

# 伞形信托未现大规模平仓

## 光大银行未提高伞形信托配资比例

□本报记者 刘夏村

6月25日，南方某信托公司。收盘后，风控部的电话铃声便此起彼伏的响起，电脑屏幕上一长串的账户已被标红——这意味着，当天又有一些伞形信托子单元触碰预警线甚至是平仓线。

当天，A股再次大幅回调，其中上证综指下跌16237点收于452778点，深成指下跌61987点收于1569244点。来自多家信托公司的消息显示，继上周五后，25日部分伞形信托再次告急。一位不愿具名的伞形信托业务负责人表示，经过最近市场的连续回调后，目前在5000点左右建仓的场外配资已基本被清理，4500点建仓的大半已触及预警线。

“今天被爆仓的还不是很多，但如果明天股市继续大幅下跌，估计就比较严峻一些。”前述人士如是说。

### 平仓隐忧

收盘后，这家信托公司的风控人员开始电话通知相关客户补仓。按照惯例，信托公司在交易日收盘后，会对每一个子信托进行监控，如果

发现客户达到预警线，会通知对应的劣后委托人在一天时间内追加保证金，客户如果不追加保证金，信托公司会对相应的子信托进行强制性减仓，以保证优先级资金安全；同理，如果达到平仓线，要求客户必须在一天时间内补足保证金，否则要求客户自行止损或由信托公司强行平仓，这意味着产品将清盘。

相关业务人士透露，一般信托公司会要求客户在第二天上午前完成补仓，但实际上目前多数信托公司强制减仓或平仓的时间是在下午两点前。该人士解释说：“这样做也是为了给客户更多时间，毕竟信托公司也不愿意动客户的股票。”

“今天被要求补仓的客户还不算多，不过有一些是这周刚刚补过的。”某信托公司相关人士说。实际上，在上周五收盘后，一些信托公司的伞形信托就出现不同程度的触及预警线甚至平仓线的现象。不过，中国证券报记者从多家信托公司了解到，由于绝大多数客户及时补足保证金，大规模伞形信托平仓现象并未发生。某伞形信托规模排名前三的信托公司相关人士透露，上周五该公司伞形信托基本没有被平仓。某南方信托公司人士

亦透露，其公司在当日只有一个子单元被平仓。

但短短几天之后，伞形信托就再次面临平仓隐忧。在一些伞形信托业务人士看来，如果后面市场继续大幅下跌，将会有更多的伞形信托触及平仓线。某信托公司伞形信托业务负责人透露，就其了解，经过最近市场的连续回调后，目前在5000点左右建仓的场外配资已基本被清理，4500点建仓的大半已触及预警线。

不过，这位负责人同时也表示，在3000点建仓的大批场外配资账户，由于安全垫较高，目前来看并没有太大危险。此外，随着指数走高，信托公司和一些民间配资公司早前也收紧业务量和杠杆率，所以杠杆资金的风险或许并没有预想的大。

### 光大未上调伞形信托杠杆

实际上，助涨助跌的杠杆资金早已被监管层所关注，而监管机构清查场外配资亦被认为是诱发此次调整的一个重要原因。中国证券报记者了解到，作为场外配资重要一环的伞形信托，其展业难度已经加大。目前，在监管重压之下，新增伞形信托业务已经基本暂停，但伞形信

托子单元还能够继续做。据业内人士介绍，其原因在于，在伞形信托业务中，除了停止介绍客户，券商再没有任何办法来控制新增子信托。

作为伞形信托配资资金重要来源的银行资金，亦在此前开始收紧这一业务。据悉，光大银行从上月18日起，将伞形信托的配资比例由此前的1:2.5降为1:2。值得注意的是，近期市场消息称，光大银行将部分客户的配资杠杆由1:2提高到1:2.5。

对此，光大银行资产管理部总经理张旭阳对中国证券报记者表示，这一举措是针对单一账户的结构化信托，不包括伞形信托。一家与之有合作的信托公司伞形信托业务人士亦表示，目前其公司尚未收到这一通知，上述通知可能只针对单一账户的配资。业内人士介绍，上述两类业务均为结构化信托，但与伞形信托不同的是，单一账户结构化信托没有下设的子单元，且要求劣后级资金规模起点较高，一般为阳光私募基金所采用。此外，由于受年中流动性趋紧因素的影响，近期一些银行对伞形信托的配资进一步收紧。前述信托公司人士说：“目前小单业务配资比较紧张，但还在做，没有停下来。”

