

多空论剑

# 监管风暴袭来 避风险还是找机会

□本报记者 张勤峰

在防风险上升到突出重要位置的背景下,一段时间以来,金融监管动向始终牵动着债券市场参与者的神经。最近,银监会接连下发文件,在银行业内掀起了一场“监管风暴”。金融监管政策与去杠杆预期再成为影响债市阶段性运行的重要变量。在金融去杠杆大背景下,如何看待各类监管政策的影响,债券市场会如何走,投资者又该如何应对?

## 无序扩张致空前监管

中国证券报:近期银监会集中下发多个监管文件,您如何解读这一系列政策出台的背景及意义?

孟祥娟:伴随过去几年资管规模急剧膨胀,金融创新层出不穷,潜藏的风险不断积累,加强监管势在必行。加之2016年经济有所企稳,政策重点开始从稳增长转向金融防风险。2017年金融去杠杆的方式主要有两种:行政性的监管为主和资金面小幅上行为辅。之所以要靠行政性监管为主,是因为很多单纯依靠资金面上行难以达到控制风险的目标,比如同业理财问题、刚性兑付、资金池、期限错配、多层嵌套等。

资管监管政策从2016年二季度开始不断出台,2016年“三会”都出台了具体监管细则,今年3月份,“一行三会”又起草制定统一监管新规。近期,银监会集中发布46号文、6号文、7号文等监管文件。总体来看,监管层主要是本着哪里有风险哪里出监管的原则,主要内容是:禁资金池、禁期限错配、禁刚性兑付、去杠杆、去通道、去非标。

周冠南:银行间近期集中下发多个监管文件,实际上是针对过去两年快速扩张的同业链条、资产管理行业多层嵌套、资金空转等现象所做的监管升级。2015年下半年以来,银行在负债端发行同业存单的规模和同业理财占整体理财的比重迅速上升,在资产端通过各类资产管理机构开展委外业务投资债券市场的资金不断增长,同业业务的迅速扩张直接导致资金在金融体系空转、脱实向虚;同业链条拉长、套利行为增加;资产端严重依赖宽松的货币环境,杠杆高企;银行承担了实际的“刚兑”风险,暗藏系统性风险。在此背景下,监管层自2016年三季度开始,逐步加强对市场流动性的管理和同业链条的监管。近期银监会的政策文件,直指同业业务及其潜在风险。

中国证券报:如何看待针对银行同业业务的监管?请谈谈对未来同业存单的发展及监管政策展望?

孟祥娟:监管同业业务主要是为防止资金在金融机构内部空转。同业存单有其存在的必要性,不能因部分机构的违规做法就完全否定同业存单。预计未来监管会从供给和

需求两个角度对同业存单的发展进行规范和约束:一是将同业存单纳入同业负债,并限制同业负债占总负债的比重;二是对短久期和长久期区别对待,引导银行发行久期稍长的同业存单,有助于稳定负债端。三是对同业存单的投向做一定的限制,比如禁止直接委外加杠杆买其他风险资产等;四是对公募基金、资管产品等持有同业存单的比例以及等级进行一定的限制。

周冠南:近期出台的监管文件,都提到了同业业务及同业存单,并要求对过去依赖同业存单快速扩张的机构进行重点监控,这是监管层收缩同业存单的明确信号。

在同业链条去化过程中,其发行规模一定会逐步下降,但在初期同业存单的量、价都难以出现明显回落。由于银行去同业链条时,需要先去掉资产端的现有资产,再对应收缩负债端,而同业存单作为近期机构配置的主要资产之一,在去同业链条的初期将面临较大的抛售压力,至少是配置力量的减弱,因此同业存单利率还将维持高位,甚至跟随资金的逐步收紧再次上行。

近期银监会发布的各项监管条例都明确提出对于同业业务、理财业务、债券投资业务的监管要求,有意填补过去的监管空白,且监管要求落实到细节。此外,银监会还提出了对于监管自身的要求及监管不力的问责机制,说明本轮监管的规格和严格性是空前的,值得市场重视。

## 监管是慢变量但有长期影响

中国证券报:银监会掀起的这场监管风险,对债市将产生哪些影响?

