不可预测以及难监控性质，给监管带来了更大的挑战。以往的聚集交易一般是以地域为参照（例如上市公司所在地周围的券商、散户的聚集交易行为），而如今互联网平台让全国乃至全球距离缩短为 0！互联网带来的商业模式、投资模式转变为各国监管者带来了新的难题，对于互联网论坛的监管应尽快提上议事日程。

下面图 1、2 勾画了今年 1 月 5 日到 2 月 3 日 GME 股价与谷歌搜索热度（100 表示搜索热度最高，0 表示热度最低）的关系，图 1 的搜索关键字是 gamestop，图 2 的搜索关键字是 wallstreetbets（网络论坛 Reddit 下谈论股票的最热门论坛，其用户从 1 月 2 日的 176 万

激增到了 2 月 3 日的 846 万)。发现股价变动与搜索热度是高度相关同步的 (但搜索热度稍微滞后), 显示了互联网平台关注热度与股价波动的强相关性。谷歌搜索关键字指数的热度都是在 1 月 28 日达到最高点 100, 也就是股价先暴涨, 但在 Robinhood 等交易平台限制交易后, 股价大跌的那一天。

图 1 (数据来源: Yahoo finance, google trends)

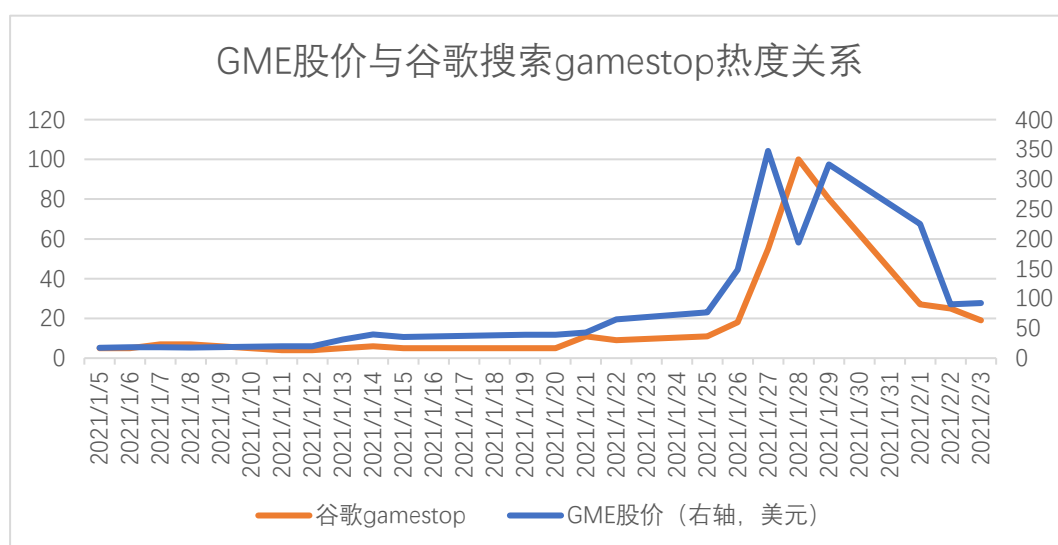
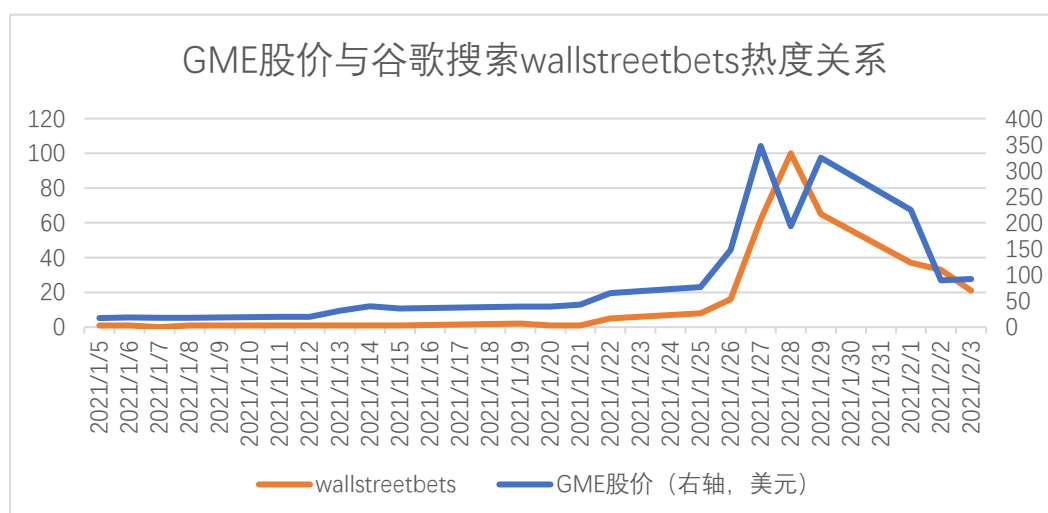


