

# 价格缺乏吸引力 流动性趋于宽松 部分银行同业存单“遇冷”

□本报记者 陈莹莹

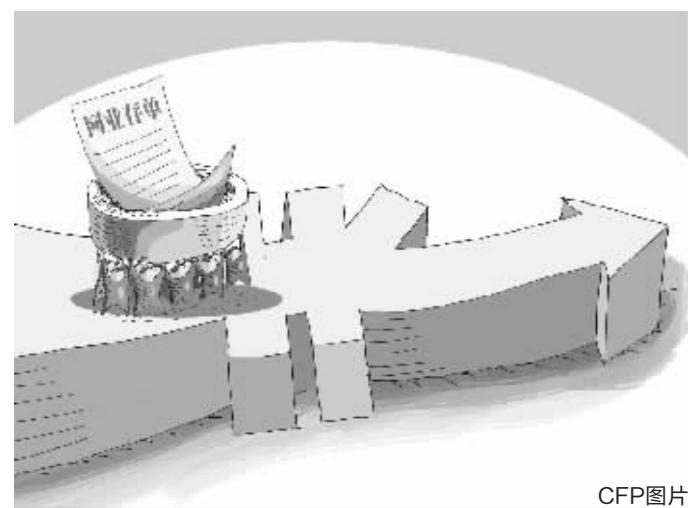
炎热的7月，商业银行步入发行同业存单的“小高潮”。18日，宁波银行、上海银行、台州银行“扎堆”发行一期同业存单。这是继南京银行、北京银行、兴业银行发行同业存单后的又一波密集发行。

值得注意的是，北京银行发行15亿元的9个月期同业存单(NCD)仅获11亿元认购，参考收益率为4.9001%。银行业业内人士指出，同业存单“流标”再现，主要是价格吸引力不足。更为重要的是，市场对于流动性的预期已趋于乐观，这大大影响了同业存单的发行。

## 同业存单再现“流标”

根据中国外汇交易中心的信息，从7月初至今不足一个月内，已经有17家银行公布了同业存单发行公告。另据统计，今年已有26家银行披露了同业存单年度发行计划，发行主体包括国有大行、股份行、城商行、农合行及外资行等主要类型的银行机构，主体进一步趋于多元化。

据了解，北京银行16日发行的今年第6期同业存单，期限9个月，



CFP图片

计划发行15亿元，实际中标11亿元，中标价格落在招标区间的下限，参考收益率为4.9001%。而在半年前，兴业银行也遭遇了类似的尴尬。3月5日，该行发行的6个月期限同业存单未获足额认购，原计划发行30亿元，结果实际认购量仅为19.4亿元。3月12日中信银行发行的3个月期限同业存单也发生同样情况，计划发行量为20亿元，实际认购量为18.3亿元。

市场人士认为，同业存单的密集发行与流动性宽松预期的扰动，进一步影响了机构的参与热情。兴业银行首席经济学家鲁政委指出，同业存单的良好运行，需要一定的体量和参与主体。但又不是简单意义上的体量增多，更多的是要持续、稳定地滚动发行。

## 流动性预期宽松

券商分析人士认为，6月新增

信贷和货币增速均高于市场预期，后市流动性趋松。央行最新发布的金融数据显示，6月新增贷款增速超市场预期。6月人民币贷款增加1.08万亿元，同比多增2165亿元。截至6月末，广义货币(M2)余额120.96万亿元，同比增长14.7%。上半年人民币贷款增加5.74万亿元，同比多增6590亿元。上半年社会融资规模为10.57万亿元，比去年同期多4146亿元，为历史最高水平。

央行调查统计司司长盛松成近日表示，上半年流动性较充裕，有季节性因素，尽管上半年信贷投放5.74万亿元人民币，但下半年不会重复，因此无需过分担心全年流动性过剩问题。另外，盛松成表示，下半年会继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷和社会融资规模合理增长。

交通银行首席经济学家连平预计，下半年货币政策将总体呈现稳中偏松态势，定向支持、结构性放松是“主旋律”。“全局性宽松不利于稳健货币政策的稳定性和连续性，会影响经济调结构的效果。”

# CTA基金 多策略展魅力

□好买基金研究中心

近些年，国内CTA基金进入快速发展阶段。去年至今，约有136只CTA基金成立，远超过去几年。随着未来两三年内期货市场新的产品上市，目前规模2000多亿元的期货市场保证金，或将达到五六千亿元，整个CTA在中国未来发展空间较大。

CTA基金作为一种主要投资商品期货、期权、股指期货的私募，与股票、债券等传统资产相关性较小。根据好买基金研究中心数据，以2013年5月至2014年5月期间均有单月业绩数据的CTA基金为样本，通过这些基金的平均收益率与同期沪深300指数做比较，我们能够发现CTA基金的一些特点。

