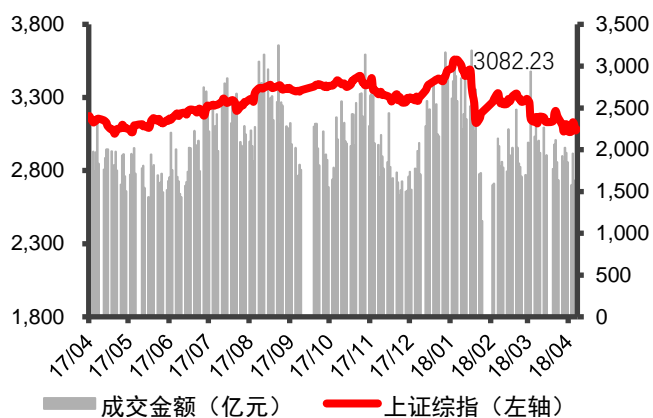


2018年5月2日

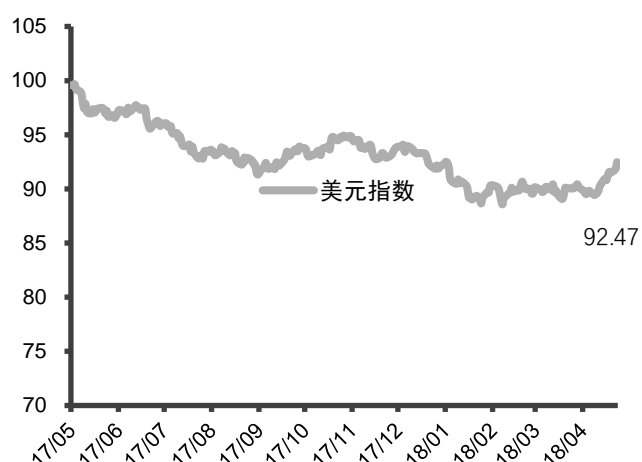
2018年第17期（总第691期）

基金视窗

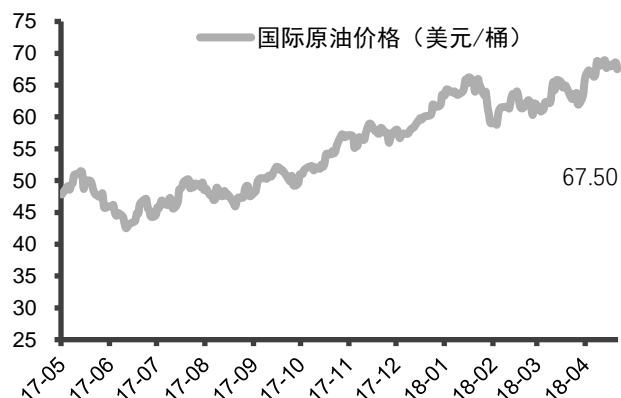
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2018年5月1日

基金经理论市：

资管新规发布，短期对市场影响温和

上周主要指数涨跌不一。沪深300指数收3756.88点，同比下跌0.11%；上证综指收3082.23点，同比上涨0.35%；深证成指收10324.47点，同比下跌0.81%；创业板指收1805.60点，同比上涨1.28%；中小板指收6998.77点，同比下跌0.94%。

资管新规发布。上周五，央行等联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，资管新规正式落地。与征求意见稿相比，大方向与总体原则未变（打破刚兑、净值化管理、非标资产不得期限错配、禁止多层嵌套等），但以下几点有所放宽，主要包括：（1）过渡期延长：资管新规的过渡期由此前的2019年6月延长至2020年底，较长的过渡期将减小资管新规对市场的冲击；（2）新老划断，在过渡期内还可以发行老产品对接，但应当严格控制存量产品整体规模内。此条款旨在维持金融市场稳定，防止出现产品到期后资产的集中抛售；（3）对于符合特定条件的产品，允许采用摊余成本法计价；（4）放宽了资管产品质押融资的要求。此外还有若干具体的规定，如删除对管理费定价的指导等等。