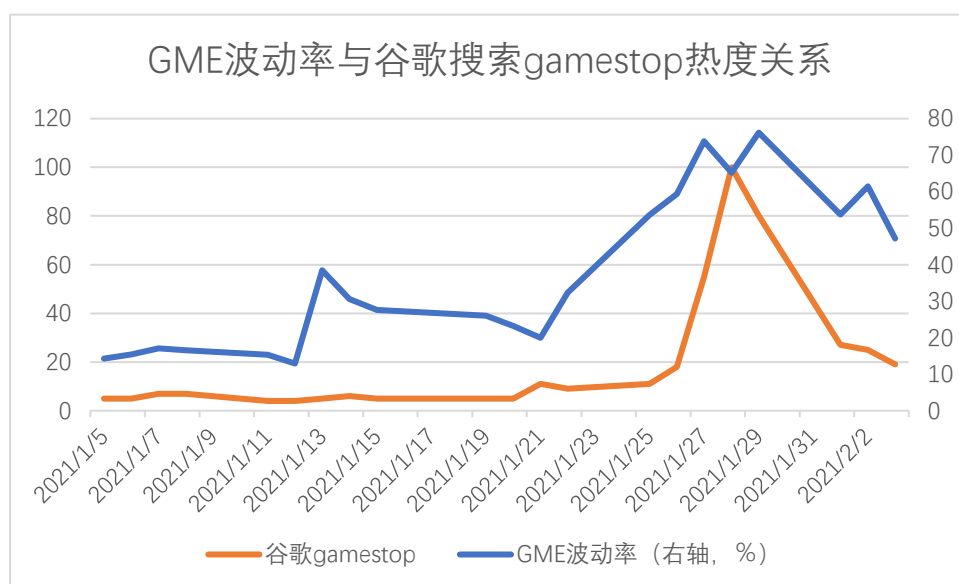
图 2



下图 3 描绘了 GME 波动率 (用期权计算的周隐含波动率, 来源

www.optionslam.com) 与谷歌搜索热度的关系,发现两者也是基本同步的。

图 3



(四) 卖空机制和轧空风险

关于 GME 事件发生的原因,单纯就金融市场层面而言是做空机制存在卖空比例可能过度放大的漏洞,期权和现货市场的供需曲线发生扭曲、及可能存在的股民串联行为和潜藏在水下推波助澜的机构和少数意见领袖的交易动机。

1. 做空机制存在卖空比例可能过度放大的漏洞

做空机制是平衡金融市场单边上涨压力的重要手段。2008 年国际金融危机时,许多发达国家的监管当局都通过限制、甚至完全禁止做空某些股票来回应公众对股票市场的担忧。美国证券交易委员会 (SEC) 前任主席 Christopher Cox 在禁空令实施仅三个月后就指出:“如果当时我们知道会发生什么,我相信在权衡利弊以后 SEC 不会再做出禁止卖空的决定”。但金融危机后,有许多学术文章研究对不同

市场的卖空限制，并发现：卖空限制降低了市场流动性，被限制做空股票的买卖价差显著提升，这给交易这些股票的投资者带来了更大的流动性冲击。卖空限制提高了交易成本，这些股票流动性的减少反过来也显著提高了交易这些股票的成本。卖空限制对其他市场产生外溢效应，在股票期权市场，期权的交易成本在卖空禁令期间显著提高，期权价格与现货价格发生脱节。

可见，做空机制在金融市场发挥着重要作用。它将更多的信息融入股价里，从而有助于降低股市的投机性与波动性；有助于增加金融市场的流动性，有助于做市商做市；同时，有助于证券衍生品的价格充分反映衍生品所代表证券的实际价格。