数据显示，CTA基金与沪深300的相关性较小甚至为负相关。比如，在沪深300表现较好时CTA基金未必会跟随指数上涨；而沪深300表现差时，CTA基金却可能走出一波比较好的收益行情。从数据中不难发现，在近一年里，CTA基金只有两个月末跑赢沪深300指数，其余10个月均领先沪深300指数。在沪深300指数下跌的8个月中，CTA基金有4个月取得正收益。所以在当前股市持续低迷的情况下，可以选择CTA基金作为资产配置的一种。

目前CTA基金的投资范围非常广泛，投资品种遍及农产品、能源、金属、外汇、股指和利率等多个领域，能够有效地分散单一市场带来的风险，并有利于寻找投资机会。

由于期货市场与股票市场有较大不同，管理期货CTA基金并不像股票市场基金一样，只能依靠股市上涨赚钱，任何方向的波动都可能成为CTA基金的机会。因此，CTA基金的成功，更多取决于所采取的交易策略本身的优劣。对于期货市场无所谓行情好坏，只看采取的策略是否适应当前市场环境。

CTA基金的策略大致可分为宏观基本面、趋势跟踪、统计套利、程序化交易几大类，各个策略又包含了一些不同的子策略。

每一种策略都有独特优势及适应环境，比如当市场呈现明显上涨或下跌趋势时，趋势跟踪策略一般会表现较好；当市场呈现趋势逆转或盘整时，趋势跟踪策略的表现往往不及其它策略。另外，由于时间越长，趋势越容易建立，所以在中长周期的投资中，一般采用趋势跟踪策略较多。而短期，尤其是日内交易，则主要是以当日的波动获利。

另外，由于程序化交易是将交易策略系统化，当趋势确立时，系统会发出多空信号并锁定市场中的价量模式，并且有效掌握价格变化的趋势，使投资者在期货市场的上涨和下行通道中均有可能获得正收益。所以，相比于人工交易，程序化交易更容易控制风险。

采用套利策略的基金几乎全要借助量化模型以及电脑程序在短时间内完成交易，且套利策略的风险较小，同时盈利空间也较小，所以一般需要配合杠杆操作或者其他策略辅助才会有可观收益。

很多期货私募在操作时并不单一采取某种策略，而是多种策略相结合。比如，白石资产、玺鸣投资、持盈投资等。相比较上述单一策略，多策略的CTA基金拥有更大的灵活性，当市场处于当前策略不利的市场时，基金经理可更换其它更加有效的策略。

以玺鸣投资为例，玺鸣主要采取的投资策略有主观交易、同产业对冲交易、套期交易三种，而这些策略的核心便是精密研究。比如，在进行操作之前，玺鸣会研究投资品种所处的大周期以及结构性特点，并根据供求关系来决定做空还是做多。采取多种策略相结合的好处是，即便在很多投资品种不好操作的情况下，经过研究也能发现一些投资机会。

## 贵金属 或震荡下行

□天誉金泰分析师 夏鹏宇

美联储主席耶伦在上周的国会证词中指出，如果劳动力市场改善速度继续快于委员会预期，美联储可能更早、更快地加息。她的讲话更加偏向鹰派，就业情况的改善，将迫使美联储提前进入加息周期，这或导致股市下跌以及债券息差扩大。上周，贵金属两日的暴跌回吐了前三周的全部涨幅。

不过，马来西亚客机在俄乌边境被导弹击毁，避险情绪骤然升温。中东局势持续动荡，以军地面部队大举进驻加沙地带，地缘政治风险升级推升贵金属价格。

截至7月15日，COMEX期金净多头持仓削减12302手合约，至131971手；期银投机净空头增加2278手，至46795手，市场看空贵金属的情绪开始升温。7月17日全球最大的黄金上市交易基金SPDR Gold Trust的黄金持仓量与前一个交易日相比减少2.69吨，至803.34吨。对冲基金是国际行情的主要推手，操作手法凶狠，在对冲基金投机性空头头寸增加的情况下，多头建立的短期优势或瞬间瓦解。

从技术走势上来看，贵金属虽然在6月初至今有可观的反弹幅度，更多的原因在于触及贵金属的生产边际成本，激发贵金属的商品属性，而非趋势的扭转。贵金属处在弱势区间震荡中，转势仍旧需要长时间的积累和酝酿，短期内重回牛市的概率很小。下周有美国通胀数据和房地产市场数据，在美国经济持续复苏的情况下，近期贵金属或延续震荡下行格局。

