

财富圆桌

## “灰犀牛”已至 “蝴蝶”应不远

□本报记者 叶涛

美联储加息落地后,本周四央行上调7天期逆回购中标利率5个基点。根据美联储预计,今年会有三次加息。此外,近年来,摩擦不断的国际贸易形势出现新的风险因素,或成为拖累部分行业和上市公司盈利的“灰犀牛”。市场人士认为,加息及外贸风险对市场带来的蝴蝶效应还需要一段时间才能真正显现。在不确定性增多的情况下,市场估值较难进一步提升,需要用业绩增长来抵消利率波动导致的估值波动。

## 避险情绪加重

**中国证券报:**美联储加息落地后,本周四央行上调7天期逆回购中标利率5个基点。如何看待加息对A股市场中短期影响?中美贸易争端,又会对大类资产配置产生怎样的影响?

**曾宪钊:**美国加息对A股的冲击还需要一定时间才能显现,但A股经历考验仍会见彩虹。首先,中国的这轮经济周期不一样。美国经历了近9年宽松期后,经济处于强势恢复阶段,虽然财政收入状况还有瑕疵,但企业竞争力在居民消费意愿回升、本币贬值、减税政策影响下不断增强。而中国经济在2009年快速反弹后经历了去库存、去产能和去杠杆,目前还处于去杠杆阶段,近期的经济增速有所平稳但仍需要巩固。

其次,中美贸易争端加重不利于有关各方。在新旧动能转换还没有完成前,一旦美国加息形成资金流出的预期,市场避险情绪会加重。值得欣慰的是,由于去杠杆政策提前实施,市场已接受流动性处于偏紧状态,美国短期加息对A股投资者的预期差不大,真正的冲击来自其他国家及地区对美国持续加息后的蝴蝶效应,在A股估值并不算高的情况下,冲击有限。

短期来看,黄金还是较好的配置品种,但如遇利率过快上行,可加大对债券的配置。

**林隆鹏:**短期而言,市场对美联储本次加息预期充分,市场可能维持震荡筑底格局。中期而言,如果央行震荡上调公开市场利率,资本市场资金面会继续略显紧张,但中国经济基本面有望逐步复苏,进而抵消公开市场利率上扬的影响。因此,中期市场震荡上行格局不变。当然,中美经贸关系面临新的挑战,对部分行业和上市公司盈利或构成外部冲击。

美股趋势未改,波动加大。美国经济向好,企业盈利巩固,投资者对特朗普政府

基建等举措有期待,短期内驱动并未改变。另一方面,贸易风险增加等因素影响,未来市场波动或加大。

美债收益率仍可破3%,但快速攀升情况或不会出现。美债收益率或进一步走高。主要原因在于通胀预期升温、美联储加息,供给侧财政赤字与发债压力增大,需求侧“缩表”削减购债需求。但另一方面,关于通胀和美联储加息提速的预期,市场已基本反映出来。

美元维持弱势。与美国相比,欧日经济复苏的弹性更大。此外,短期内弱美元与贸易保护,是特朗普外贸政策的两个抓手。

国际大宗商品方面,继续看好但存在下行风险。全球经济复苏,通胀上行与弱美元,均将提振国际大宗商品。然而,贸易风险令其承压。国内来看,黑色系继续承压,库存上行叠加复产,且需求或逊于预期。