然而，做空方也可能面临极端轧空行为引发的巨大风险。做空方必须有足够的信心判定一支股票相对于基本面被严重高估，做空是正常的市场行为，但如果判断失误，也必然面临来自轧空方的风险，而短期内的轧空行为拉高股价后又会形成轧空，放大了股价波动率。在 2000 年美股互联网泡沫和 2008 年全球金融危机期间，也曾发生过轧空行为大幅影响股价的案例。

此外，保证金账户的杠杆缺陷及对做空机制的监管疏忽可能放大卖空比例，甚至超过 100%，从而给市场带来了巨大轧空风险，进一步放大了市场波动。这种卖空比例的过度放大背后存在两种机理：

一是“裸卖空”。“裸卖空” (Naked Short Selling)，是指投资者没有借入股票而直接在市场上卖出根本不存在的股票，在股价进一步下跌时再买回股票获得利润的投资手法。进行“裸卖空”的交易者

只要在交割日期前买入股票，交易即获成功。由于“裸卖空”卖出的是不存在的股票，量可能非常大，因此会对股价造成剧烈冲击。

二是反复借入。交易者可以从其他投资者那里借入股票，并且这些股票可以被多次借用。而这样的结果虽然不是严格意义上的裸卖空，但后果同样是导致卖空比例过度放大。

由此可见，虽然做空机制本身可以促进金融市场的定价效率和流动性，但若采取放任态度，也可能通过裸卖空和反复借入两种机制导致卖空比例过度放大，形成巨大的平仓压力，从而导致轧空风险。在极端情况下，这一机理反而提升了市场波动率。

2. 期权和现货市场的供需曲线发生扭曲

轧空行为导致股票的供需曲线扭曲。在遭遇轧空时，价格暴涨，但股票的供给却是有限的（由于高价时，持有股票者惜售），供给曲线呈下跌走向；同时需求反而是暴涨的，因为追涨产生了大量的投机性需求。

期权的供需曲线也同时受到影响，由于价格暴涨，以前不会行权的期权，都可能选择行权，带来需求的暴增。尤其是在空头爆仓以后，平仓和行权，会带来进一步的需求，进一步加剧扭曲的趋势，供需曲线不是单调上升或者下降，供需不止一个均衡点。股价一旦发生变化，衍生品就会失衡，一般在股票均衡点附近会有多空双方期权衍生品的聚集，而当股票价格从前一个均衡点快速跳跃到下一个均衡点时，股票市场的波动会导致期权市场的波动，由于杠杆作用期权市场的损益

甚至超过股票市场的损益，增加整个金融市场的系统性风险。

做空机制存在卖空比例可能过度放大的漏洞、期权和现货市场的供需曲线发生扭曲是导致 GME 事件的制度因素。

（五）机构对事件的应对及风险管理

1 月 28 日，Robinhood 等交易平台未通知投资者自行暂停 GME 等股票买入，在股票大跌之下得到了平仓机会。

面对质疑，交易平台援引了监管要求，但监管机构对此是否认可仍然存在不同可能。面对和华尔街大机构“同流合污”，“打压”散户的质疑和指控，Robinhood CEO Vlad Tenev 接受 CNBC 采访时表示，其限制 WSB 股票交易目的并非帮助空头，而是不得不这样做。作为一家证券经纪公司，监管部门 SEC 对他们有许多财务要求，包括净资本和美国证券存托与清算公司（DTCC）的存款要求。而其中一些要求会因为市场的剧烈波动而达到风险临界点，并且在当前的环境中这种风险非常大。从交易原理的角度来看，Robinhood 的举动在明面上是合情合理的。由于 T+2 清算制度，交易平台要用自己的资金（而非客户的保证金）向清算所 DTCC 缴纳保证金以抵御信用风险。随着那几只股票的交易额和波动率不断升高，Robinhood 需要缴纳的保证金迅速上升，而不得不停止新开仓交易。事实上，Robinhood 期间不断募集资金去满足保证金要求。

即使 SEC 认可交易平台的决定符合监管要求，这一过程是否存在利益输送成为了问题的关键。这一次爆仓的 Melvin 资本、持有 GME

空头仓位的对冲基金 Citadel、Point72 都是 Robinhood 的大客户。在 Robinhood 等交易平台限制 GME 等股票交易了以后，股价明显下跌。这也让交易平台和券商能够平仓即将爆仓的金融衍生品。即使之后股票价格再次上涨，但实际上交易平台也帮助对冲基金完成了风险的释放。

