

财富圆桌

# 持股还是持币 今年过年买什么

□本报记者 叶涛

十个交易日来,沪指下跌超过400点。国内方面,利率易上难下、市场同时面临杠杆和投资者情绪压力;国外方面,德国DAX、道琼斯、标普500指数都出现大幅下跌,位列国际市场主要资产跌幅榜首。此外,债券市场、金属、农产品、黄金等相对于股票市场而言,波动性相对较小,但收益相对有限。临近春节受到内外因素作用,持股过节还是应该持币?春节后,策略方面投资者又该如何排兵布阵?市场人士表示,看好A股市场企稳后反弹行情。

## 短期仍需控制风险

**中国证券报:**春节即将来临,目前市场条件下,应该持币过节还是持股过节?

**林隆鹏:**强调两大抉择时点,春节前抉择时点看短期回调后的反弹机会。我们认为在春节到清明节之间会形成修复性回升,看好市场企稳后反弹交易行情,性质上是反弹而非反转,主要是国内经济金融风险出清尚待明确,美国加息进程与经济复苏再平衡待观察。

**秦晓斌:**市场没有平稳,短期仍需控制风险。在市场仍在大幅波动时,提出投资建议是困难的。一方面,短期暴跌后,可能有迅速反弹的需求;另一方面,A股即将面临春节长假,期间国际市场行情如何演变还需观察。市场经常受投资者情绪影响,涨会涨过头,跌会跌过头。因此,在即刻将开启长假之前,短期仍需控制风险,以灵活的操作和较低仓位为主要方向,即便是抢反弹,也应快进快出。

长期而言,A股回调后价值投资机会更好。3月过后市场有望逐渐企稳。中国经济基本面良好,A股蓝筹估值水平低于国际主流市场,优质成长股经过大幅下跌后估值不再昂贵。因此,从长期价值投资的角度来看,大跌后机会更好,对于A股核心资产或优质的基金等产品,大跌反而提供长期介入的机会。

## 右侧布局机会更佳

**中国证券报:**利率易上难下背景下,更看好哪类资产投资前景?

**林隆鹏:**看好周期右侧机会,金融地产全年绝对收益。资产负债表修复对损益表拖累作用减弱,资源品现货价格稳定条件下,龙头仍有盈利超预期可能,看好建材、钢铁、石化、有色、煤炭业绩真右侧机会。

全年视角看,金融地产上行空间虽有,下行过程加仓更佳。银行受益于系统性风险改善驱动修复,金融去杠杆继续优化行业结构,净息差与不良率有望继续改善;地产低库存下,行业景气悲观预期上修,行业集中度提升继续发力,房地产长效机制加速建立提供板块催化,房地产有望迎来估值体系变化,全年看绝对收益,估值有20%提升空间。随着金融去杠杆风险出清,或是市场下跌过程中估值业绩匹配度更加合理,将会为制造业TMT提供配置机会。主题方面重点推荐海南旅游岛、北斗导航、乡村振兴、土地流转、人工智能。

**秦晓斌:**跨年后流动性紧张状况有所好转,短端利率回落。开年后监管部门发文密集,长端利率继续上行后回落。受信贷数据好于预期的影响以及避险需求刺激,10年期国开债收益率回落至5%下方。

回顾大类资产今年以来,近一季度和近一年的收益,全球权益类资产表现领先,恒生指数、上证50、纳斯达克指数收益排名靠前。但A股结构化行情较为显著,创业板指跌幅较大。

而近期权益类资产的大幅调整使得近两周、近一月以来的大类资产收益出现轮动,货币基金、债券指数表现相对较好。

市场预期美联储3月加息,金价有下行压力,或在加息落地后反弹。但通胀预期以及避险需求对贵金属价格形成支撑,调整幅度有限。交易机会来自于对全球股市和经济表现的分歧和地缘因素造成的价格波动。

**魏伟:**在当前宏观经济和强监管的背景下,投资者对A股市场的中长期走势较为乐观。2018年权益市场向上的重要逻辑在于存量流动性之争,也最受到市场资金预期的认可。在整体金融监管趋严的基本面下,权益资产作为资产定价区域合理的标准化资产在资产再配置和存量流动性争夺方面更具有优势。与此同时,债券市场在经历了长达一年的熊市调整后,有望在2018年迎来一定程度的温和反弹,市场利率中枢向基本面回归。