孟祥娟:金融去杠杆对债市的影响,一是体现在情绪上,尤其是伴随资金面整体偏紧,对债市有所压制;二是监管政策影响债市配置资金。比如对同业存单、同业理财的监管、对万能险的整顿等,直接影响委外及债市配置资金;三是监管政策将导致债券品种出现分化,对信用债整体偏空,预计将导致信用利差中枢上行,低等级信用利差上行幅度将更大;四是监管带来的债市调整,或加重企业发债难,加大信用风险暴露几率;五是去杠杆背景下,资金利率中枢上行,同时波动加大,导致债市加杠杆操作的风险较高。

周冠南:政策从出台到落地,会在中长期内对债券市场产生影响。具体来看,同业监管的收紧,势必导致银行主动收缩同业业务,同业链条的收缩,会带来债券配置力量的衰减,且银行在逐步自查同业业务的过程中,存量业务还会逐步退出,或将对债券市场形成抛压。从近期一级市场招标情况,可以明显感觉到市场配置力量的减弱。

当然,监管从出台到银行执行落地及业务的逐步规范,还需要一定时间,目前出台的监管文件也给银行预留了三个月的自查时间,因此监管作为一个慢变量,其对市场的影响会在中长期内逐步发酵,这也是管理层希望看到的,即在避免发生系统性风险的前提下,逐步压缩同业链条和金融杠杆。

## 政策和流动性是短期主导因素

中国证券报:当前影响债市运行的主要矛盾是什么?您对中短期债市走势有何

看法,有何投资建议?

孟祥娟:当前影响债市的核心因素是监管政策及资金面走势,维持看好二季度债市的观点不变,机会来自基本面和监管的明朗。

具体来看,经济基本面预计将从1-2月高点回落。通胀无忧,从二季度开始,通胀数据预计将呈现CPI低位徘徊,PPI高位回落的趋势,对债市的压力将开始下降。金融去杠杆的目标并不是要将金融领域的钱全部挤出到实体,而是将各资管全部纳入监管并实现规范运作。整体去杠杆背景和IMPA考核改革从严的标杆已清晰确立,后期反而对债市冲击有限,市场悲观情绪有望明显改善。

综合来看,维持全年10年期国债收益率2.8%-3.5%的判断不变,继续建议投资者关注二季度经济基本面和通胀预期差变化带来的交易性投资机会。推荐利率债、高等级产业债以及资质较好的城投债。

周冠南:考虑到二季度基本面、通胀数据都维持在相对平稳的水平,影响债市的核心因素依然是内部政策面、资金面的变化,以及外部美联储加息和缩表的推进状况。此外,部分机构对于监管的“乐观”情绪和监管落地的决心之间或存在一定预期差,可能导致未来资产端清理过程中出现流动性风险。4月下旬缴税因素叠加MLF到期可能使得流动性环境恶化,对市场带来冲击;监管政策则会在至少二季度期间利空债市。近期依然建议机构投资者保持警惕,负债端梳理资金的来源和稳定性,资产端则建议配置流动性较好的品种,耐心等待下半年或将到来的投资机会。

## 理财看台

# 黑色系下台阶:雄安概念炒作下的理性之光

□本报记者 张利静

近期雄安新区的建设利好提振股票、期货市场相关标的表现,业内预计,新区建设将加速保定、张家口、廊坊一带钢铁产能退出,规模预计在1155万吨,同时在未来几年或将拉动1000-2000万吨需求。供给受限、需求大增预期令黑色系期货品种在上周大幅上涨后回调。本周黑色系继续回落,从雄安概念炒作回归到基本面。

题材炒作是股、期两市的行情特点之一,一些投资者甚至对此类投机乐此不疲。但回头来看,这类行情虽然在行情刚开始发劲时火爆演绎,但随着概念落地,多数被“打回原形”。其间不乏追悔莫及

的追涨杀跌的投资者。

尤其是在自带杠杆且与基本面亦步亦趋的期货市场炒作中,追涨杀跌风险更加突出,相信在雄安概念首日盲目进场追涨黑色的部分投资者已经尝到了“苦果”。期货市场在受政策、消息影响的同时,更多受到基本面的牵制。尤其是随着期货市场投资者结构不断完善,大量涌现的专业套利机构压缩了盲目投机的获利空间。

从雄安新区建设消息发出后的首个交易日走势就可看出,黑色系期货表现较为理性:即使同样在“雄安行情”中,黑色系产业链上不同品种涨势也出现了分化。在消息发出后的首个交易日,焦煤、焦炭期货涨幅最大,螺纹钢、铁矿石

