

财富圆桌

宽松不等于放水 股债跷跷板再平衡

□本报记者 王姣

财政金融政策协同发力稳增长成为当前市场的一致共识，但对于财政政策“更加积极”的程度、货币政策“松紧适度”的定义，以及去杠杆、稳杠杆还是加杠杆，目前市场看法不一，经济政策环境将如何影响市场风险偏好？下半年股弱债强的趋势仍将延续吗？投资者该如何进行大类资产配置？中国证券报特此邀请长江证券研究所宏观部负责人赵伟、中信证券固定收益首席分析师明明、中国民生银行金融市场部债券交易中心负责人宋垚进行探讨。

不会“大水漫灌” 注重结构调整

中国证券报：如何理解近期我国财政金融政策的边际调整，尤其财政政策会有多积极？

赵伟：本轮政策维稳更加注重财政金融政策合理搭配，“宽货币”与“积极财政”总体基调不变、协同配合、结构性发力。传统周期下，经济下行时，常采取降准、降息和放松信贷约束等措施，配合财政支出、刺激经济。政策助力转型阶段，增强财政金融政策合力，也离不开金融体系的支持；但不会走“大水漫灌”、刺激经济老路。一方面，央行通过降准和MLF定向释放流动性，支持银行对小微企业进行信贷支持和购买中小企业债券；另一方面，压缩非标的同时，支持地方专项债融资和引导金融机构按照市场化原则保障地方融资平台合理融资需求。

同时，财政政策和货币政策更加注重结构调整、精准施策。加速转型阶段，财政政策和货币政策更加注重结构调整，今年表现已有所体现。从财政投放结构来看，以交通运输、农林水事务等为代表的传统基建类支出占比持续下降，而与精准脱贫、科学技术等“补短板”重点支持领域相关的财政支出明显提升。从货币操作来看，与降准不同，今年正式实施的几次降准均要求释放的流动性用于支持小微企业融资，缓解信用收缩对中小企业融资影响；6月降准释放的流动性还用于债转股，助力去杠杆。

明明：从地方政府资金来源的改善，传统基建项目比如轨道交通投资回归视野，乡村振兴等新型基建项目出镜率大大提高等都可以看出财政政策边际调整迹象。央行将中低等级信用债纳入MLF合格质押品，窗口指导鼓励银行购入相关信用债，银行边际上增加了较多的城投债敞口，带动改观了全市场对城投债的看法，城投品种利差收窄的速度很快；地方政府一般债券与专项债券的发行正在提速；政策表述上不断提及乡村振兴等新型基建项目；传统基建项目也回归视野，包括准备在投的千亿铁路项目。

积极的财政政策会有多积极，我们不妨用基建的增速来作为代理变量，下半年全口径的基建增速会大大反弹到12%左右，高于我们测算的上半年全口径3%—4%的基建增速，可以说比上半年积极很多。

宋垚：从一组数据看，截至6月18日，中央一般公共预算支出已批复下达86494亿元，占年初预算的91.4%；中央本级支出预算已批复下达30965亿元，占年初预算的95.4%；中央对地方转移支付预算已下达55529亿元，占年初预算的89.3%，这说明上半年在财政支出方面上半年已经很积极。据人民日报消息，下一步，中央财政

将加快下达剩余预算资金，并督促中央部门和地方及时分解细化，进一步加快预算执行进度。

结合政府部门杠杆率情况，中央政府杠杆率保持低位稳定，2017年为16.4%，比上年高0.3个百分点；地方政府杠杆率有所下降，2017年为19.9%，比上年低0.7个百分点。相较于企业部门杠杆率，在结构化去杠杆过程中，政府部门杠杆率有充分的回旋余地。积极的财政政策要加大力度，对企业实行减税，并用阶段性提高财政赤字率的办法弥补收支缺口，进一步扩大地方政府债发行及置换，财政支出与乡村振兴战略结合。