## 车险费率改革调整细化 车联网设备料成车险定价关键

□本报记者 李超

商业车险改革，正伴随着费率市场化推进和大数据结构优化，迎来新气象。近期，保监会就商业车险条款费率相关改革再次作出明确或引入更加细化的技术方法。同时，车联网正在改变车险产品的定价体系，多家保险公司正在研发基于车联网的车险产品。业内人士认为，保险公司应防范骗保风险，同时做到及时掌握车主驾驶数据，作为调整定价费率的参考依据。

## 车险费率改革定调

近日，保监会向各财险公司发布了《关于深化商业车险条款费率管理制度改革的指导意见(征求意见稿)》，拟将商业车险费率分为基准纯风险保费、基准附加费用、费率调整系数三个部分计算，并要求保险行业协会按照大数法则，建立商业车险损失数据的收集、测算、调整机制，动态发布商业车险基准纯风险保费表。

业内人士表示，基准纯风险保费将采取车型定价方式，引入车系系数。车型不同，车系的系数就不同；考虑赔付率、出险率等因素。在参考基准纯风险保费的基础上，各家公司可以自行测算商业车险基准保费的附加费率，自主决定附加费用。而基准附加费用由公司主动控制和掌握，有利于促进行业内竞争。同时，此轮车险费改不是简单地放开费率，而是通过费率和条款的相互配合，让市场主体有更多的选择权。

保监会副主席陈文辉近日表示，商业车险改革要坚持市场化方向，把商业车险条款费率的制定权

交给保险公司，把对商业车险产品和服务的选择权交给市场。在费率方面，应以市场化为导向，赋予并逐步扩大保险公司商业车险费率拟定自主权。为了防止个别保险公司出现大的定价偏差和定价风险，行业应该制定一套综合性、多年期的商业车险损失发生率表供业界参考。

6月末召开的“2014车险联席内部大会”上，与会人士透露，根据最新进度安排，车险费改的实施步骤将分三个阶段：首先由行业协会制定、发布商业车险行业示范条款，行业基准纯风险保费、主要费率调整系数及其使用方法，供保险公司参考使用。保险公司可经行业协会预审后，向保监会报批创新型条款，可在一定范围内拥有商业车险自主定价权。其次，行业协会进一步丰富示范条款种类，并定期调整、发布行业基准纯风险保费，供保险公司参考。再次，继续扩大保险公司商业车险费率自主定价权，完善商业车险条款费率管理制度，健全车险费率市场化形成机制。有业内人士预计，车险费改启动有望于今年底启动。

## 车联网改造车险定价体系

与此同时，车联网正在对车险业态造成影响。业内人士指出，车联网改变了车险产品的定价体系，而人保财险、国寿财险、平安财险和太平洋财险等多家公司都在研发基于车联网的车险产品。车险公司正在寻求降低费率同时扩大理赔责任，借助车联网进行的车险产品创新。

中国证券报记者了解到，目前车险的主要定价依据来自UBI(Usage Based Insurance，基于用量的保险)与OBD，前者保费

定价主要取决于车主的实际驾驶时间、里程数、地点与具体驾驶方式；后者是一种车载诊断系统，通过传送汽车各类行驶数据，供保险公司评估车主驾驶风格。通常驾驶风格良好的车主能得到更低的车险费率。在国际车联网保险成熟市场上，保险公司通过车联网OBD技术收集大量车主驾驶数据，对车主各自驾驶行为进行模型验证，对驾驶习惯优良的车主给予更多保费折扣。

业内人士认为，保险公司在考虑布局车联网时需要考虑OBD、UBI设备与保险车辆的关联，防范骗保风险，同时做到即时掌握车主驾驶数据，作为调整定价费率的参考依据。由此，掌握有效的车主驾驶信息大数据成为车联网保险产品的重要目标。由于车联网技术应用时间并不长，真正加装UBI或OBD设备的车主数量还不够大，可能导致相应的车主驾驶数据在采集分析过程中出现偏差，进而影响车险公司对车联网保险的定价精准度，最终保险公司自身不得不为“低保费、高理赔”买单。

业内人士表示，车联网保险兴起的前提条件，应该是汽车厂家在汽车出厂时就安装车联网UBI或OBD设备，帮助保险公司最大限度搜集到所有车主的驾驶记录数据，建立更全面精准的车主驾驶风格评估模型，使保险产品定价更趋于精确合理。未来，保险公司的产品定价与核保工作，都有望通过功能更多的“计价器”自主完成，从而简化车险业务架构。而对保险公司来说，需要在寻求商业模式变革的同时，严守监管部门的“政策红线”，着力把控车险费率市场化改革和大数据模式创新中可能出现的风险。