则冲高回落,并在随后的几个交易日中连续下跌。

黑色系期货以下跌乃至大跌“叫板”雄安利好概念的底气,正是来自基本面。据业内人士分析,焦化厂盈利改善、澳洲飓风Debbi令中国澳煤进口滞期、需求改善、成本坚挺等因素是焦煤焦炭表现强势的主要原因;螺纹、铁矿、热卷供应压力突出,需求端在目前的基本面上缺乏亮点,限制了其期货价格涨幅。

但不容忽视的是,雄安新区的建设毋庸置疑将为建材品种带来需求增量,加之此前京津冀一体化的轨道交通规划,对黑色系的良好影响显而易见。雄安新区的建设对黑色系的利好有两方面,一是在供应端加速去产能(周边地区环保治理令当地钢

铁产能退出),二是需求端的增加。从时间角度看,市场预期前者效果较快而后者则是个相对缓慢的过程。虽然雄安新区概念对黑色系的提振不容小觑,但这种利好在短期内却无法体现,最终行情走势还要落回到资金博弈和供求关系上来。尤其是近期部分项目的冻结,又为部分投机资金泼了一盆冷水。黑色系期货也于近期出现了明显的下台阶行情。

总之,最终价格将回到它该回去的地方。一切脱离基本面的题材炒作,都需要一定的风险承担。投资者仅仅凭一时冲动追高黑色系,可能会付出惨痛的代价。其他牵强的炒作,或也难得善果。在“概念行情”的麻醉中,投资者更要擦亮眼睛。

# 背信弃义凤生崩盘 人心冷暖患难相知

□林华伟

几个月后的一个上午,星爷一大早就拉着程象到京郊打高尔夫。这是一个会员制的球场,环绕着京郊少有的大湖边上,背靠燕山,十八洞的球场分为两个半场,每个半场九洞,一个是湖景场,一个是山景场。说来奇怪,山景场靠水,湖景场靠山。会员们起初都不明白,亲自去过才知道,靠近湖边的半场,因为邻水,和水水平差不多,反而看不见广阔的水景,倒是远观燕山,高耸入云,气势宏伟;湖景场则是在山坡上,地势高,广阔的湖面一览无余。

早上八点准时在湖景场开球后,二人沿着山坡很快就打完了头九洞,不到十点,居高临下,阳光中的湖水波光粼粼,有些晃眼,让人看不清楚。星爷趁休息的空档,看了一下手机,脸色阴沉下来。

怎么了?程象问。

星爷把手机递过去,上面的微信是沈丹发过来的,很简短:抛压奇重。

程象知道这是凤生的事情。他介绍沈丹给星爷和愚公子操盘,控制局面。程象问:有问题吗?

星爷查了一下行情,凤生开盘不到半个小时,已经跌了百分之八。他脸色越发难看,给沈丹拨了电话。

电话那头沈丹说:我今天半个小时已经砸进去一个亿托盘了,卖单还是源源不断涌出。怎么回事?不会是愚公子那边出问题了?我们和他商量好联合锁仓,谁都不卖的呀。

你手里还有多少资金?星爷问。

沈丹心里有数,立即回答:一共十个亿资金,前期拉升股价花了一个多亿。这一阵子老有些莫名的抛盘出现,买盘却很少,前前后后已经花掉了四、五个亿托盘。手上还有三个亿,不过,必须留一个亿做备用金,不到万不得已不能动用,您知道这个利害关系。

星爷当然明白,这备用金就好像打仗时的预备队,如果没有预备队,一开始就把

全部兵力都压到前线,这仗基本必输无疑。战场风云变幻,手中没有可支配的筹码万万不行。当初拿破仑在滑铁卢双方消耗殆尽,最后就是看谁的预备队先到,结果拿破仑的预备队是到了,当时通讯不发达,他的预备队没找到地方,到了战场附近停了下来,这就决定了拿破仑的命运。

星爷沉吟了一下,说:把两个亿都砸进去,如果还是没有效果,今天就跌停吧。说罢也没有心思打球,匆匆往会所走去。

到了会所坐下,服务员立即上来一壶茶。星爷这才对程象说:你看怎么回事?程象不太懂操盘的事,可这大局很是明白,愚公子手握了超过半数的股票,星爷手上也有个百分之二十。其他都是散户,不可能这么齐心往外抛。再说S计划实施以来,凤生股价已经上涨了将近百分之五十了。愚公子也赚翻了,怎么会背信弃义私自出货呢?