用数据说话 选牛基理财  
金牛理财网 WWW.JNLC.COM

## 安信证券高善文：年底前牛市结束迹象不明显

在安信证券6月25日召开的中期投资策略会上，安信证券首席经济学家高善文表示，今年以来股市的驱动更多转向博弈特征，今年年底之前，货币紧缩风险非常小，筹码供应尚不会井喷，牛市结束的迹象非常不明确，在这期间题材及板块概念等将持续刺激股市上涨。

针对此轮牛市驱动的主要因素，高善文指出，在牛市中总是形成很强的博弈行为，股票的价格明显背离内在价值，而更多的表现为筹码的交易。从AH的超高溢价表现看，港股更接近内在价值，A股价格更多来自交易价值。从博弈的角度看，流动性、筹码供给和新的题材刺激决定着牛市是否继续。流动性方面，年底前货币紧缩风险非常小；筹码供给方面，筹码供应三季度前不会井喷式上升，红筹股回归、注册制推行都需要时间准备；维持牛市需要新的题材不断刺激，估值相对不高的板块上，国企改革和对经济复苏憧憬等题材可能不断刺激股市上涨。

高善文认为，从资金层面看，本轮牛市的基础一方面是加权贷款大幅度下降，令企业真实融资成本下降，从而支撑市场从熊市转为牛市；另一方面，融资融券大范围退改，不仅为市场提供杠杆和资金，也令更多风险承受能力较强的人进入市场，从而影响整个A股市场的风险定价和交易层面的格局。除了资金层面之外，并购的大量兴起与并购管理制度的重要变化，大幅刺激小股票价格普遍上升，市场交易活跃度也随之上升。从宏观层面看，全球工业品架构在2012年底开始触底，一系列因素的变化驱动牛市自2012年底起步，期间虽然经历钱荒冲击，2013年重新回到牛市上涨轨道。

不过，高善文同时提出，今年以来，市场博弈力量开始起到显著的主导型影响，这种转换使得市场持续上涨的过程中，不断吸引资金的流入，同时筹码的供应又受到严格约束，泡沫化日益成熟。从博弈角度看，资金面相对维持持续宽松局面，短期不会改变，市场热点持续炒作，现在讨论牛市的结束可能为时过早。

高善文认为，财政支出自2013年中出现巨大下滑，这是经济至今疲弱最重要因素，这种冲击将在今年年底和明年年初得以消化。与此同时，明年注册制推行和红筹股回归等因素可能导致筹码供给快速上升，整个市场所面临的宏观环境将会逐步发生深刻变化，A股市场将越来越难形成由博弈驱动的市场，而在一个长期之内演化为依靠基本面力量来驱动。（张莉）

## 华商基金费鹏：蓝筹股具有较好风险收益比

近期一场急跌袭击了市场，众多投资者感到手足无措。牛市还在不在，令不少投资者困惑。对此，华商大盘量化、华商新量化、华商量化进取基金的基金经理费鹏认为，市场出现这样的调整是比较正常的，2005年—2007年间也曾出现过类似的两次快速调整，一次市场从顶部快速回撤18%左右，另一次回撤幅度更大，大约达到了21%左右。

费鹏认为，人们往往喜欢从事件驱动的角度去寻找下跌的原因，但是从量化角度来说，市场前期积累了大量的获利盘，6—7月进入一个震荡期，风险释放比较正常。但是不管从历史经验还是现实情况来看，只要各项改革还在有序地推进，牛市便不会就此结束；虽然前期创业板涨幅较大，但蓝筹股估值依然不高，银行、券商、煤炭等板块的估值依然处于历史估值的下沿，持续下行的空间有限。其所管理的量化基金，依然会坚持基于历史数据按照量化模型的判断去寻找具有较好风险收益比的股票。

对于后市，费鹏更看好蓝筹板块，他认为创业板估值偏高是一个需要重视的现象，比较而言，具有改革预期的蓝筹股现阶段更具投资优势。对于后市，他更看好已经走出底部的蓝筹股，诸如医药、煤炭、有色、食品饮料、白酒等领域。（曹瑜）

