

■ 多空论剑

“债牛”逻辑松动? 宽信用效果是关键

□本报记者 王姣

8月初以来,债券市场连续走软,本周更加速下跌,10年期国债收益率一度重回3.68%,创两个多月新高。当下市场在担忧什么?基本面对“债牛”的支撑逻辑真的松动了么?“宽货币”向“宽信用”为何传导不畅?围绕这些热点问题,中国证券报邀请联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖和中信资本(深圳)投资管理有限公司首席策略师赵巍华进行探讨。

市场主要担忧三点

中国证券报:投资者对债券市场的担忧主要集中在哪些方面?

李奇霖:投资者的担忧主要有三点:一是对宽信用的担忧,与此前央行单方面发力不同,目前财政部在积极行动,各地也在加快基建项目的进程,在乡村振兴、西部开发补短板等方面发力。同时由于表内信贷无法完全承接非标背后的融资需求,监管机构一方面在积极鼓励银行积极放贷,加快项目储备,以尽可能弥补其中的缺口;另一方面在适当调整监管政策,放开信托机构的通道管制,加快信托贷款的投放。在这些多方因素的共同作用下,市场对宽信用的效果与担忧明显提升。

二是宽货币的利好已接近底部,难以产生增量的刺激。8月初货币市场利率低于政策利率事实上是一种极致的表现,不可持续。考虑到存量公开市场操作(OMO)已经为零,央行传统的回笼流动性的手段已经不再,市场担心央行会重启逆回购,资金面会触底收紧。

三是供给压力的问题,由于今年以来地方专项债发行偏慢,财政部下发了72号文(《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》),要求各地在9月底完成今年新增地方专项债的80%。按照这个要求,未来一个半月内,地方债将有大约8000万元-10000万元的供给。如果央行未来不释放基础货币予以配合,则由此带来的资金面收紧与挤出效应可能会使债券市场遭受较大的冲击与影响。

赵巍华:政策部门朝“稳信用”的方向不断加码,对债券二级市场最有利的环境暂告段落,市场参与者在上半年获利颇丰后获利了结,债券市场在近期连续走软。

“宽货币、紧信用”的格局下,由于资金面不断宽松而市场新增供给较少,对中高评级债券最为有利。短期经济数据下行,加剧了这一趋势。当政策部门转向“稳信用”,对中高评级品种最有利的环境结束,特别是长久期品种。而部分中低评级品种反弹速度很快,反弹幅度也较高,但中低评级品种在信用风险上的不确定性仍然存在。交易性机构在今年债券上涨行情中举足轻重,在市场行情面临不确定性时,其集中性的获利回吐也加剧了市场调整。

目前比较关注的风险点主要是稳信用的效果、资金面走势、信用风险以及滞胀风险等。稳信用的政策方向已较明朗,但信用扩张仍面临很多机制性的困难,信用增长的效果有待观察。资金面仍会维持总体稳定,但



联讯证券董事总经理、首席宏观研究员 李奇霖

仅从7月的经济金融数据来看,基本面支持债牛。但目前市场尚看不到其他实质性利好,在存量地方债供给压力与宽信用的担忧下,利率难以见到趋势性机会。



中信资本(深圳)投资管理有限公司首席策略师 赵巍华

基本面对债牛的支撑有所松动,但难言逆转。未来到年底的债券市场行情会弱于上半年,特别是中高评级品种,长长期品种波动性行情机会大于趋势性机会。

资金面最宽松的时候可能已经过去,未来需要关注资金面反弹的幅度,目前看来空间相对有限。市场信用风险有所改善,但信用风险事件仍然在发生,信用风险仍然是未来的一个关注点。

基本面难言逆转

中国证券报:结合7月经济金融数据看,基本面对债牛的支撑逻辑松动了吗?