这天股票果真跌停了。

当天晚上,网上出现了一篇关于凤生财务状况不佳的文章,指责凤生弄虚作假,欺骗股民。星爷打不通愚公子的电话,心里着急。打电话给黎广,大声呵斥:凤生财务调查不是你亲自盯的吗?怎么会出问题?黎广那头信誓旦旦,星爷这时也不知道是否该相信他。

第二天刚刚开盘,股票就砸到了跌停,沈丹这边请示是否要动用准备金,星爷沉吟片刻,果断说:不成功,便成仁,都砸进去!

沈丹一愣,也没分辨,挂了电话。她转身吩咐操盘手:挂上五千万买盘!一笔笔买单随即连续出现,吃掉了跌停板上积攒的所有卖盘,暂时打开了跌停板。可是没有五分钟,巨大的抛盘又涌涌而出,股价死死封在跌停板上。

没几天,股价就下跌了百分之七、八十,星爷基金损失惨重。基金出资人大怒,联合罢免了星爷,任命黎广做基金的总经理。星爷完全出局了。这正是:人生如戏,戏本人生。

## 投资非常道

## 我的量价观

□金学伟

有一位富姐,做传销出身的,后在上海一顶级地段开了一家酒吧。在脱离传销活动好多年后,谈起当初推销的药,她依然会热血沸腾、热泪盈眶。如果只是听她说,那简直就是天底下最好的药,她在做的是最神圣、最崇高的事业:拯民于痛苦之中,救命于死神之手。

这是一个非常有趣的案例。每当涉及“自欺欺人”这个成语,或看到某些带有各种头冠的“失师”滔滔不绝、情绪激昂地推销他们的某种东西,就会想到这位富姐——只有先感动自己,才能感动别人;只有先让自己弄得深信不疑了,才能以更好的状态煽忽别人相信。

由于学历和文化程度较高、知识较多的人很难想出自己深信不疑或自觉没有漏洞的骗招,他们很容易用学到的知识和正常思维能力去审视它们,最后觉得不行,漏洞太多,叹息欲罢而无招。所以,和上面这位富姐的案例相映成趣的是:骗子的学历和文化程度一般都较低,懂的知识不多,智商也不高。因为只有这类人才会把一些简单的、破绽百出、稍动一下脑子就能识伪的东西,理直气壮地去吹嘘,而毫不顾及有那么多的漏洞与反证存在。

股票市场中,有意的骗子不多,无意的骗子很多。所谓无意的骗子,不是指某一个人,而是一些似是而非、事后解释无一不中、事前应用百无一中的理论方法,因缺少合理的方法去验证,被市场人云亦云,此中有真意,欲辨已忘言”地一路流传下来,甚至被一些投资者奉为主皇。

要防止掉入这种“歪确的陷阱”,唯一的办法,就是从证伪和证实两个角度去验证。只证伪,而不证实,那世上就没有一种方法是可取的,最终我们就会掉入不可知论,无章无法——虽然海纳模型认为,越是低智的行为主体,在复杂多变环境中,越倾向循规蹈矩,但同样的研究表明,在人类的行中有93%都属有章可循、可以预见的行为,还有7%的无章可循、看似随机的行为则是改变命运、改变进程的关键行为。所以,通过证实来确认一些方法 是有用的”,是我们在股市中长期生存的基础,没有这个基础,再聪明,也一事无成。

但只证实,不证伪,我们就无法知道那些理论和方法的适用程度有多大。只有证实、证伪相结合,我们才能知道它们的适用边界在哪里,前提条件是什么,成功概率有多高,才能在反复的实践和证实、证伪过程中,不知不觉地成长起来,实现量变到质变,从不自由地被动投资,到相对自由地利用学到的方法和理论,在股市中随机漫步。我所以一边讲动量指标的效用,一边证伪,目的也在于此。

在讲了动量指标之后,我们开始讲量。“量很重要”,很多人严肃地、故作高深地跟我们讲。“市场上什么都可骗人,只有成交量无法骗人”,教科书上如此说。都对。但都错。股市中,真正的领袖是价格!你说量很重要,那么我问你:量大好,还是量小好?你说量大好,我可以找出一大堆例证,来证明量小反而能涨,量大反而要跌。你说量小好,我同样可找出一大堆例证,来证明量大能涨,量小不能涨。

原因何在?