稳中求进 协调政策力度和节奏

中国证券报：谈谈对当前去杠杆形势的认识，未来政策将如何把握稳增长和去杠杆之间的平衡？

赵伟：加速转型仍是当前我国头等要务，防风险、去杠杆都是转型的必经过程，当前我国整个防风险、去杠杆的政策思路，都应该放在“转型”的大背景下去理解。“稳中求进”是有序推进防风险工作的重要前提。不论从历史经验还是顶层设计高度来看，防风险、去杠杆都是一场“持久战”，也是转型过程中必经的“阵痛期”。一方面，信用收缩对经济的影响正在加速显现，这在上半年基建等投资数据中已有明显体现，下半年经济存在阶段性下行压力；另一方面，信用收缩加速信用风险的暴露，使得信用违约趋于常态化，后续还需要借助市场化方式来化解风险。在经济总体承压的背景下，防范经济失速的重要性开始明显抬升，“稳中求进”成为有序推进防风险工作的重要前提。伴随政策调整，下半年宏观主要矛盾，或由“防风险、去杠杆”转向“经济下行与政策维稳之间的平衡”。

明明：目前的货币政策与财政政策并非过去几轮经济周期的全面宽松和总量宽松，现在结构性调整的成分越来越大。财政方面的钱花得都是精打细算，基建的投入方向也经过了相对科学的论证；货币政策方面也不仅仅有过去的总量的工具，包括价格型、期限、针对银行不同资产核定准备金率等都能体现这种总量工具的结构化；监管政策也是，更多地是在解决杠杆问题下面的微调，所以并不意味着超宽松的宏观政策。我们认为去杠杆目前进入了第二个阶段，就是在一个相对宽松的环境下去杠杆，过去三重紧缩的政策组合可以说主动紧缩的最低部，未来的政策空间可以说相当之大，不会陷入长期的宽松无果的“糟糕的通胀去杠杆”。我们对去杠杆的最终结局，仍然抱有相对乐观的看法。

宋垚：目前的杠杆率是趋稳的阶段，但要注意近期和长期的结合。中期来看，主要进行结构性去杠杆，杠杆部门间的结构调整和再平衡，但



要注意把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机。从长期来看，去杠杆是大势所趋。

增速回落是经济进入新常态的一个重要特征，在基数较大的情况下，65%左右的增速所带来的增量也较大，城镇新增就业、城乡居民收入等各项民生指标持续改善，经济增长说到底是为了人民生活更美好，“有活干”、“有钱挣”，此刻这些问题都不是很大。

从今年的经济数据看，主要是投资下行有些严峻，这主要是与去杠杆有关，但从更长周期看，又是不可避免的阶段性现象，因此分析经济形势，要用历史的眼光，坚持短、中、长期结合。在利用货币扩张刺激经济增长边际效应持续递减的情况下，要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长、做大分母降杠杆的幻想。当前经济金融领域的首要任务依然是防范和化解金融风险，从一定意义上说，防风险就是稳增长。

股债均寻求结构性机会

中国证券报：上述经济政策环境将如何影响市场风险偏好？请谈谈对下半年大类资产的判断和配置建议。

赵伟：股票市场方面，认清中国已经处于转型中后段，看多“转型”逻辑。稳增长与调结构结合，不会通过“走老路”的手段“大水漫灌”刺激经济。

债券市场方面，伴随政策变化，市场预期有所修复，短利率债可能面临一定的调整压力。信用债方面，保障融资平台公司合理融资需求

等措施，有助于缓解市场对信用风险的担忧，阶段性利好信用债。

明明：公共部门信用扩张的托底会提振市场整体的风险偏好，公共部门信用扩张带动私营部门信用扩张，而金融市场细分品种上也会接连呈现“山顶千门次第开”的局面。具体到债券市场，信用债更优于利率债，信用利差处在超跌后收窄、估值抬升的通道，现在是城投债估值改善最为迅速，接下来将是民营企业类债券。对于股票市场与商品市场，与基建属性相关行业的行业与品种也会在需求脉冲不断确认的背景下，有向好的趋势，包括黑色产业链与基础设施行业股票。汇率层面我们认为随着国内积极的宏观政策，应更多地考虑内部均衡，人民币汇率还是存在一定的贬值压力。