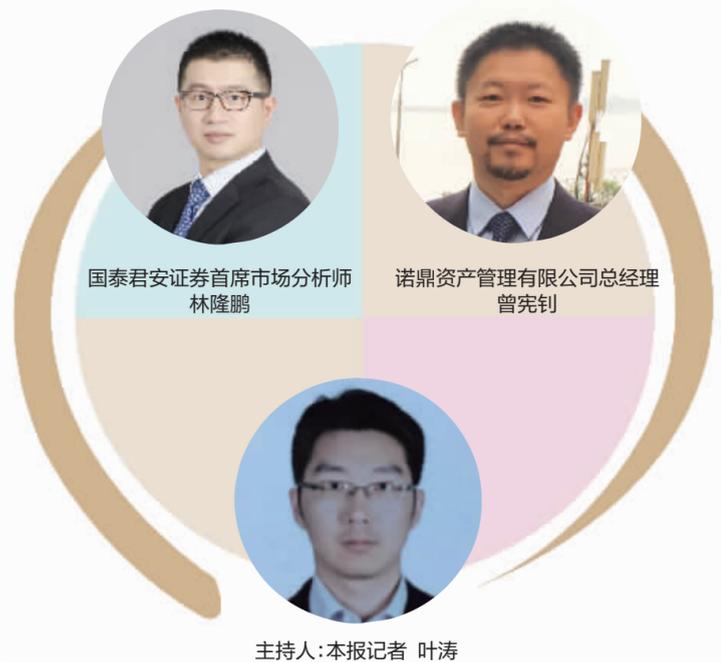
中债方面,收益率先下后上。债市利率趋势性回落难现,未来有上行压力。但从微观结构变化看,上行时间或延后,二季度不会出现大幅上行。

在A股市场上,短期受欧美股市牵连出现调整,但震荡筑底之后二季度或以反弹行情为主。经济不悲观,韧性或超过市场预期。

## 蓝筹阵营分化

**中国证券报:**2月以来,蓝筹、白马股持续调整。当前在外围因素扰动下,如何看待此类品种后市机会?

**曾宪钊:**蓝筹、白马去年获得了业绩和估值的双提升,今年在加息等宏观经济不确定性增多的情况下,估值难进一步提升,需要用业绩增长来抵消利率波动导致的估值波动,各行业中龙头公司护城河的真实性面临考验,蓝筹的分化已经开始,涨幅也会变慢。由于不同行业的商业模式和行业竞争格局并不一样,导致护城河的深浅不一,蓝筹、白马还需要行业自身的成长来形成安全垫。值得注意的

国泰君安证券首席市场分析师  
林隆鹏诺鼎资产管理有限公司总经理  
曾宪钊

主持人: 本报记者 叶涛

是,部分二线蓝筹的行业地位被忽视,因此,行业景气度较高的二线蓝筹也面临机会。

**林隆鹏:**由于欧美股市近期波动,会影响到香港股市进而映射到内地蓝筹股,再加上过去两年一线蓝筹大白马的突出表现,获利盘丰厚,上攻意愿削弱。同时,由于美联储加息带来国内公开市场利率上扬,资金面会较过往相对紧张,蓝筹大白马的资金驱动力减弱。因此,未来一段时间蓝筹大白马可能仍要维持一段时间的休整,但休整之后仍有机会再出发。短期来看,有业绩有题材的“斑马”可能表现机会更佳。

## 成长股仍被看好

**中国证券报:**本周中小创调整力度明显超过大市,这是否意味着2月以来的成长行情已经宣告结束?

**曾宪钊:**目前,从行业成长空间与静态PE的匹配来看,成长与蓝筹已回归到相对合理区间,去年投资者对成

长股的成长质疑也在年报和季报的公告中得到修正,市场未来的预期差在于新旧动能转换过程中新兴产业的政策力度、国企改革力度、去杠杆的节奏以及宏观环境变化中对应的产业变化情况。

因此,市场风格的偏好可能会进一步淡化成长与价值的区别,而是关注宏观和政策格局变化中,产业链中布局较佳企业的突破情况。当然,考虑到新旧动能转换,成长股未来仍可能略有优势。

**林隆鹏:**未来一段时间,中小创仍然具有较佳的表现可能。白马要放在南山休养,在资金存量博弈的背景下,有业绩有题材的“斑马”就有望走出结构性行情。其实“斑马”不限定在中小创,主板也有“斑马”,比如值得投资者关注的军工、5G、芯片半导体、新能源等板块在主板和中小板均有合适的“斑马”标的。此外,医药板块将是未来三两年确定性最强的板块之一,值得投资者重点关注。

## 资金面有望平稳跨季

□本报记者 张勤峰

23日,央行逆回购再度停做,印证了上一日重启操作主要是为释放政策信号,短期央行仍无意恢复流动性净投放。在操作利率上调的同时,应如何理解量的收缩和看待季末流动性形势?分析人士认为,近期央行公开市场操作(OMO)以净回笼为主,基于“削峰填谷”的操作思路,恰恰表明目前流动性供求压力不大,这与短期市场资金面的表现一致。下周正式进入跨季窗口,流动性面临边际收紧压力,但最终实现平稳跨季的可能性在上升。