## 平均折价21% 封基“安全垫”优势渐显

□本报记者 黄丽

市场近两周连续巨震，中期调整的“底”在哪里尚难确定，一些前期排名靠前的偏股型基金纷纷出现较大回撤，火爆的分级基金在杠杆的作用下也一泻千里，然而，在这样的市场中，封闭式基金的安全边际优势却得以体现。数据显示，由于市场表现低迷，目前市面上的封闭式基金平均折价率高达21%，成为市场上比较隐秘的一块价值洼地。据了解，一些风险偏好较低的机构已赎回部分激进型的指数ETF，主要配置封闭式基金。

基金人士分析，如果近期市场持续震荡走低，封闭式基金折价率还会进一步升高。若投资者对中长期市场仍持乐观态度，在折价率较高时介入既可收获净值上涨回报，还可以获得折价修复的收益。

### “安全垫”显现

对于多数投资者而言，封闭式基金是一个相对陌生的基金产品。事实上，封闭式基金是基金界的“元老级”产品，基金业发展早期，成立的全是封闭式基金，并没有现在常见的开放式基金。

“第一批封闭式基金成立的时候也正是牛市，所以募集十分热闹，就像现在打新股一样，要看中签率的。交易价格也十分疯狂，净值只有1元但价格可以炒到10元。”华南地区一位基金圈内人士告诉中国证券报记者，自从2001年熊市开始后，很多投资者对权益类资产避之不及，导致封闭式基金价格越来越低。近十年间基金业出现极大变革，申赎灵活的开放式基金开始唱主角，而到期之前都不能申赎，只能在二级市场进行竞价交易的封闭式基金却逐渐陷入发行危机。随着多数基金到期，目前市面上仅剩6只封闭式基金，分别为基金银丰、基金久嘉、基金丰和、基金科瑞、基金鸿阳、基金通乾。

在上周A股市场的调整中，大部分传统封基已经表现出一定的抗跌性，仅剩的6只传统封基折价率也大幅增加。统计显示，截至6月19日，上述6只传统封闭式基金平均折价率高达21%。具体来看，目前折价率最高的是基金银丰，高达26.5%，折价率最低的基金通乾也有14.33%。

“通常封闭式基金到期前折价会逐渐收窄至最后消失，大部分都会转开放，变成LOF基金。”某基金公司市场部人士向记者表示，对于投资者

而言，如果认为该基金到期时市场会比现在好，则可以选择在折价率较低时买入。“比如现在买，就差不多有20%的安全垫，一直拿到到期，既可以赚取净值上涨的收益，又可以获取折价修复的收益。”

### 受险资青睐

封闭式基金的折价究竟从何而来？基金研究人士解释，折价是长期存在的，但原因尚无定论，不同因素影响下折价率也各有不同。

“业内普遍认同两种说法，但都存在疑问。第一可能是因为封闭式基金流动性较差，不过这无法解释封基折价率为什么会出现波动，其次就是折价或溢价反映对基金未来业绩的预期，如果人们认为基金的证券选择能力和把握市场时机的能力较强，即基金的未来业绩较好，则会出高价购买该基金，该基金就会以溢价交易，否则以折价交易。这个理论有一定的道理，确实净值表现较好的基金折价率较低，但基金的折价率有时会达到40%之多，并且表现出相同的变化趋势，这也无法解释。”上述人士称，可以确定的是，封基折价的高低与业绩、到期时间、市场环境有关，业绩越好，折价率越低；到

期时间越短，折价率越低；市场预期乐观时，折价率大幅降低，而低迷时，折价率攀高。

近期随着市场转冷，封闭式基金折价率确实有走高的趋势，具体从目前的几只基金来看，基金通乾因为到期时间最短、业绩表现也相对优异，折价率也是最低的。

据了解，不少机构将封基作为战略性长期持有的品种，如保险机构等，机构持有封基的平均比例远高于机构在整个市场的资产比例。以基金通乾的2014年报为例，该基金的机构投资者比例达到57.49%，十大持有人中前九位都是机构客户，中国人寿、泰康人寿等保险公司包揽了大量份额。