李奇霖:仅从7月的经济金融数据来看,基本面一直支持债牛,因为一方面7月社融规模为1.04万亿元,还是比较低,低于预期,另一方面经济数据无论是生产、投资、消费等各方面都欠佳,尤其是基建投资增速,以全口径计算已经进一步降到了1.8%。但是一系列的宽信用举措大都集中在7月下旬,7月的经济与金融活动受影响较少,存在时间差。因此,单看7月数据对市场未来走势并没有太多参考意义。

赵巍华:基本面对债牛的支撑有所松动,但难言逆转。

经济近期仍有下行压力,7月份消费数据明显偏弱,且这种趋势大概率还会延续,稳基建有利于为经济增速托底,但目前难以逆转经济走弱。资金面仍将维持宽松,机构层面信用扩张的动力仍不足。这种环境对债市相对有利,至少不会引发大幅走熊。

但债市在中期确实也面临更多不确定因素。

首先,政策基调并非大规模放水,央行继续大幅宽松的可能性不大,特别是目前价格型手段的使用受限,资金利率进一步大幅下行的可能性不大。随着信用增长逐渐恢复,资金淤塞于货币市场的情况会有所改善。

其次,汇率贬值、贸易摩擦和国内供给侧改革推进等因素下,生产成本上行风险较大,导致物价上涨的输入性压力加大,结构性的通胀压力风险在加大。

最后,美联储年内继续加息仍是大概率事件,中美利差已经处于偏低水平,短端甚至已经倒挂,外部利率变动通过资本流动和汇率相

对变动仍将债券市场有一定牵制。

宽信用面临障碍

中国证券报:“宽货币”向“宽信用”的传导遇到了哪些问题?

李奇霖:宽货币向宽信用传导不畅主要有三方面原因:

一是资本金约束。在严监管的格局下,资本金不足已经成为了银行开展信贷业务的一大桎梏。一方面是表外回表和社融的贷款化,需要重新按照100%的资本占用来计提资本。另一方面现有的监管环境下,过去一些利用同业科目或通道间接放贷,以减少资本计提的做法被禁止,银行面临补提资本的压力。

如果不及及时补充资本,那么在资本充足率的考核压力下,银行要么提高贷款利率获得更高的息差,以更高的利润来充实资本,要么减少贷款等重点资本业务,开展资本节约型业务,进而约束了银行对实体的支持力度。

二是“存款荒”制约。现在银行在存款利率上没有获得完全自主定价权,依然受到自律定价机制约束,叠加互联网、资管产品的类存款化及居民理财意识的持续觉醒,储户对货币基金、银行理财、信托计划等“无风险”资管产品的可获得性与投资意愿都在大幅提高,大量储蓄资金在脱离银行表内。

同时,严监管对存款也在“挤水分”,过去银行可利用承兑汇票滚动贴现套一般性存款,但随着票据监管趋严,“三三四”检查银监禁止票据空转,该模式走向末路。

由于存款缺失,迫于盈利与资产负债表平衡的压力,银行只能更多的寻求央行的公开市场操作、同业负债以及其他的高息且不稳定的负债来源(如结构化存款)。

与资产端信贷资产的期限相比,央行公开市场操作与同业资金过于短期化且不稳定,还存在同业负债占比总负债不超过三分之一的约束。从这点来看,通过降准释放长期稳定的流动性在对冲存款流失方面有一定积极的意义,但仍无法替代或抵消存款流失、负债来源不稳定给银行信贷投放所带来的困境。

三是有效融资需求的缺失与资产质量担

忧。有效融资需求缺失一方面源于对信用风险的担忧下银行自身风险偏好回落,另一方面更重要的是在房企融资受限,地方政府违规提供担保、承诺等行为被约束后,实体缺乏收益-风险比合适的资产。尽管政策一直在定向支持中小微企业,但由于大行经营风格保守,小微企业抵押品缺失、自身经营风险高等特点,对实体经济有效融资需求的改善相对偏弱。

赵巍华:“宽信用”在资金的供给和需求端都面临一些机制性的问题。

在资金需求端,由于经济增速下行、经济环境的不确定性和资本回报率整体偏低,市场化主体的融资需求不旺,有较大潜在融资需求的还是地方政府平台和房地产企业。房地产调控仍在不断加码,而规范地方政府债务的一系列政策仍在发挥作用,于是这两类主体的融资需求都受到较多限制。