长期大类资产配置方面,2018年看好A股市场(主要受益于存量流动性之争)、利率债以及高等级信用债(无风险利率存在下行空间)、大宗商品市场看好国际定价的商品,即原油、有色金属优于钢铁、煤炭(受益于全球经济复苏),警惕美国股市调整的风险。

## 关注资产安全边际

**中国证券报:**目前市场普遍预期美联储还将加息,加息对A股市场会有怎样的影响?

**林隆鹏:**2017年的主导变量是“经济强、金融紧”。2018年分为“两段式”:上半年(海外、国内)经济预期继续上修,下半年看通货膨胀与经济组合形式。预计美联储2018年加息4次。我国短期不会上调基准利率,其信号要等到2018年8、9月份之后乃至2019年。

股市对美国经济周期的反映从“经济复苏”到“通胀预期”。“薪酬加速回升”是经济周期复苏的确认信号,也是



“通胀预期”开启信号;从历史数据来看,薪酬增速在4%、短端利率在3%左右,才会引发美国趋势性调整;美国当前通胀率上升,要注意微观交易结构对资产价格造成反向影响。

**秦晓斌:**全球货币紧缩超预期是近日股市大幅下跌的主要原因。对于当前而言,判断美股是中期趋势的下跌还是短期震荡至关重要。如果是短期震荡,对A股的影响可能接近尾声;但如果是中期调整,则对A股的影响或未结束。

美国经济受季节因素影响向下波动。美国2017年四季度GDP受净出口和库存的季节性波动拖累,环比不及预期但同比增速继续上升。12月PCE与预期持平,同比增长1.7%;核心PCE值1.5%,与预期和前值持平。12月个人收入增速好于预期。失业率维持低位,劳动参与率与前值持平,新增非农数据受暴雪天气影响低于预期。

但是,最新公布的美国时薪数据超预期,同比上涨2.9%,大幅增加了美联储货币政策紧缩的预期,导致2月2日美国股市大幅下跌。美联储副主席日前表示股市波动对经济影响小,今年可能加息三次左右,再一次强化了市场对货币紧缩的担忧。

美联储1月议息会议维持联邦基金目标利率不变,3月加息概率极大。全球主要

央行逐步退出宽松的信号已经较为清晰,全球流动性状况对资产价格的扰动增强。

国内外股市联动加强,A股受国际股市影响波动加剧。随着国内外国际资本市场的联动性的提高,外资参与A股程度加深,当国际股市大幅波动时,外资可能撤出A股,近期沪港通北上资金大幅净卖出,加剧国内资本市场的波动。

**魏伟:**美联储的加息预期变化以及美股走势直接影响A股的可能性还不太大,毕竟中国无风险利率水平仍然显著高于美国(近期我国十年期国债收益率仍高达3.88%),并且市场开放进程加快以及强势的人民币汇率在一定程度上对冲美股调整风险带来的全球资金波动对A股的冲击。整体来看,外部风险冲击的影响较为有限,A股的主要风险更多在于其自身的过于分化的内部结构,即蓝筹和成长板块长期分化下的抗风险能力的下行以及内部轮动效应的减弱从而带来的调整。

短期A股市场配置方面,我们认为在全球风险资产承压的背景下,市场风险偏好会受到影响(A股市场也同样如此)。因此,具有安全边际的低估值蓝筹板块仍然会迎来市场资金的涌入,但是与此同时,估值处于历史低分位并且有业绩支撑的成长板块的投资机会也在逐渐抬升。

瞭望塔

## 人民币单边升值恐告一段落

□本报记者 张勤峰

2月9日,人民币对美元汇率中间价贬值372基点,幅度创13个月最大;8日,人民币对美元即期汇率贬值664个基点,幅度为2015年“8·11汇改”后最大。经过过去一个多月持续较快升值后,人民币汇率波动加大,反映了美元低位企稳,对之前过于一致的人民币汇率走势预期的影响。往后看,年初快速升值料告一段落,人民币将从单边升值向双边波动演变。

鉴于隔夜美元指数波动不大,2月9日人民币对美元中间价调整,主要是对上一日人民币市场汇率波动做出的反应。2月8日,境内市场上人民币对美元即期汇率低开低走,日内最低下探6.3550元,16:30收盘价报6.3260元,相比2月7日6.2596元的收盘价,一度贬值了1.5%,收盘贬值664个基点,幅度达1.06%,贬值幅度为2015年“8·11汇改”后最大。

