



健中论道

# 还是要关注杠杆的杀伤力

今年开局不利,仅仅两周,一个闷棍,将上证指数杀到了2867点,而2015年的收盘指数还落在3539点。两周前的2015年岁尾之时,机构们把今年行情的高点都提高到4500了,而现在大家担心的是2850点能否守得住?股市时过境迁,岁尾、年初已经不能同日而语了。

今年市场的杀伤力如此之大,市场如此脆弱,让人怀疑市场中的各种杠杆依然还没有清除,那么现在仅剩的杠杆还有哪些呢?

杠杆中的明盘是券商的两融,现在的规模在1万亿元左右,尽管叫“两融”,但99%是融资,融券似乎还没有学会。两融一直被当作规范业务,在前一轮股灾中,规模从2.4万亿元减到如今的1万亿元左右。由于当初跌到2850点被护盘而行情一路走高,两融才

没有出现大量平仓,而现在跌破3000点却不能止泻,两融就会出现不断到警戒线而平仓,所以,两融的动向值得关注。

还有一种杠杆是上市公司的股权质押。去年8月股灾时,当场外配资、伞形信托等杠杆清理之后,突然发现还有庞大的上市公司股权质押在且夕了,也是由于当初在2850点止跌反弹,才使这块业务没有发生危机,可这次破3000点后的阴跌,问题来了,同洲电子本周发布公告,称股权质押达到平仓线,公司停牌去筹集资金。停牌可以延缓矛盾,但如果这样的停牌公司多了,那市场会很难看,最新数据显示,截止1月13日,沪深股市有189只个股的股权质押已跌破理论平仓线,涉及质押市值1304.65亿元;另有218只个股的股权质押跌破理论警戒线,

涉及质押市值1625.36亿元。而股权质押这块业务的总市值高达3.14万亿元。

笔者还是怀疑场外配资死灰复燃。上轮股灾推倒“多米诺骨牌”的第一张牌是场外配资,随着那些配资公司与券商的接口一个个切断之后,最后管理层告诉公众,场外配资已经清理完毕。其实,那时的场外配资到底有多大规模,一直都没有权威的数据。而此次股灾,从盘面迹象来看,场外配资死灰复燃并且再一次遭到血洗。最直接的表现是,大家看看最后一批按老办法发行的28个新股走势,上市后一如既往的无量连续涨停,那个中科创业发行价为23.27元,最高涨到229.80元,这种绝活是前股灾中场外配资的典型表现,这28个新股的走势都是一个模板出来的,而随着大盘的下跌,去杠杆的

砍杀同样惨烈。

2015年的股灾对市场的伤害是惨烈的,而2016年短短的10个交易日产生的股灾算是次生灾害,老的问题没彻底解决,新的问题又接踵而来,现在先要看那个救市救出来的底部2850点是否牢不可破,市场在何处企稳。股市不可能无限地跌下去,只有当大盘跌出了真正的投资价值,只有当杠杆的泡沫彻底褪去,这市场才会真正见底。近期关注杠杆的动向,但是换个角度而论,正由于去杠杆将对市场带来极大的损伤,股市的稳定才显得更加重要,市场主力才会更竭力去呵护市场。2016年股市扑朔迷离,如果反向思维,在市场一片哀鸿遍野之时,这样的市场也许蕴含着大机会吧。

应健中

## 没有应对本币贬值的经验

如果说利率是资本的时间价格,那么汇率就是资本的空间价格,因此汇率与利率一样都是重要的金融价格。新年以来股市对人民币贬值作出持续强烈的反映,其实是市场在准确解读汇率作为金融价格的重要性。然而因原本汇率制度原因,实际上不论管理层,还是平头百姓,几乎没有应对本币贬值的经验。

我国原本长期实行资本流动严格管制与固定汇率制度。2005年第一次汇改以后,又有本币10年升值的甜蜜。另外,2015年8.11汇市中间价形成机制改革之前,我国事实上也是通过官定中间价管控汇率。为了对标2015年9月底,加入国际货币基金组织SDR一篮子货币条件,才于2015年8月11日就汇率中间价形成机制作了改革,所以“8·11”又称新汇改。