宋垚：做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作是下一步的政策着眼点。市场风险偏好在一系列政策落地后会有所增强，相对于A股和债市的估值，权益资产维持标配的看法，而不是仅指价格的增加，更包括性价比的提升。债市受资金面宽松推动，短期仍可持券待涨，维持2—3年中性久期的水平，目前10年国开债—1年期国开债曲线重回陡峭化，若后期社融增速难以企稳，曲线仍有平坦化动力，长端利率继续有交易价值，短期10年国开债收益率破4可期。为对冲贸易形势的影响，人民币对美元汇率仍有贬值压力，但波动性会明显提高。国际经济温和复苏，大宗商品价格总体上涨，国内供给侧结构性改革也利于商品价格高位。

郑商所暂停 两名客户开仓交易

□本报记者 王朱莹

2018年8月3日，客户某某基金、刘某某在甲醇期货相关合约停板价位频繁报撤单达到情节严重的处理标准，郑商所依据规则给予其暂停开仓交易1个月的纪律处分，并记入中国资本市场诚信信息数据库。

另外，据郑商所介绍，2018年7月，郑商所共处理异常交易28起，其中自成交15起，频繁报撤单10起，实控组合并持仓超限3起。依据规则询问并认定13组共计38个账户为实际控制关系账户，对存在实际控制关系但不如实申报相关信息的2名客户采取限制开仓监管措施。共审理违规案件7起，对13名客户给予警告、通报批评、暂停开仓交易等纪律处分，并记入中国资本市场诚信信息数据库。

郑商所表示，将严格依据相关规则，严厉打击各类异常交易及违规行为，切实履行一线监管职责，维护市场交易秩序。

预期改善 煤炭股修复行情可期

□本报实习记者 牛仲逸

昨日煤炭板块逆市大涨，位居行业涨幅排行前列。板块内，平庄能源、郑州煤电涨停，另外，中煤能源、陕西黑猫、兰花科创等个股涨幅也较为明显。

分析人士指出，行业全年供需平衡及煤价维持高位运行逻辑不变。随着压制板块估值因素逐步退去，市场情绪有望修复，且当下估值已处近两年低位，再度下跌风险有限，板块配置窗口期来临。

煤企盈利小幅增长

据WIND数据显示，截至8月3日，除西山煤电已披露中报外，平庄能源、郑州煤电、露天煤电、美锦能源、昊华能源、上海能源、中煤能源、永东股份、宝泰隆等9家煤炭公司发布中报预告。

具体看，西山煤电上半年实现营业收入152.56亿元，同比增长11.91%，实现归属于上市公司股东的净利润11.15亿元，同比增长21.59%，其中二季度每股收益0.19元，环比增长17.3%。

平庄能源由盈转亏，郑州煤电上半年盈利预计同比下降75%。其余公司均同比向好，露天煤电续盈，美锦能源、昊华能源略增，上海能源、中煤能源、永东股份、宝泰隆预增。目前宝泰隆增幅最大，公司预计上半年归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加8500—9500万元，同比增长140%—156%。主要受益焦炭销售量及销售价格上涨。

从行业上半年运行看，券商研报显示，2018年上半年各煤炭品种，除了高硫焦煤均价同比下降3%以外，其他品种价格均同比上涨，其中动力煤均价同比增长8.7%，低硫焦煤均价同比增长14.2%，焦炭均价同比增长9.3%。2018年二季度各煤炭品种同比均价均上涨，低硫焦煤均价上涨幅度最大为22.5%，其余在5%附近。主要由于低硫焦煤更加稀缺。2018年二季度动力煤均价和焦炭均价环比出现下滑，焦煤均价环比小幅增长。