在资金供给端,表外非标融资渠道在过去一年多的严监管进程中基本得到规范,合规和信用风险事件压力下从业人员的风险偏好下降,表外融资能力大幅度下降;银行表内则受制于部分银行资本金压力较大、符合信贷要求的合规融资主体和项目较少等难题。小微企业并不是传统商业信贷业务的理想目标客户,而市场化债转股业的可持续运行模式并未建立。

中国证券报:谈谈对下半年债券市场走势的判断,并请提供投资建议?

李奇霖:就目前而言,市场尚看不到其他实质性的利好,在存量地方债供给压力与宽信用的担忧下,利率难以见到趋势性机会,可精选城投债做短久期高票息。当然考虑到此前地方债置换时,央行曾经降准来配合,如果此次央行也有相应的配套举措,则利率有反转的可能。

赵巍华:未来到年底的市场行情会弱于上半年,特别是中高评级品种。由于资金利率偏低,中短久期高评级品种仍有一定的套息交易价值。对长久期品种并不悲观,但波动性较上半年会加大,波动性行情机会大于趋势性行情机会。对低评级信用品种仍偏谨慎,此类品种仍将继续分化。随着股票市场大幅下跌,可转债和可交换债等混合资本工具市场的潜在机会增多。

医药板块持续调整 优质龙头显中长期机遇

□本报实习记者 牛仲逸

医药板块昨日再度重挫,跌幅位居行业板块前列,板块内泰格医药、翰宇药业等跌停,此外,科伦药业、普利制药等跌幅也较大。数据显示,从7月17日板块二次调整以来,累计跌幅近20%。

分析指出,受市场调整及事件性因素影响,医药板块近期回调幅度较大,年初以来的绝对收益基本消失。但短期市场扰动并没有改变行业中长期的投资逻辑,短期适当调整使得一部分基本面优秀个股又迎来逢低配置的机会。

行业维持较快增速

数据显示,2018年1-6月医药制造业实现主营业务收入12577亿元,同比增长13.5%;实现利润总额1586亿元,同比增长14.4%,较1-5个月增长有所回升。业内人士

预计,未来行业增速将维持在15%左右稳定快速增长水平。行业内部看,龙头公司业绩增长稳定,其中新版医保品种保持较快增长、辅助用药受限,内部分化明显,龙头增长有较强确定性。

今年上半年,医药板块超额收益明显,结构性行情显著。但是三季度以来,医药板块持续调整,市场悲观情绪浓厚,昨日再次放量重挫。

对此,齐鲁证券分析师表示,医药行业长期向好的趋势并未发生变化,医药板块的持续性增长是确定的,龙头企业强者恒强的趋势有望日益明显。

从行业动向看,8月3日,国家医保局召集多省药品招标采购部门举办座谈会,对通过一致性评价的品种在各省带量采购等方面进一步明确自身态度。市场人士表示,从座谈会的內容上看,医保局再次表现出对通过一致性评价品种的支持力度,一方面,医保局鼓励部分

重点城市如北京、上海、福建等地的产品进行重新采购,这将使通过一致性评价品种的市场准入条件大降;另一方面,仿制品种进口替代过程的加速也有望加速。

五主线挖掘投资机遇

医药板块在近两个月的回调之中,无论是估值还是预期风险都已经得到了较大程度的释放,当下该如何配置医药股?