23日早间,央行未开展公开市场操作,900亿元逆回购到期实现自然净回笼,这是20日以来央行第4日实施净回笼。这4日中,央行只在22日开展了1次操作,实施100亿元逆回购交易,中标利率由2.50%上调至2.55%。因100亿元仅为象征性的操作量,当次央行重启OMO,很大程度上是为释放政策利率调整信号,对美联储加息给予回应;23日央行再次暂停逆回购操作,进一步印证了这一判断。这同时也表明,目前央行OMO偏向回笼,而非投放。

由于近两日央行逆回购到期量上升,净回笼规模有所扩大。据统计,本周央行通过OMO累计净回笼3200亿元,上一周则为净投放3775亿元。进入3月下旬,季末将至,央行反而重拾净回笼,近几日日面对大额逆回购到期也基本无动于衷,这让原本期望从季末央行操作中揣摩政策信号的市场参与者倍感疑惑。

年初以来,市场资金面表现大幅好于预期。得益于定向降准、CRA机制等作用,往年春节前后流动性大起大落的现象没有出现,资金面持续呈现平稳偏松态势,货币市场利率中枢有所下移。随着流动性持续平稳,市场对货币政策取向的看法出现了一些变化。一些观点认为,流动性的改善,可能不仅仅是季节性因素和央行临时调控所致,而今后一段时间,被视为验证货币政策取向的重要窗口。一方面,可观察美联储加息后央行反应,这一点已有结果。22日,美联储加息25BP,央行上调OMO利率5BP,继续跟进但幅度温和,符合预期;另一方面,可观察央行流动性操作及流动性形势,倘若资金面宽松具有持续性,央行政策取向出现微调的观点有望得到支撑,就这一点而言,央行于季末前开展净回笼增添了不确定性。

事实上,央行实施净回笼恰恰说明短期流动性不成问题。去年以来,央行对流动性坚持削峰填谷的操作,体现的是区间管理的思维,即在流动性偏离中性适度水平时开展逆向操作,净投放对应着资金面偏紧,净回笼对应着资金面偏松,眼下可能处于后面这种状态。

近期央行资金投放力度并不大,但资金面仍维持宽松,原因可能在于季末财政投放量可观。年初财政收入增加较多,相应的季末支出力度也可能较大。另外,地方债尚未大规模发行,对流动性扰动暂时较小。而进入3月下旬,面对央行连续净回笼,资金面尚未维持平稳偏松态势,预示季末流动性出现大幅波动的可能性在下降。预计未来一周,季末考核因素影响或加大,资金面存在一定收紧压力,但考虑到央行逆回购到期量减少,且必要时央行可调整操作方向和力度,资金面最终实现平稳跨季的可能性在上升。

进一步看,季末维稳流动性是常规动作,倘若4月份资金面仍能维持宽松态势,货币政策取向的微调将具有更高可信度。目前来看,市场普遍认为今年央行货币政策难进一步收紧,实际感受可能更趋于中性,流动性在经历2017年较大波动之后稳定性有望提升。

## 上期能源完成香港ATS注册

□本报记者 马爽

近日,上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心(简称“上期能源”)获香港证监会批准为自动化交易服务(ATS)提供者,可在香港向当地市场参与者提供电子平台交易。上期能源成为中国境内第一家在香港获得ATS牌照的期货交易场所。

取得香港ATS牌照是上期能源国际化的重要一步,这为境外交易者和境外经纪机构直接参与原油期货交易提供了合法便捷的渠道。符合条件的香港机构可以根据《上海国际能源交易中心境外特殊参与者管理细则》申请成为境外特殊参与者,直接进入交易原油期货。上期能源将遵循“公开、公平、公正”的原则,以“国际化、市场化、法治化、专业化”为准绳,建设完善的国际能源衍生品交易平台。