此外，券商机构付款，而 Robinhood 则将其客户报价订单发送给这些机构以执行的交换条件，也称为“订单流付款”（payment for order flow, PFOF）。正如去年 SEC 调查 Robinhood 的订单所发现的那样，Robinhood 对客户的卖点之一是交易是“免佣金”的，但在很大程度上是由于其对订单流的高额支付带来主要收入（例如 Citadel 是 Robinhood 主要收入来源的机构之一，由于收入信息披露不透明等问题 SEC 还对 Robinhood 进行了罚款）。其中是否存在利益输送，是 SEC 需要调查和向公众解释的问题。而 PFOF 行为在将来是否需要重新斟酌其利弊，也是在监管交易所时需要考虑的问题。

二、美国政府的处理方式及影响

（一）监管机构谨慎表态

1 月 29 日美国证券交易委员会（SEC）发表声明，称其正在密切监视、评估近期股票市场上所出现的极端波动，并表示将积极维持公平有序市场，保护投资者不被操纵。财政部长耶伦（Yellen）将与证券交易委员会、美联储、纽约联邦储备银行和商品期货交易委员会的负责人会面。会议的确切时间尚未公布，但官员们表示可能最早在周

四（美国时间 2 月 4 日）举行。会议将寻求讨论“最近的活动是否与保护投资者以及公平有效的市场一致”。

这次对一般资产价格的损害，导致了标普 500 指数自 10 月以来表现最糟糕的一周。但如果与中介机构被迫无序去杠杆相比（无论这个中介机构是券商还是中央清算所），这一损害就显得微不足道了。如果处理不好，此事可能会产生更广泛的影响，特别是由于金融体系中的非银行板块一直处于债务、杠杆和风险承担迅速上升的空前时期，而多年来对央行实验性措施的过度政策依赖和法规监督空白的助推和教唆，更是让这一板块陷入了前所未有的困境。

无论哪种情况发生，监管者和政客都会以某种身份参与其中。难以预测的是，他们最关注的是哪个方面。他们的目标可能包括小投资者保护、投资适宜性标准、保证金限制、可能的合谋和价格操纵，以及交易机制等。

美国证券交易委员会（SEC）在一份声明中明确表示：正密切关注近期出现的极端的市場波动性，将对限制交易能力的实体行为进行审查，一旦发现实体存在违法行为将采取行动保护散户投资者，以维持市场的公平原则。美国监管部门的态度，显然是受到了舆论的压力，同时在前面限制交易的窗口期，交易平台的风险已经大多释放，美国监管部门还规范交易平台的交易行为，减少波动并保护投资者。

监管的短期目标是维护金融市场稳定，保护中小投资者。从长期看，需要改革做空等交易机制的实施细则，加强对机构和交易平台的监管，增加信息披露的透明度，避免合谋行为。

（二）关键人物与投机政客的态度分化

这种表面上去中心化、民众自发组织的行为是对秩序形成挑战。它在挑战精英，挑战权威，挑战建制。它将影响到公众对金融机构与行业、金融制度、金融媒体及衍生行业的根本信任。对于美国极度不信任公共机构与制度、日渐民粹化的美国左右翼公众而言，这是有巨大的吸引力的。

敏感的政客们发现了这个现象，并视作攫取政治资本的机会。他们第一时间做出反应，希望利用这个事件扩大自己的政治覆盖和影响力。美国主流政治圈无论左派还是右派的政客都批评了华尔街，对运动表示同情。主流政治里的“极左”和“极右”同时对一个事件表达相同看法，是非常罕见的。他们都抨击了华尔街目前的商业模式，这未必说明他们都认可这种精神和行为，但为了攫取政治资本，他们都选择从表面上站在民粹主义、普罗大众、草根、反精英的阵线上。

关键人物对此保持缄默。对比一般政客的积极表态，白宫、财政部长、美联储，对该事件高度谨慎，保持缄默。耶伦也因此受到攻击，被认为与 Robinhood 存在利益关系，拜登也因此承受压力，同时受到来自极左和极右势力的夹攻。但随着 GME 泡沫的破裂，和更多的真相浮出水面，这种缄默可能会被证明是明智之举。