业内人士表示，预计2018年下半年煤价仍将震荡上行，2018年上半年及全年煤价均价同比仍会小幅上涨。

关注低估值龙头

总的来看，煤炭板块自今年2月份以来处于持续调整状态，而近期随着政策预期改善，以及估值端优势突出，后市该看待煤炭板块？

国信证券表示，预计2018年下半年煤价震荡上行。首先下半年在财政政策更加积极以及降准释放更多流动性的作用下，房地产投资和新一轮开工维持高位，基建投资增速将回升，煤炭需求有望维持目前较高水平，供给端受政策影响产能有序释放，全年供需仍保持紧平衡。其次，下半年进口煤有望收紧，发改委曾在5月煤电工作会上提到全年进口煤总量不超过2017年。由于上半年进口煤同比增长9.9%，假设今年煤炭进口和去年持平，下半年进口煤占比将有望下降2150万吨，下降15%，下半年月均进口煤2078万吨，2017年下半年煤价大涨与收紧进口煤有关。最后，从2010年以来煤价规律发现，在不出现经济大幅下滑情况下，煤价高点通常出现在四季度，因为下半年是煤炭季节性旺季，2010年以来只有2012年、2015年煤价是单边下跌走势，当年煤价高点没有出现在四季度。预计2018年下半年煤价仍将震荡上行，全年煤价均价同比仍会小幅上涨。

受政策刺激，煤炭股此前过于悲观预期有望迎来修复，煤炭股将迎反弹，不过短期动力煤价格下跌，煤炭股弹性受一定影响。当煤价再次上涨时，煤炭股弹性有望显现。推荐盈利好估值低的优质白马龙头煤炭股。

招商证券表示，近期虽因高库存致使煤价出现回调，但需求已经如约提升，在消化完目前的高库存后有望迎来一波上涨行情，预计在8月下旬。后期煤炭板块将逐渐上涨以修复和煤价的预期差。目前板块估值仍处于绝对低位，布局空间较大。推荐两类标的：低估值白马股以及山西资产注入标的。

市场连线

□本报记者 黎旅嘉

二季度A股经历了大幅调整，从已经披露的半年报来看，主力机构持仓的核心品种仍以大消费、医药和制造业龙头股为主，这其中大消费板块又最受投资者关注。本期市场连线特邀天风证券商业与社会服务业高级分析师张璐芳就大消费板块的投资机会进行解读。

中国证券报：大消费整体走势疲弱，背后的原因有哪些？

张璐芳：今年以来消费板块走势疲软，我们认为背后原因在于：基本面角度，二季度以来社零增速回落，5月同比增速仅8.5%，是2003年3月以来的最低水平，市场对社零预期判断较去年发生显著变化；且伴随随改货币化政策预期的改变，市场担心未来将进一步对地产后周期消费子行业产生负面影响。资金面角度，2017年机构重

瞭望塔

□本报记者 张勤峰

6月下旬以来，无风险债券收益率曲线表现出明显的牛市增陡的特征，短债收益率比长债下行更快，拉开了期限利差。然而，更短期限的货币市场利率曲线却呈现截然相反的形成特征，中长期货币市场利率比起短期下行更快，推动期限利差收窄。这一现象背后说明了什么？

据中债到期收益率曲线，8月2日，市场上待偿期接近1年、10年期国开债收益率分别为2.91%、4.09%，10—1年期利差为117BP。6月下旬，该利差一度跌破40BP，至年初以来的低位。然而，在随后的一个多月时间，该期限利差迅速扩大了将近80BP。无风险债券收益率曲线出现