目前封基面临的尴尬情形是，由于折价的存在，新的传统封基无法发行，没有投资者愿意认购新发的封基，封基正逐步成为历史；另外，尽管仅剩的6只封基折价率高企，但投资者根本没有意识到这片价值洼地，成交十分冷淡，基金公司也不愿花力气宣传。“其实今年以来，我们的封基在二级市场涨得很好，但投资者在二级市场的买卖对我们基金公司而言没有太大意义，因为没有管理费只有交易费。”上述市场部人士透露。

## 商业银行积极备战人民币资本项下可兑换

□本报记者 高改芳 上海报道

上海银监局日前召开2015年银行业创新支持自贸区建设工作推进会，助力上海自贸金融创新加速发展。商业银行按照要求将业务上报之后，流程简单，时间上会很节省。科技金融、并购贷款、交易类业务、跨行业、跨市场和跨境业务等将是重点鼓励和支持的领域。

招商银行上海分行自贸金融部总经理唐明春介绍，包括招行在内的商业银行都在设想并尝试更大程度上的人民币跨境业务，例如通过自由贸易结算账户对海外股权一级和二级市场的直接投资等等。“我们进行一些路径的研究与探讨，但最关键的还是要等待政策的批准。”唐明春说，“但是，对于VIE结构的中资海外上市企业的私有化回归A股，招行自贸金融已经有了成功的解决方案。”

### 人民币跨境生态链有望全部打通

招商银行上海分行自贸金融部总经理唐明春认为，对于商业银行来说，2015年是利率、汇率、各项经营管理全面走向市场化的一年，也是

开始树立“人民币本位经营”理念的起始年。预计年底成立的亚投行输出的不仅是中国充沛的工业产能，也将输出人民币资本。试想一下，如果亚投行结算全部以美元进行，则意义顿失；如果亚投行结算、清算部分（假定50%以上比例）以人民币进行，则海外人民币的需求将以几何级数增长。

商业银行届时考虑的不再仅仅是人民币回流，而是人民币流出、支持一带一路建设。而人民币流出的最佳路径则是分账核算系统，具体操作上，在商业银行海内外整体风险把控的前提下，通过自由贸易结算账户，即FTU对非居民的FTN账户提供人民币的各项融资安排。

“如果央行今年秋天能开通人民币跨境支付系统（CIPS，即中国版的SWIFT），则融资、清算的完整生态链全部打通。”唐明春说。

外资银行也在积极推动人民币跨境贸易业务。新加坡大华银行（UOB）日前宣布，已成立专门的人民币策略团队，以帮助企业更好地管理跨境人民币业务。该团队将提供现金管理、外汇、投资和套期保值等领域的人民币咨询服务和金融解决方案。

### 鼓励创新

上海银监局廖岷局长在“2015年银行业创新支持自贸区建设工作推进会”上介绍，截至2015年4月末，扩区后的上海自贸试验区共设有21家商业银行总行（包括汇丰银行，全辖占比81%）、83家一级分行（含专营机构和外国银行分行）、17家二级分行（分行全辖占比66%）和351家支行网点；20家非银行金融机构法人（全辖占比50%），1家财务公司分公司；3家金融资产管理公司代表处/分公司。区内机构的存款和贷款余额分别为461万亿元和410万亿元，占全辖的比重分别为63%和82%。

他指出，目前上海银监局正努力为自贸区银行业金融创新先行先试创造条件。近期，上海银监局推出“自贸区银行业务创新监管互动机制”，为在沪银行业金融机构搭建公正公平、公开透明的创新业务互动平台，目的是为机构在开展创新碰到阻力时提供一个先行先试的绿色通道，同时也帮助监管部门前瞻、及时地掌握市场创新动态，更有效地了解创新活动的区域影响和系统性影响。

与会银行界人士透露，上海银监局的态度是，银行先到银监局备案就可以开始一些尝试

创新业务，不必像之前那样层层报告，并长时间等待批准。“会议上周才开，具体效果怎样还要看今后的实际情况。”该人士称。

金融服务提供商威科金融评论认为，人民币国际化的趋势不可逆转，随着中国经济贸易全球化与“一带一路”的开展，人民币支付与结算体量还将继续扩大。

中国版的资本项目可兑换可能最先在上海自贸区实现。在IMF列出的资本项目40个子项中，中国的不可兑换项目只有4个子项，分别是“非居民在境内发行股票类证券”，“非居民在境内发行货币市场工具”，“非居民在境内发行衍生产品”，“居民在境外发行衍生产品”。