这一次人民币汇率调整可以说既剧烈又突然。此前,人民币对美元一直处于升值状态,在岸即期汇率从2017年12月中旬的6.62元一线起步,几乎是一路上行,到本月7日,人民币最高涨至6.2519元,创了“8·11汇改”以来新高。

这背后的原因可能有很多。比如,市场上出现了央行干预的传闻,由于2017年以来,人民币对美元持续升值,市场一直担心汇率升值挫伤出口部门,进而可能引发外汇干预;又比如,隔夜(2月7日)美元指数重新站上90,大涨0.7%,在2017年以来这一轮人民币升值中,美元走弱是一项关键原因,如果美元止跌反弹,对人民币对美元双边汇率走势的影响自然不可忽视;再比如,8日海关总署公布的1月份外贸盈余同比收窄近6成,进一步加重了汇率升值施压出口的担忧。

应该说,以上因素可能不同程度地在这次人民币回撤过程中发挥了影响,但根本原因恐怕是人民币前期升值过快,可能涨过头了。

我国经济基本面改善,构成人民币汇率重估的基础,但在过去一年,人民币对美元升值了10%以上,汇价的波动幅度,似乎很难从两国基本面的相对变化上得到充分解释。美元走弱在其中扮演了更重要的角色,美元指数也在过去一年里下跌了近10%。然而,最近美元低位企稳后,人民币对美元却出现了主动升值的迹象。2月以来,美元指数已反弹了超过1%,但在2月8日以前,人民币汇率还在继续走高。

与此同时,CFETS人民币汇率指数在过去4周连续走高,表明最近人民币不光对美元,对一篮子货币汇率在升值,人民币汇率开始呈现主动、全面地升值。这在很大程度可能源于升值预期的抬头,持续一年多的升值对汇率预期的影响不容忽视,尤其是在最近一轮较快升值过程中得到进一步强化。海外市场机构纷纷上调人民币汇率预测,境外机构大量增持人民币债券、股票,企业纷纷了解未结汇头寸,人民币多头交易变得拥挤。

拥挤的单边交易容易引发剧烈的反向波动。眼下人民币汇率正在经历的恐怕就是这样。至于美元反弹、央行干预传闻、外贸数据等,充当的是催化剂。

往后看,美元走势还有变数,一两日的回撤也未必会扭转人民币升值的惯性。但从根本上讲,汇率升值需要以基本面为基石,在中国经济平稳运行的背景下,人民币升值面临基本面“引力”的牵制,过于单边的走势注定不可长久。在开年已经升值近3%的情况下,人民币汇率可能逐步从单边升值向双边波动演变。

## 政策利好难掩库存压力 铝价料偏弱震荡

□华泰期货 徐闻宇 李苏横

截至2月9日,当周A股有色金属板块指数大幅下挫,跌幅逾5%。商品市场方面,由于电解铝行业仍维持严重过剩,叠加春节前消费淡季,LME伦铝连续两周维持跌势,周跌幅近2.33%,收于2163美元/吨附近,沪铝1803主力合约六连阴,收于14200元/吨。

继山东省政府发布环保整改声明,河南省也对外公布了按中央环境保护督察要求整改的情况,受短期政策利好提振,市场人士表示,此前沪铝由于基本面偏弱已经提前被做空,现在电解铝行业平均利润已经为负,因此利空或已被消化,铝价出现上涨。上述两则利好虽加强环保限产预期,但也缺乏具体执行方案,且行业利润较去年11-12月仍处于修复通道,因此认为此次反弹在高库存压力下或不具备可持续性。

据测算,目前铝价跌至盈亏平衡附近,氧化铝市场将进入假期行情,签单逐渐停滞,氧化铝价格也将维持平稳。百川调研显示,下游电解铝企业进行氧化铝补库的积极性偏弱,进而限制了中小氧化铝企业和部分中间商出售价格的上行。本周河南地区部分企业天然气短缺的状态仍在延续,仍然无法达到满产状态。山西地区则因大气污染橙色预警,部分氧化铝企业存在暂停个别焙烧炉运行的状况,对短期内氧化铝产量略有影响,且由于上游铝土矿以及烧碱价格仍未看到止跌迹象,因此整体氧化铝行业仍维持高额利润。另外,此前魏桥调低阳极炭块价格,多数铝厂将参考魏桥2月定价,预计其他铝厂预焙阳极采购价也将有200左右的下跌,且目前多数铝厂阳极库存充足,采购意愿较低。因而后期电解铝利润预计将得到快速修复,预估铝厂投产积极性不减。