### 谁主导本币升贬值

传统的汇率理论认为,影响汇率升贬值的主要因素是贸易顺逆差。因为前述长期实现资本流动管制与事实上的汇率管制制度,所以

# 股市为什么对汇率那么敏感

该理论在我国从未受到撼动,或者迄今有关部门或人士还常用于引导公众对汇率的预期上。

但2015年8.11新汇改以后,本币兑美元汇率明显成为事实上的趋势性贬值态势,先是8.11的三天贬值3%,其后虽有短暂回升,但伴随美联储去年12月中旬加息的临近与加息的兑现,人民币贬值又持续继续,2016年新年之初更是呈主导性加快贬值之势。例如1月8日相对2015年12月31日,人民币离岸贬值1.74%,在岸贬值1.47%,其间央行静默以对。传统的汇率稳定理论受到挑战。

与此同时人民币国际化既定战略下,资本账户开放程度逐渐提高,而且必将进一步提高。因此资本外流就无法避免。有人说我国资本项下并未完全开放,资本如何外流?我不妨扼要介绍一下,预期汇率贬值趋势下,增加配置美元资产,减少美元负债的方法。例如,企业降低境外银行美元债务,提前偿还或不再展

期;企业提高境外投资,例如2015年我国对外投资总额估计达1100亿美元左右,同比增长16%;私人部门投资境外房地产,增持金融资产意愿大幅提高,或者为了子女海外读书提前增持外汇。就是因为有这些资本外流方法的存在,2015年11-12月外汇储备呈现加速流出之势,仅仅12月外储就减少超出1079亿美元,创历史单月最大降幅。

其实金融学上有一个利率平价公式,据此汇率预期是影响资本流动的重要因素。或者说,当下中国,资本流动已是影响短期汇率的主要因素。

### 蒙代尔的不可能三角

在上述资本渐趋流动背景下,我们需要认真学习思考的理论是:蒙代尔的不可能三角,或者说三元悖论。即一个国家资本的流动,汇率的稳定与独立的货币政策不可能同时最优选择,最多只能二元最优。

在既定人民币国际化战略下,

资本流动不断放松已成必然。与美国经济反向的经济运行趋势,以及全产业链的GDP大国地位,决定了我们需要恪守独立的货币政策。如此,汇率是上述三元选项或是大概率事件。请注意,贬值并不一定是坏事。例如对经济持续陷落低迷泥潭的我们,适度贬值,有利于提振出口。因此2016年全年都要防范汇率出现异常波动,这不是杞人忧天,无病呻吟。会否出现汇率黑天鹅,考验央行的管控能力与对公众的预期引导能力。

从海外汇率危机的经验与教训来看,一步贬值到位是遏制资本外流,避免汇率危机爆发的最有效办法。或许原本我们央行有此效法之意。但新年人民币突然快速贬值过程,因引导、宣传明显缺位,公众无法合理预期,再加上股市持续急剧暴跌,以及11日离岸汇率惊天逆转猛升1000点的表现来看,央行有可能已悄然取消了一步贬值到位之意愿?金融价格牵一发而动全身。

## 有能力避免汇率黑天鹅

如果出现汇率黑天鹅,会引发人民币计价资产得重估。受影响的资产领域,按流动性高低路径传导,顺序为股市,债市,房地产,影响覆盖面相当辽阔,破坏力惊天动地。所以年初股市的持续剧烈震荡,并非无病呻吟,而是准确解读汇率这一重要的金融价格变动。

千万不能对汇率金融价格变动掉以轻心,有关部门需像重视利率一样,重视汇率的变动与引导公众对汇率的预期。极端的案例是1997年东南亚金融危机时期,与2014年俄罗斯金融危机,当时就是有汇率危机,撼动这些国家与地区的货币政策独立性,压迫利率上行,引发系统性金融风险的血案。

最后想说的是,我国经常项目下,仍然保持大额的顺差,截至2015年末手中还握有3.3万亿的美元储备;更重要的是资本项目还没有完全开放,大大便利干预资本的跨境流动,所以现在出现汇率危机的概率极小。

东吴基金研究部总经理 陈宪

## 管中窥豹

今年以来股市连续暴跌,保险丝失效,短短半年多的时间里,出现许许多多的奇葩景象,这着实令人大跌眼镜。正所谓“窥一斑而知全豹”,在经历了极度恐慌之后,我们必须尽快平复心情,并找寻形成这些无妄之灾的根源,以便杜绝类似事件的发生,或有助于未来从容应对。

“熔断机制”本身并没有错,只不过是错用了地方。“熔断机制”就是在错误的时间出现在错误的地方,进而形成错误的结果。结合之前的“股灾”,我们大致可以管窥到如下几个要点:

首先,流动性是股市兴衰的根基,未来不管是客观形成的流动性风险,还是主观造成的流动性危机,管理层都有责任及时、果断地予以处理,尽快提供流动性支持,以此化解危机。其次,任何新型金融工具在推出前都要大胆论证、小心尝试,力求做到万无一失。再次,当遇到流动性危机时,光靠堵是不够的,必须疏堵结合。

最后,对股市的研究不能仅仅局限于股市本身,必须跳出股市放眼四周。总之,股市投资的复杂性将与日俱增,投资人要有充分的思想准备。

许磊

本版观点仅供参考



汤子勤画

## 赢家与输家

日前下午,我乘坐一辆公交车回家。见车厢前排一对双人座位上,两位年轻少妇正在悄悄议论着炒股经历。其中一位穿红色连衣裙的少妇唉声叹气说:“勿谓依讲,阿拉最近炒股成绩一塌糊涂,前一段辰光的赢利全部还拨伊勿算,还亏了一大部分,是名符其实的输家。”另一位穿黑色T恤牛仔西短的少妇则耐心安慰她道:“坏事可以变成好事,表面上看依钞票输脱了,但阿拉想依还是赢家,当然勿是冲依,只要依从输钱中悟出些东西,相信依今后的炒股之路会越来越顺!”

的确,炒股总有输赢。赢了也不必沾沾自喜,得意忘形,毕竟“股市有风险,入市须谨慎”,况且不少风险和困难是你意想不到的。而作为输家,也不必垂头丧气,怨天尤人,而要善于从输中找原因,找对策,输家明理了,提高了,进步了,也不失为一个赢家。

彭中华

## 猴年改变投资思路(上)

### 城 看门道

就A股股民而言,羊年的股市牛熊二重天,上半年的大涨行情令投资者以较短的时间快赚过,当时市场处于亢奋应该没有疑问;而下半年的股灾行情却又使人市者以极短的时间大输甚至爆仓,市场快速冷却应该也令投资者惊讶。指数上半年大涨使投资者坚信股市来了改革牛,坚信4000点是牛市新起点。下半年行情大跌,人们迁怒于股指期货,怪罪于融资和配资,羊年尾的行情再剧跌,人们又迁怒于熔断,怪罪于人民币汇率的下跌。

没有疑问,羊年年尾的指数表现带给投资者的印象仍是寒风凛冽、亏损面扩大。要知道,这种亏损是在2014年下半年和2015年上半年行情大涨的情况下出现的悲惨结果。要知道,羊年中上证指数甚至创下了七年来的新高,即使在年末岁尾,投资者看到的也尽是在初冬凛冽的寒风中轻舞飞扬的一地鸡毛而已。

猴年即将到来,在新的一年里,如果有一种全新的投资方式你可以去尝试的话,你会不会说“我愿意”?如果你想在新的年获得财富、幸福和快乐的话,你知道怎么做吗?

是的,改变以往的投资方式和买卖股票习惯,重新定义自己的投资道路,使自己的财富扭亏为盈和向投资理财发起更高的追求,这是我们每一个人在新的一年

主要任务。那么,究竟怎样才能改变过去的自我,开始一种寻求财富的新生活呢?

首先,简化复杂的投资问题,再伟大的旅程都要从每一小步开始。迈步之前,你要知道你将要走向哪里。如果你非常忙碌而没有时间去投资理财的话,那么你可能走上错误的道路而自己浑然不知。

#### 1. 学会轻重缓急。

新的一年似乎有好多投资事情都在等着你去。但是如果胡子眉毛一起抓,到头来你会发现这一年可能你又会没有赚到钱。所以,在年初你应该有一个规划,明白你在新的年里投资将从哪里开始。

我们可以在年终岁初,把下一年拟要投资的事情按照轻重缓急排列出来,给它们标上A、B、C……,然后你把后几项剔除掉,全力去完成前几项,你将会在这一年感到非常高效和轻松,这将会是你成功的投资一年。”

#### 2. 体会观望的乐趣。

观望,不仅能够使人的躁动心灵得到净化,而且能够使人拥有一个健康的投资心态。最近的一些研究成果显示,有规律的观望不但能够缓解人的投资精神压力,而且还能有效地赚到大钱。因为任何投资或投机市场都不会天天有大行情,避开盘整和刚开始或连续下跌的市场,积极寻找能赚大钱的机会,才是最为重要的。例如前几年对于处于熊市的股市抱着观望止步的态度,而积极介入房地产市场,那么要您不赚钱也难。(待续) 陈晓钟