无论是单纯从金融市场的角度出发，还是观察其折射出的深层次问题，该事件都对拜登政府未来的治理工作和秩序重构带来了新的挑战。

（三）这种处理方式下的系统性影响

在互联网平台等新模式的影响下，短期价格可能会进一步背离基本面价值，在新时代的定价模式需要在传统定价模式基础上进行修正，尤其考虑泡沫和投资者情绪对定价的短期影响。

监管者将进一步加强对于市场的监管，既对交易过程中裸卖空和重复融券活动进行调查，也对关键意见领袖表达意见的方式是否合规进行调查，同时也将调查券商停止相关交易背后的真正原因。

与此同时，监管者也将关注今后类似交易是否会诱发系统性风险取决于交易标的、交易平台与机构的反应速度以及监管的跟进速度，卖空交易和衍生品交易的保证金交易充分性等可能产生系统性风险的领域。

在更为宏观的层面，美国联储和财政部也必须审慎考虑货币宽松政策的幅度，量化宽松是金融市场资金增长，和投资者投机性提升的本源，除了对金融市场主体的监管外，还需从源头货币政策入手，考虑更加稳健的货币政策，减少货币扩张大批流入金融市场的风险。

三、GME 事件对我国的金融市场建设的借鉴意义

总体来看，GME 事件是对全球金融市场的一次示警。对我国监管机构提供以下三点借鉴：

1) 加强改进交易机制，规范融资融券业务和衍生产品交易，引导市场形成更加合理的定价机制

优化改进做空机制，对“裸卖空”和反复卖空行为进行监测和及时预警；建议对卖空比例设置上限，从根源上降低轧空风险。警惕类似 GME 交易的针对大宗商品（如白银）乃至主权货币（如美元）的轧空，国内外衍生品市场定价的联动效应，和由此可能带来的全球金融市场的系统性风险。

加强对期货期权市场的研究，稳步推出各类衍生品创造条件，并设置科学合理的市场准入条件。在推出个股期权后，交易所要加强风险控制，监控衍生品市场与现货市场的定价联系，制定完善的风险预案，并通过实时监控提高对黑天鹅事件的预警和响应速度。

2) 提升信息披露的透明度，保障社交媒体环境下信息披露公平公开

加大社交媒体平台信息披露的透明度，避免通过利用社交媒体散布虚假信息和从事市场操纵。对一些投机机构和个人可能出现的过度引导（操纵）市场的行为进行窗口指导。

加强对可能影响金融市场稳定的互联网舆情的监控，提高舆情分析的时效性和准确性。关注市场交易机制的潜在薄弱环节，搜集包括卖空比例极端异常放大在内的系统性信息，并且及时向市场公开及预警。

3) 平衡市场各方主体，加强对交易平台、机构、散户的行为监管，加强针对散户的投资者教育和针对机构的风控合规要求。

督促金融机构全面履行合规审慎义务,进一步提升风险防控能力,并及时就经营过程中发现的问题向监管部门报告。加强对券商交易平台和机构的监管,以避免潜在的利益输送行为,保护中小投资者权益。加强对金融科技互联网平台的监管,加强对其推介金融产品与服务、广告等行为的监控。对交易平台绕过监管机构的自发行为提高警觉,避免其在不通知监管和投资者的情况下自行停止提供交易服务。加强投资者教育,提升全民金融素养,帮助散户树立正确的投资理念和投资方法,避免盲目跟风,被市场操纵者所利用。

附录 1 GME 事件过程回顾

从 2021 年 1 月 11 日 GME 发布利好消息，引起股价大涨，后遭遇机构做空，及机构和散户轧空，直至 2 月 1 日及 2 日的暴跌，GME 事件历时约 19 天，期间股价持续异动，更发生了引起美国监管震动和全球范围内广泛热议的所谓“散户抱团轧空”现象。

笔者认为，单纯就事件过程本身来看，GME 作为被机构做空最多的公司，造成了被轧空的风险，散户抓住了卖空机制的漏洞并成为轧空的导火索，但最后击垮空方的主力和最大赢家还是少数轧空发起者和机构投资者。