很简单。量是由买卖双方撮合而成的,量本身不能告诉我们那些买盘还是卖盘,只有和价结合起来,才能反映一些真实信息。比如有一些分析软件以资金流进和流出为号召,拆穿了其实就是2个途径:

一是把传统的OBV指标中的成交量(VOL)换成金额(AMO),然后以当天开盘的第一条1分钟线为起点,计算每分钟累积的成交量,上涨就计算为买盘,算资金流入,下跌就计算为卖盘,算资金流出。等240分钟交易结束后,OBA=1亿,就算流进了1亿元,OBA=-1亿,就是流出了1亿元。

二是把拉瑞·威廉姆斯在《选股决定盈亏》中介绍过的建仓减仓指数中的VOL改成AMO,用到当天的1分钟k线上去,像上面讲的OBA一样,从第一分钟起,不断累加,240分钟交易结束时,累积数值是多少,就算流进、流出了多少资金。

早几年心血来潮,独立做一个分析软件,把上面2种方法用到分笔交易上,效果远胜那些吹得天花乱坠的资金流进流出,但,除了当天阴线累积值为正、当天阳线累积值为负等少数几天里有用(但也只能保证明天一天),绝大多数时间都和直接看k线没什么两样——涨就是流进,跌就是流出。事物本就如此,其他都是噱头,都是套路。

之所以只能偶尔有用,有用也只是一天有用,是因为量的波动要比价的波动具有更大随机性,起落更频繁,幅度也更大,加之像巴菲特说的,市场先生脾气古怪,所以,量化量化,量本身却是最难量化的,这是成交量分析中无法克服的一个缺陷。所以,比尔·威廉姆斯提出“价才是真正的市场领袖”,倡导把重点放在价而不是量上,是有道理的。

量的增长不是无限制的,虽然价也有极限,但价的极限可计算的方法很多,量的极限可计算的方法却不多。谁能告诉我,一段行情的极限最大量能到什么程度?我相信,不说无入,至少很少有人说得上。我可以告诉你“11法则”:当波段最大成交量达到波段最小成交量的11倍后,基本上就是量的极限了,以后再涨,也不会放出更大量能。

我们以6124点行情来说吧,从头到尾4个波段(以月线回调,回调前高点保持2个月算一个波段),在1541-4335点这个波段中,出现了11法则:波段最低成交量3467亿元(月总额),最大成交量39745亿元,为前者的11.46倍。

同样,1974点到5178点这一波,最低成交量是12000亿元,2015年4月放出171492亿元,超过11倍,5月份就进入量价背离模式,等到再次放出更大量时,已是“哗啦啦大厦倾”。因此,一轮行情,只出现11倍法则,其后再怎么涨,都只能在量价背离中进行。但它对我们的帮助也仅此而已,除此,还能有什么帮助?没了!

所以,“量很重要”,什么都可以骗人,只有成交量骗不了人”,但你能从中获得些什么?因此,往后再有人跟你说量很重要,你就谦虚地向他讨教一些可行的方法。他很可能以秘方不示人来搪塞,也有可能煞有介事地跟你讲一些案例。于是你就可以做一件事:他讲一个案例,你马上找10个反证来让他解释。保证,解释到最后,他还是要兜到价上去。

关键不在于什么更重要,而在于什么更容易把握,能为我所用,适口而珍”。能用容易把握的方法解决的,不要用不容易把握的方法去解决。如果容易把握的方法也解决不了的,用不容易把握的方法去解决,只会更糟。这就是我的方法论,也是我的量价观。

好了,先做这些铺垫吧。

拉里·威廉姆斯的建仓减仓指数,虽然用处不多,但在底背离判断上还是能派上些用场,比如,在抄底时,尽可能买底背离(价格低点向下倾斜,建仓减仓指数向上倾斜)幅度大的股票。所以转录如下——  
SUM((C-O)/(H-L)\*VOL,0);  
有兴趣者可把它做到行情软件中去。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2017年4月14日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模
506888	嘉实元和	1.1008		11,007,980,872.48	
184722	长城久嘉封闭	1.0486		2,097,183,391.24	2,000,000,000.00
500058	银河银丰封闭	1.0270	3.7050	3,079,757,406.75	3,000,000,000.00

注:1、本表所列4月14日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核后提供。  
2、基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。  
3、累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。