截至2月8日铝锭十二地库存为169.16万吨,较2月1日增加1.77万吨。上海31.59万吨、无锡59.32万吨、杭州7.02万吨、南海27.73万吨、巩义10.97万吨、沈阳0.38万吨、重庆2.34万吨、天津3.07万吨、鲅鱼圈3.64万吨、新疆14.89万吨、洛阳2.06万吨、常州6.15万吨。

整体而言,近期国内市场整体交投氛围低迷。临近春节,企业资金压力较大,或增加抛货换现意愿,因此临近交割月,现货对近月合约贴水修复仍显乏力。目前电解铝新投已增至25万吨,而一季度新投以及复产能预估100多万吨。成本端氧化铝利润仍较为丰厚,另外阳极炭块调剂,这都将加速电解铝的投放进程。

预计沪铝重心仍将继续下行,短期反弹并不具可持续性。另外美股回撤增加了外部风险,叠加节前效应,短期铝业板块整体表现或受累偏弱震荡,因此建议节前可部分平仓,待春节后再择机入场。

市场连线

# 银河期货刘燕义:油价中长期仍有上涨空间

□本报记者 王朱莹

观察去年全年数据,各制造业PMI稳健上升,其原油需求也先后走强,超出年初各机构投行的预期。IMF对2018年全球经济增速的预测值高于去年,其中印度增速将高达7.37%,OPEC预计印度在今年对全球原油需求增量上的贡献也将首次超越美国,仅次于中国。

IEA预计全球需求增量呈“V”形态,其中中国需求增量将在今年下半年开始发力,印度全年需求变化稳定,美国存在明显的季节性特征,三季度为全年需求高峰。

2017年在OPEC减产策略的有效执行下,OECD库存降至五年均值的目标达成了60%。统计美国、欧洲、日本与新加坡的原油库存,已持续两个月处于五年均值附近。今年至少在上半年,OPEC将会维持当前的减产策略,这理应继续有利于库存的去化,但美国产量突增与季节性消费淡季料将使得库存去化减速,2018年上半年全球原油供需可能难以实现平衡状态。

**中国证券报:**如何研判原油价格后续走势?

**刘燕义:**一季度原油市场主题料为累库、美国产量与避险情绪。短期来看受到美国产量与股债双杀的拖累,原油价格仍将被美股走势所拖累,巨量的基金多头给了原油期货存在踩踏式撤离的可能。但在宏观经济乐观及较低库存水平的支撑下,深跌可能性较小。另一方面,美股若止跌将有利于市场



刘燕义,银河期货深圳分公司投研部经理,兼事境外原油期货业务。2012年至今从事国际石油市场研究及行业数据的挖掘整理工作,深入了解全球石油市场动态,对市场走势及行情变化能做出准确判断,为多家涉油企业提供投研服务。

情绪的修复。

对2018年油价保持中长期看好的观点,低位美元、库存水平偏低与供需平衡趋紧将支撑油价。但受恐慌情绪及季节性累库的影响,1月末的价格水平或是一季度甚至上半年的高点。

**中国证券报:**原油对全球通胀水平的影响如何?

**刘燕义:**原油价格对通胀水平的影响存在传导链,PPI层面上受到油价波动的影响较为直接,逐级递减后传导至CPI时,一方面存在时间滞后,另一方面传导率也明显下降。在中国,根据通胀分项权重测算法测算,原油价格波动对

CPI的影响仅为10%比0.08%,即油价波动10%时,对通胀的影响将是0.08%。但换个角度,如美国,经济稳步增长,就业接近充分,薪资水平提升,加上特朗普政府扩大财政刺激,都有利于通胀提升,同时也利于原油价格上涨,而原油价格的上涨也将传导至通胀上,这将进入一个正反馈之中。

今年的通胀水平将会继续受到原油价格的支撑,但通胀的提升将会影响美国乃至全球的货币政策,从而对以美元计价的油价造成影响,进而回馈到通胀水平上,在这个闭环上,原油对全球通胀水平的影响取决于原油价格的波动率。