威科金融称，在商业机构的努力之外，监管部门的支持与放行也功不可没。6月4日，央行上海总部副主任张新称，上海自贸区已经具备承担率先全面实现资本项目可兑换的各项条件。资本项目可兑换后，各类经济主体，包括金融机构、企业和个人，根据规则自主安排跨境资金流动，不再需要审批。

威科金融隶属于荷兰威科集团。威科集团2014年营业额达37亿欧元。

## 中国农业银行贵金属业务助您扬帆远航

中国农业银行已推出交易类、积存类贵金属业务，可满足您多方位的贵金属投资需求，伴您扬帆远航。

### 一、交易类

金市通为中国农业银行交易类贵金属业务品牌，包括账户贵金属业务（即纸黄金）和代理上海黄金交易所个人贵金属业务（即T+D业务）。

账户贵金属交易业务是农业银行面向个人客户推出的一款账户类交易产品。个人客户可以按照我行提供的账户贵金属买卖价格，通过网上银行进行账户贵金属的即时买卖或委托交易，以赚取投资收益。

该业务具有以下五大优势：一是交易成本低：无开户费，无交易手续费，无需进行实物交割，省去了加工运输流转费用；二是交易时间长：支持5x24小时的不间断交易，交易渠道每周一早8:00开市，周六早4:00闭市；三是交易品种丰

富：客户可以选择人民币或美元作为投资币种，支持黄金和白银两个交易品种，组合成四大交易品种，为您提供丰富的投资选择；四是交易起点低：人民币黄金、人民币白银的交易起点为1克，最小交易单位为1克；美元黄金的交易起点为0.1盎司，美元白银的交易起点为1盎司，少量资金即可投资参与贵金属市场；五是支持双向交易：提供先卖出后买入的交易方式，让您在市场下跌的行情中也可获利。

代理上海黄金交易所个人贵金属业务是农业银行以上海黄金交易所金融类会员身份，接受与我行签订《中国农业银行代理上海黄金交易所贵金属交易业务协议书》客户的委托，代理其在上海黄金交易所内进行贵金属交易、资金清算和实物交割。

该业务具备以下八大优势：一是交易速度快：采用业内最领先的客户端软件进行交易，让您比

交易对手领先一步；二是交易成本低：与纸黄金、实物黄金等黄金产品相比，买卖成本最低；与股票、基金等其他投资品相比，交易金额相同的情况下费率更低；三是交易时间长：有白天和晚上两个交易时段，价格与国际同步，避免价格不连续带来的风险（最活跃的交易都在夜盘，不耽误您工作）；四是双向交易：涨时买涨，跌时卖空，涨跌均可赚钱；五是保证金交易：有杠杆，占用资金少，杠杆倍数最高可达6倍；六是可提取实物：可提取上海黄金交易所标准金，成色有保证，价格更优惠；七是多投资品种：提供黄金、白银两种产品，现货交易和延期交易两大交易方式，组合形成7个交易品种，让您有更多元的贵金属投资选择；八是全透明市场：交易报价与国际贵金属市场高度对接、同步浮动，交易透明。

### 二、积存类

中国农业银行存金通2号业务是客户通过我

行借记卡开立贵金属积存账户，按照我行实时报价购买“传世之宝”实物积存账户贵金属，购买量实时计入客户积存账户。购买达到2克后，客户可申请从其积存账户里提取“传世之宝”贵金属实物，也可进行账户贵金属买卖。

该业务具备以下四个优势：一是购买起点更低，粒度更细：存金通2号产品的交易起点低至0.1克，最小交易单位进一步细化到0.01克；二是定投方式多样，更加灵活：支持按重量或金额两种方式委托定投，客户每个月最多可以委托25笔有效定投，更有效的为积存客户平摊购买成本；三是网上银行买卖，更加便捷：存金通2号业务柜面交易和网银交易同步推出，客户在每个交易日的10:00—15:00随时登录农业银行网银进行自助交易；四是积存账户交易，成本更低：存金通2号的客户账户买入价对接传世之宝铸造工艺的投资资金条，工艺成本更低，更适合积存。