## 国际原油期货以合作实现共赢

□前海期货 蓝海

上海国际能源交易中心(INE)原油期货即将上市,作为由进口国推出的期货合约,其充满供需双方“包容合作互利共赢”的鲜明色彩,体现着大宗商品定价机制由传统的生产商、贸易商单边主导,逐渐转化为供需多方共同参与,形成全球贸易战硝烟中一道靓丽的风景线。

全球石油贸易量85%参照美国WTI与英国Brent定价。虽然中东产油量最高,亚太消费量最大,中国是最大的原油进口国,但整个亚太—中东地区主打的中质含硫油却没有权威油价基准。参照欧美较高质量的轻质低硫原油基准,造成进口原油因“亚洲升水”每桶溢价1美元,故化解“亚洲升水”有利于亚太进口国及世界经济的稳定发展。

中国与中东产油国间经济互补性强,INE原油期货筹备期间,各方不断加强经贸与金融互动。

中东产油国、资源国大多经济结构单一、工业体系残缺,石油产业占国民生产总值过高,难以有效抵御国际油价波动风险。美国则不断强化中东产油国对其经济、技术、资本和市场的依赖,从勘探开发、生产炼化到市场终端全方位“利益捆绑”。中国与印度、印尼、巴基斯坦等人口大国正处于工业化进程中,亟须扩大炼油和石化工业,保障国内成品油供应。

为适应原油劣质化、交通运输燃料需求增加、成品油质量升级加快的趋势,中国与上述各国在合作提高产量的同时,重点提高原油深度加工和清洁燃料生产,并开放了部分地炼企业的原油进口权。随着沿线地区炼油能力增长,其成品油产量和需求在2016年分别占比世界总量29.3%和25.8%的基础上,2020年将分别提高到31.1%和27.7%。

中国与中东产油国沿线有44个国家存在成品油供需缺口,其中10国缺口逾500万

吨。除生产和炼化企业进行套保和期现套利外,INE原油期货最大功能在于锁定加工利润和库存保值。在成品油期货未上市前,特定化工品的加工利润可通过INE原油期货与聚乙烯、聚丙烯、PTA或沥青期货的组合进行锁定,还可对炼厂的原材料(原油)和产成品(成品油或化工品)双库存进行套期保值。

INE合约标的为主产自中东地区、产量约占全球44%的中质含硫原油;可交割品种非单一油种,而是广泛包括阿联酋原油、上扎库姆原油、阿曼原油、卡塔尔海洋油、也门马西拉原油、伊拉克巴士拉轻油以及中国胜利原油7个品种;上海大致处于伦敦和纽约之间,恰好填补WTI、Brent全球交易时区空白,形成24小时连续交易机制;外国投资者首次不用在中国设立QFII业务就可获准参与交易。INE与WTI、Brent可有效开展跨市场套利,石油美元与石油人民币之间也可以进行汇率互动和投资组合。

INE原油期货以人民币计价并可通过上海、香港交易所转换成黄金,是现有两大基准WTI、Brent原油期货所不具备的特色优势。“石油美元”是产油国的难言之痛,一面长期减产压价美国页岩油出让市场;一面换回美元为美元贬值和美债缩水买单。而黄金是货币的“试金石”、通胀的“死对头”。中国黄金资源储量稳居世界第二,2017年产量连续11年、消费量连续5年、场内交易量连续两年保持世界第一,进口量再创历史新高。

2017年中国官方公布的黄金储备位居全球第五,仅为美国的1/5,且其中约600吨存放在美国。中国黄金消费已连续5年超过印度领先全球,央行近年来一大批量进口却很少出口。此外,中国还拥有约3万亿美元的全全球最大外汇储备,而黄金价值仅占外储的2.16%。这一切,为各产油国通过INE原油期货“石油换黄金”提供了实盘保障。

## 宝城期货金融研究所所长助理程小勇：

## 短线避险情绪助涨 黄金持续性大牛市难现

□本报记者 王朱莹

随着美联储加息落地,黄金利空出尽于低位反弹。继而中美贸易战发酵,黄金大幅走高。宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示,从未未来几周看,黄金短期反弹还会持续,但长周期来看,由于通胀预期会降温,实际利率抬升下,持续性大牛市或难以出现。