回顾 GME 事件，大致包括七个关键节点，见下图。

图 4：GME 股价走势（1 月 1 日到 2 月 2 日，股价数据来源为 wind）



1. 释放利好

2021 年 1 月 11 日，宠物食品销售公司 Chewy 的前 CEO Ryan Cohen 等人加入了公司董事会。媒体披露，Ryan Cohen 本人去年 9 月对游戏驿站进行了重大投资，暗示新的董事会成员极度看好公司前景，其将帮助公司从业绩下降的零售商，迅速转型为主要电子商务参与者。有分析人士表示，GME 将在未来 12-18 个月内投资数十亿美元，在此情形下，GME 当前价值可能需要重新估测。董事会重组翌日，公司股价开始出现异动，短短两日内从 1 月 12 日的 19.95 美元上涨到 1 月 14 日的 39.91 美元，涨幅高达 100%。

2. 机构沽空

虽然股价持续快速上涨，但机构投资者认为其股价异动缺乏业绩支撑，普遍看空 GME。1 月 19 日，知名做空机构 Citron Research 发布了沽空报告，指出股价短期上涨与公司基本面背离，股价将转升为跌，并认为 GME 的合理估值为 20 美元/股。随后，GME 成为当时美股市场被做空最严重的股票，做空股份甚至达到公司总股份的 138%。这说明有一些股票被多次借出、做空，产生了极大的轧空风险。

3. 股民串联

在机构做空的情况下，网络论坛 Reddit 上一个专门讨论股票的版面 r/wallstreetbets（简称“WSB”），股民组织起来买入 GME 的股票，短期内阻止了 GME 股价下跌，做空机构无法低价买进，收盘前只好竞相补进，反而使收盘价大幅度升高，促成轧空现象。

1 月 26 日，GME 股价单日上涨 92.7%。硅谷科技领袖 Elon Musk

也发了推特“Gamestonk!!!”英文“Stonk”意思为猛烈炮击。与 GME 的词缀形成“Gamestonk”，似乎展示出对媒体渲染的散户大战（炮轰）华尔街的一种赞赏，这进一步激发了散户的热情。截至 1 月 27 日，GME 实现了两周内上涨 1,500%。1 月 28 日，GME 的股价达到历史峰值 483 美元。

据早期媒体披露，该论坛的用户均为散户。但随着事后更多信息浮出水面，公众普遍意识到少数“带头大哥”在轧空过程中发挥了特殊作用，例如硅谷亿万富豪查马斯·帕里哈皮提亚（Chamath Palihapitiya）被一部分人视为散户的“带头大哥”。随着越来越多的信息披露出来，监管和民众普遍怀疑一部分做多的机构投资者伪装成散户，在轧空事件中推波助澜。根据 2 月 1 日的持股统计，GME 股票前十大持有者均为机构（机构名单见附录 2）。

4. 空头投降

此役让对冲基金损失惨重。Point72（对冲基金）损失 7.5 亿美元；Citadel（对冲基金）损失约 20 亿美元；Melvin Capital 的空头寸亏损数十亿美元。著名做空机构香橼（Citron）更是在 1 月 29 日发表投降声明：“停止做空研究，将专注于做多机会”。至此，多头机构及散户的情绪达到最高点。

5. 限制交易

1 月 28 日，散户们使用的交易券商 Robinhood 将 GME、AMC、BlackBerry、Nokia 等股票从交易平台上移除。其用户不能继续在平台上买入这些股票（但可以平仓），只允许用户卖出这些股票。部分

其他平台，例如 TD Ameritrade, WEBULL 也进行了相应的交易限制。

交易平台对散户投资者做多行为的限制，客观上给了空头机构平仓的时间窗口，激起了多头及散户投资者的怒火。随着媒体的进一步渲染，对事件的讨论逐渐脱离单纯的投资行为和多空博弈。部分民众质疑相关机构间存在利益输送，甚至将限制交易视为对自由市场精神的背叛。该事件迅速在全球范围发酵，引起美国监管机构、政府和全球其它国家的广泛关注。投资人对 Robinhood 发起了集体诉讼，美国多名知名政客几乎一面倒的选择支持散户谴责交易平台的态度。

6. 解除限制

1 月 29 日，交易平台 Robinhood 表示将允许对那些被限制交易的股票(GME、AMC 等)进行有限制的购买，前一天重挫的散户热门股盘前大涨。

虽然目前多家券商已宣布将解除对 GME 等热门股票的交易限制。但 1 月 29 日美国证券交易委员会（SEC）发表声明，称其正在密切监视、评估近期股票市场上所出现的极端波动，并表示将积极维持公平有序市场，保护投资者不被操纵，似乎已对可能存在的散户被操纵现象有所暗示和警觉。