天风证券张璐芳：大消费板块长期向好

仓消费白马，伴随贸易战、政策变化等引起的资金调仓行为，也对消费板块造成了股价压制。年初至今板块回调较大，估值已大幅低于近10年来估值中枢，落至较低估值水平。当前时点看，我们认为消费板块长期趋势明确，但由于短期内人气较低，且由于去年三季度消费基数较高，或仍可能需要等待一定时间。长期布局方面，重点关注各细分行业的龙头公司，择机布局。

中国证券报：近期新零售范畴内新概念、新业态层出不穷，是否应该追逐热点？

张璐芳：新概念新业态的出现本质上反映了两个事实：一是传统的人口红利、城市化红利和流量红利的接近尾声。过去零售行业受益于人口的增长与城市化进程的推进，地理区位优势的影响权重较大；对电商而言亦是类似，过去几年移动互联网的普及使得流量获取的影响权重重大，这意味着多数商业企业善于对“场”的经

营，并不善于对“货”与“人”的经营。随着红利的逐渐消失，线上线下零售企业都开始关注对人货场的统一与经营，因此带来了诸多新零售的概念和业态。二是渠道的效率仍然具备进一步的提升空间。过去的供应链环节与流通环节较多，渠道加价仍然相对较高，如何节约成本提高效率是本轮零售变革中关注的重点，也是赢得胜利的机会所在。我们认为从这两个事实出发，将能更好地帮助投资者寻找和挖掘投资机会，投资能够在变革中取得胜利的企业和模式，而非盲目追逐热点。

张璐芳：我们并不认同消费降级的概念。首先需要明确消费降级的概念做一个重新界定，消费降级并非是购买更贵的商品，而是一种满足向上的人心的需求层次升级，包括品类升级、

近期利率曲线变化说明了啥

了迅速而明显的陡峭化特征。

近期债市收益率表现出的牛市陡峭化特征，主要源于短债收益率更快下行，主要反映的是流动性环境改善对债市收益率的影响。

一般来说，短债对流动性状况反应比长债更敏感，近期流动性极大充裕，货币市场利率整体下行较明显，短债收益率因此出现了较快下行。与此同时，在6月份货币供应增速和社融余额增速双双创历史新高，印证信用紧缩形势严峻之后，市场对“宽信用”的期望增强，金融政策也适时出现了一定的微调迹象，市场预期及政策风向的变化对长债需求造成一定的不利影响，而三季度以来长债进入传统发行高峰期，供需关系的微妙变化一定程度上抑制了长债收益率下行速度。这一局面下，长、短期债券利差走阔。据统计，6月

下旬以来，10年期国开债收益率累计下行了23BP，1年期国开债则下行了100BP。

近期货币市场利率下行幅度整体也非常可观。不过，近期中长期货币市场利率下行得比起短期更快，期限利差在收窄，因此，货币市场利率曲线的形变与债券市场截然相反，表现为牛市扁平化特征。据统计，6月下旬以来，3个月Shibor累计下行了133BP，隔夜Shibor则下行了77BP，两者利差收窄56BP。

货币市场工具直接受流动性形势及预期影响，近期货币市场利率出现较大幅度下行，突出反映了流动性持续充裕的状况。但一般认为，货币市场利率超短端主要反映流动性现状，中、长端除了反映现状，也隐含市场对未来流动性的预期。换句话说，货币市场利率的

期限利差，反映的是市场流动性预期，即流动性溢价。

6月底以来，3个月—隔夜Shibor利差收窄了大约80BP，表明市场流动性预期趋于乐观，对流动性溢价要求降低，实际上反映出市场对货币政策趋松存在较强的预期。

反观2016年第四季度、2017年第四季度，3个月—隔夜Shibor利差曾出现过两轮较大幅度上行。这两个时期，一是货币政策有所收紧，二是流动性处于季节性紧张时期，致使市场流动性预期较为悲观，对流动性溢价要求大幅上升。

因此，无论是近期债市收益率曲线陡峭化，还是货币市场利率曲线扁平化，本质上反映的信息是一致的——货币市场流动性极为充裕、流动性预期十分乐观。