**中国证券报:**如何看待中美贸易战因素对黄金价格的影响?

**程小勇:**回顾历史,美国发动贸易战或者贸易摩擦往往会对美国和全球经济构成重大的滞后性冲击,虽然短期会对美国本土产业形成提振,但最终会激发通胀加快上升和国际贸易萎缩,导致全球央行加快紧缩步伐,最终刺破资产泡沫,引发经济再次进入萧条。黄金价格都呈现先扬后抑走势。

**中国证券报:**美联储加息落地,黄金于低位反弹,原因是什么?

**程小勇:**一般来说,美联储加息意味着货币收紧,美国经济增长强劲和通胀上行,可能会导致黄金价格下跌。然而,2016年至今,美联储加息面临不一样的宏观背景:一是美国经济复苏持续力度是历史上几次危机之后复苏力度最温和的;二是本轮加息面临的通胀回升力度也是最温和的,加息并非市场经济过热,而是货币正常化和为未来新一轮危机提供更大的货币政策腾挪空间;三是此次加息还面临税改和贸易战的复杂影响。

对于黄金而言,投资需求决定了金价牛熊趋势。而美元实际利率又是黄金投资需求的关键变量。3月21日美联储加息,与历史上几次加息的环境有所不同:一是市场此前有所预期,美联储加息之后,英国央行预计也会跟进,美元和其他非美货币利差不会扩大,美元汇率反而会因通胀在货币紧缩后回落而回落;二是美国1月份核心CPI涨幅大约为1.52%,美

联储预计2018年全年升至1.9%,通胀回升力度有限,从而在美联储加息背景下,美元实际利率大概率上行,但短期通胀预期会驱动金价反弹;三是贸易保护主义举动和美股泡沫双重夹击下,短期避险情绪驱动黄金低位反弹;四是美元走弱对避险驱动的金价反弹也起了推波助澜作用。

**中国证券报:**从生产成本角度看,黄金价格当前处于什么水平?

**程小勇:**和大多数矿山一样,黄金生产成本也是逐步上升的。全球前八大黄金生产商所出售黄金的成本则从2000年的206美元/盎司,上升到2016年的907美元/盎司。然而,黄金作为一种特殊的商品,其生产成本对价格的影响逻辑并不一样。其一,金价超过其平均可变成本,黄金企业就有动力生产;其二,黄金的供应既有矿山新开采的也有庞大的存量,原因在于黄金回收率很高,基本上达到100%,黄金消费并不是消耗了而是通过各种途径转化为存量,因此每年生产数量与黄金存量相比很小,即便是黄金产量下滑,短期内对黄金价格也不会产生较大影响。

**中国证券报:**黄金需求情况如何?

**程小勇:**黄金需求分为投资需求和实物消费需求。投资需求主要表现为黄金ETF、金币、金条投资性需求等,而实物需求包括黄金首饰、电子等工业用途。世界黄金协会发布的数据显示,2017年黄金需求量4071.7吨,较2016年下滑7%。分项需求来看,黄金的首饰需求和工业用黄金需求分别为2135.5吨和332.8吨,同比分别增长4%和3%;黄金的投资需求为1231.9吨,同比大幅下滑23%;而各国央行黄金储备为371.4吨,同比下滑5%。

统计发现,影响黄金价格的主要是投资需求,尤其是包括黄金ETFs及类似产品纯投资需求和COMEX黄金价格呈现高达0.9的正相关性。数据显示,2017年黄金ETFs及类似产品黄



程小勇,宝城期货金融研究所所长助理,上海期货交易所优秀宏观经济分析师、优秀有色金属品种和产业分析师,中期协网络精品课程特约讲师。

金投资需求锐减63%。

**中国证券报:**当前交易者对金价后续走势有何预期?

**程小勇:**从美国公布税改和基建计划之后,2017年下半年至2018年1月,全球通胀预期一度大幅升温,黄金ETF投资需求在1月份一度回升,但2月再次回落,3月下旬再次回升,全球最大的黄金ETF——SPDR黄金持有量在3月22日升至850.54吨,为前三个月的高点,高于去年同期的934.4吨。因此,从未未来几周看,黄金短周期反弹还会持续,但长周期来看,通胀预期会降温,实际利率抬升下,持续性大牛市或难以出现。