7. 大幅下挫

2 月 1 日，知名计算做空率的公司 Ortex 和 S3 发布数据，认为 GME 的做空股数已经下降到了 3000 万股左右，大概占全部流通股的 50%，说明相当一部分空头已经平仓，空头平仓压力大幅缓解。GME 全天跌幅超过 30%。2 月 2 日，GME 股价继续下跌，全天跌幅高达 60%。

至此，GME 事件在市场交易层面阶段性告一段落，但其造成的政治、经济、社会余波远未结束。

附录 2：前十大 GME 股票持有者

来源 GameStop 主页，截至 2 月 1 日

前 10 持有者

持有者中文名	持有者英文名	持有股份数	持有比例 (%)	股票数变化	申报时间
富达基金	Fidelity Management & Research Company LLC	9,534,090	13.67	2,998	9/30/20
公司股东	RC Ventures LLC	9,001,000	12.91	--	1/10/21
贝莱德信托	BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	7,897,907	11.32	-2,017,640	9/30/20
先锋集团	The Vanguard Group, Inc.	5,288,116	7.58	-131,220	9/30/20
萨斯奎汉纳国际集团	Susquehanna International Group, LLP	4,444,128	6.37	2,926,312	9/30/20
德明信基金	Dimensional Fund Advisors, L.P.	3,948,114	5.66	-437,560	9/30/20
森文斯特基金	Senvest Management, LLC	3,610,740	5.18	385,000	10/7/20
个人投资者	Foss (Donald A)	3,515,200	5.04	3,515,200	2/28/20
道富环球投资管理	State Street Global Advisors (US)	2,609,487	3.74	243,398	9/30/20
个人投资者	Sherman George E Jr	2,361,670	3.39	1,233,908	6/9/20

前 10 持有的共同基金

持有者中文名	持有者英文名	持有股份数	持有比例 (%)	股票数变化	申报时间
富达系列内在 机会基金	Fidelity Series Intrinsic Opportunities Fund	6,801,757	9.75	-176,510	10/31/20
安硕核心标普 下盘股基金	iShares Core S&P Small-Cap ETF	3,514,708	5.04	57,312	12/31/20
富达低估值股 票基金	Fidelity Low- Priced Stock Fund	2,000,679	2.87	-40,742	10/31/20
全球政府养老 基金	Statens Pensjonsfond Utland	1,811,792	2.60	199,203	12/31/19
先锋全股票市 场指数基金	Vanguard Total Stock Market Index Fund	1,468,071	2.10	--	12/31/20
安硕罗素 2000 ETF	iShares Russell 2000 ETF	1,368,843	1.96	70,150	12/31/20
德明信美国小 盘股价值组合 基金	DFA U.S. Small Cap Value Portfolio	1,121,503	1.61	--	10/31/20
先锋扩展市场 指数基金	Vanguard Extended Market Index Fund	817,863	1.17	109,365	12/31/20
先锋策略股票 基金	Vanguard Strategic Equity Fund	703,551	1.01	703,551	9/30/20
先锋小盘股指 数基金	Vanguard Small-Cap Index Fund	634,259	0.91	19,370	12/31/20

附录 3：前 9 位获利的持有者

来源 S&P Global Market Intelligence，截至 1 月 31 日

持有者中文名	持有者英文名	持有股票 (百万股)	占公司股份 比例	获利 (10 亿美元)	持仓更新日期
富达基金	FMR (Fidelity Investments)	9.5	13.7%	2.9	Sep-30-2020
公司股东	Ryan Cohen	9.0	12.9	2.8	Jan-10-2021
贝莱德	BlackRock	8.6	12.3	2.6	Sep-30-2020
先锋集团	Vanguard Group	5.3	7.6	1.6	Sep-30-2020
萨斯奎汉纳 国际集团	Susquehanna International Group	4.4	6.3	1.3	Sep-30-2020
德明信基金	Dimensional Fund Advisors	3.9	5.7	1.2	Sep-30-2020
森文斯特基 金	Senvest Management	3.6	5.2	1.1	Oct-07-2020
个人投资者	Donald A. Foss	3.5	5.0	1.1	Feb-28-2020
韩国 Must 资产管理	MUST Asset Management	3.3	4.7	1.0	Mar-18-2020