中金公司表示,虽然在交易层面上,短期医药依然有调整的风险。但从长期维度来看,目前是较好选股布局的时间点。建议积极关注基本面趋势向好,回调幅度较大的核心标的。

广发证券表示,行业基本面趋势未发生变化,重视下跌过程中的投资机会,重点推荐五条主线。第一条主线是创新,可以看到国内企业研发投入比例仍在持续提升,创新药审评进度加快等等积极现象。

采购热潮结束 郑糖大跌

吨远低于今年同期110.32万吨。但去年8月份单月销量达到132.31万吨,是因采购节奏延后。所以即使今年8、9月份继续旺销,也很难达到去年同期水平。按目前销售进度推算,今年9月底全国结转库存为81.85万吨,高于去年同期57.87万吨。

第二,去年由于政策原因使得广西推迟开榨,今年开榨时间将恢复正常,新糖供应不会像去年那样出现断档。

第三,今年配额内进口指标数量持平,配额外进口指标增加50万吨,因此我们预计今年全国进口总量较去年增加50万吨,但今年1-6月累计进口138.48万吨,较去年同期下降8.75万吨,即进口压力后移。今年下半年进口供应量将同比增长487.65万吨。总体而言,榨季未现货紧缺的可能性较小。

2018/2019年新榨季产量方面,今年出苗期由于广西降水偏少且时空分布不均,导致桂南、桂东部分地区出现旱情,对蔗苗出苗略有不利。但在4月中旬以后,自治区降雨过程逐渐增多,缓解或解除前期的旱情。而且年内多数时段的气象条件对甘蔗此类旱地作物生长有利,亦没有大的自然灾害发生。

今年1-7月广西仅发生较大型的洪涝灾害二次,风灾一次,农作物受灾总面积14.74万亩,仅占广西甘蔗种植面积1.2%,自然灾害对农作物生长几乎无影响。因此预估2018/2019年榨季广西甘蔗单产在持平或略增之间。受500元/吨的原料蔗收购价刺激,预估2018/2019年榨季广西甘蔗种植面积微增20万亩至1160万亩。因此,预估广西食糖产量增

加3%,至620万吨。广东蔗区方面,今年湛江蔗区甘蔗整体生长情况良好,蔗株高大。蔗农田间护理较去年积极,降水也充足。往年易干旱的雷州蔗区,今年并没有发现旱情。种植面积预估增加4万亩至200万亩。因此预估湛江食糖产量增加5%-7%,预估579万吨-81万吨。甜菜糖方面,由于内蒙古甜菜种植面积大幅增加,2018/2019年新榨季内蒙古食糖产量可能增加至70万吨,增幅45.8%。

总体而言,2018/2019年新榨季全国食糖产量大概率是略增,今年未能解决的供应过剩矛盾,在明年可能越加深化。虽然7月份因现货销售好转,令糖价短期内有较强的支撑。但榨季未现货紧缺的可能性较小,并且在新榨季增产的背景下,糖价中长期下行趋势不变。

■ 投资非常道

再论一致性法则

□金学伟

上周写到一致性,有两位读者表达了不同意见。刚学交易时听人说坚持使用一套参数规则,才能保证交易一致性,才可能稳定盈利,觉得很对。后来才发现这叫什么一致性,牛市用牛市的方法,熊市用熊市的方法才是一致性啊。”

“一致性就会导致盈亏同源,回避一致,遵循经验方法,从混沌与概率出发,但要做到具有一定难度。”

两位读者,说的都很正确,但显然是没有理解我的题意,把“工具匹配(系统)的一致性”及“工具本身的一致性”,和“交易的一致性”混淆起来了。工具匹配的一致性,是指你用以解决某个问题的工具组合要保持一致性,不要变来变去。工具本身的一致性,是指某个可量化的、其参数可调整工具,在使用中它的参数要保持一致性,不要变来变去。

保持这两个一致性的道理很简单。任何一种工具都有它的局限性,只能解决某一特定问题,就像扳手用来旋螺帽,螺丝刀用来拧螺丝一样,不能指望靠一两种工具来解决所有问题。工具及其组合的使用效果是和我们的经验成正比的,这种经验的积累需要保持工具参数及其组合的一致性。因为同一个工具,参数变了,虽然原理没变,但它的表现形态一定会变,这一点,在均线、动量等工具上体现得尤为明显。所以,有些初学者动量指标的问我参数是否要调整,我一律回答不需要。因为重要的不是参数,而是你对它的长期观察实践所积累的经验是否有效。