短期来看，资管新规对市场的影响相对温和。正式内容与征求意见稿相比，并无超预期之处，个别条款甚至有所放宽，而延长过渡期，同时允许对符合特定条件的产品采取摊余成本法计量，可能有效缓解市场此前对缓冲期不足而造成流动性“硬着陆”的担忧。此外，在规出台之前，监管层为防范流动性风险，维持资金面相对宽裕，货币政策边际上有所放松。中长期看，《资管新规》的出台标志着银行理财野蛮扩张、广义货币快速增长的时代正式终结，资产管理行业迎来了新的时代，能够提供合理风险收益比的优质流动性资产，将继续受到欢迎，而具有显著不合理定价、或者具有明显泡沫的资产，其资产价格或难以继续增长。

专栏：价格形成于共识

在完全有效的市场假设下，股票价格严格等于公司内在价值，不过前提是市场的交易成本为零，且参与者信息完全对称，并能根据信息做出一致决策。但不难想象上述条件在现实市场中是极难站得住脚的，最关键的一点就在于信息的不对称性。这不仅体现在不同的人能够获取的交易信息不同，更重要的是不同的人处理交易信息的方式和最终形成的投资观点也千差万别，这就导致了任何时刻的交易价格都不会让所有人信服。不妨试想一下，如果掌握公司真实价值的人只有一个，那么他又有什么动力或能力去把价格修正到真实价值上呢？

其实，按照 De Long, Shleifer, Summers 和 Waldman (1990) 提出的 DSSW 模型，市场参与者可以划分为知情交易者和噪声交易者两类。其中，知情交易者围绕公司的内在价值制定投资策略，噪声交易者则根据极其有限的信息做出“非理性”的决策，但最终市场价格还是会在所有投资者的共同参与下逐渐形成。因此，在 DSSW 模型中，股票价格是一定会显著偏离于公司的内在价值的，但考虑到噪声交易者交易行为的不确定性，这种价格的偏离现象又是合乎情理的。

那么噪声交易者的“非理性”行为模式又如何解释呢，其实有实验表明，在群体压力下，个体有表示顺从的愿望，即人们的观点容易受到他人影响。因此我们不妨将 DSSW 模型设想为一个两段的过程，首先是知情交易者从公司价值角度出发，向资本市场发送特定方向的交易指令，之后噪声交易者在观察到价格的运行方向后，开始逐步接受和认可这一趋势，并向资本市场发送出同样方向的交易指令，但由于噪声交易者对公司真实价值没有准确的预期，他们很有可能将价格推至真实价值的另一端，形成“过度交易”。

上述案例说明：1、市场价格并不由某一类交易者单独决定；2、市场价格一定会偏离于价值。当然，真实世界的人类行为模式会更加复杂，不过我们仍然可以概括来说，市场价格的形成是对一系列更新的信息流快速反应的结果，且这个“反应堆”是由成千上万个投资者打包而成的。因此，我们不妨将市场价格理解成一种特殊的群体共识，即经过一系列复杂的信息传递、意见交换后，每一个投资主体基于某种既定的思维方式形成投资观点，并最终在交易体制的作用下催生群体成果。

将市场价格的形成归咎于共识可以更有助于认识和接受市场讯息。比如我们在对市场的方向进行判断时，会逐渐重视其他人所处的角色，以及市场能够支撑的投资逻辑，而不是固步自封地在自我强化的怪圈中越陷越深。此外我们也可以认识到，就像潮流发生变化一样，市场共识也是会逐渐发生变化的。比如随着壳资源炒作价值的逐渐萎缩，简单的小盘股策略再难轻松战胜市场就已成为新的共识，如果不能较早捕捉到这一潮流的变化，并从伪成长向真成长过渡，就不得不在投资中承担更大的风险。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金量化投资部 王联欣）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司
深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场一期二座17楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfn.com.cn