比方说,我曾经讲过一个股票,基本面一般,刚从最低点起来才百分之十几,我说它“战略性底部”已经形成,事后的实践也证明,那确实是个战略性底部。为此,有一位朋友非常好奇,想了解你是通过什么方法得出这一判断的。我跟他说是动量指标,他就百思不得其解。他是外资行的风控总监,财务分析堪称一流,对技术指标这种下里巴人的东西确实不熟悉,也从没关心过。上周末来我办公室,总算揭开了谜底:原来就是用最普通的SKDJ做形态判断——在达到一定的形态条件后,它就是一个确定性的底部,底部的级别大小,依据你是看月线还是周线、日线,甚至分钟线。

动量指标,我原来也是一直很排斥的,真正开始关注是8年前心血来潮做分析软件。刚开始其实也和许多股民一样,期望通过参数调适来达到适用程度。但经过一段时间尝试检验,我觉得这是一条歧路,由此也想到另一个问题,这些默认参数实际上是前人经过无数次尝试后确定下来的最具“普适性”的参数,关键就在我们的应用。

开头这位读者讲的实际上就是应用问题。所谓牛市用牛市的方法,熊市用熊市的方法,其实就是标准问题——不同趋势执行不同标准,标准与趋势的一致性。

这方面的一致性法则其实我们一直在用,只是没有上升到原则和法则的高度,只是停留在哲学上所说的“自在状态”。最简单地讲,牛市中我们看不到放量突破就会追进去,熊市中就会考虑它是不是一个“多头陷阱”;牛市中公司利润增长了百分之十几、二十,好!熊市中我们就会想这个增长率不足以激励股价上涨;牛市中,市盈率30倍,我们会认为它还便宜,熊市中,再打个对折,我们都会认为它贵……从基本分析到技术分析,我们都会自觉不自觉地按照不同标准行事。区别只有在意识和无意识。

有意识的,我们会致力于朝这个方向去努力,在平时的实践中就注意这方面的积累,去建立和完善与之相关的交易系统,然后在不同的趋势状况下,有意识地去执行相关标准。

无意识的,就难免随波逐流,跟着感觉走,或纯粹是出于恐惧、出于乐观,没有客观的凭借和依据。

炒股”其实是世上门槛最低的一门营生。你可以弄一堆很复杂的公式,一套很高深的理论,也可以靠一些简单的工具、方法和浅显的道理。复杂的还是简单的好,高深的好还是浅显的好,并不在于工具与理论本身,而在于使用这些工具的人。其中的关键:一是在于经验的积累,二是在于不是遵循一致性法则。

其实,从一致性法则角度去讲,可涉及的面还很广。比如,工具、体系和人的一致性,能否做到“久创合一”。很多投资者对哪种方法好,哪套系统好,比较在意,但不在意个人的性格、知识结构和这套方法是否相匹配的问题。

更重要的是逻辑的一致性:我们怎样看待这个市场?市场的“发”是什么?在市场内部,是投机力量占主导地位还是投资的力量占主导地位?或者,它们各占多大比重?如何相互影响?对大盘趋势起决定性作用的是供求还是估值?它们之间的角色是如何互换的?这方面没有绝对的高低优劣对错之分,关键仍然是一个保持一致性的问题。

比如,有的股民认为,凡股票都有庄,没问题,无非是从这样的“市场观”出发,我们的交易系统就要建立在两个基点上:一是如何通过股价表现来评估该股的供求关系;二是如何透过股价走势来考察其“炒作逻辑”,也就是炒它的理由是什么?至于其他的都不需要多想。一个股民,真能把这两个支点解决了,哪怕他的“凡股都有庄”是错的,也没关系。因为股票的上涨无非就是“供求+基本面上的理由”。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年8月17日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模
508888	嘉实元和	1.1246		11,246,348,186.93	

注:1.本表所列8月17日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核后提供。
2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。