

■ 多空论剑

# 债市:中场休息 等待经济信号

□本报记者 张勤峰

近期,地方债发行大幅放量、宽信用讨论此起彼伏,债市陷入震荡。利率下行趋势会否终结?通胀是否值得担忧?大类资产如何配?本栏目邀请民生加银资管固收部执行总经理李连山和长江证券固定收益总部副总经理孙超展开讨论。

## 内外制约因素不少

中国债券报:7月以来,利率债供给放量,是否对债市构成显著不利影响?

李连山:从利率债供给来看,7-8月月均1.37万亿发行量较上半年月均0.8万亿的确有较大幅度增加,但上半年国债及地方债供给较慢,市场对下半年利率债供给将上行有预期,且央行也通过定向降准等措施来为市场提供资金,利率债供给的放量不会终结利率下行趋势。

孙超:当前债市的震荡主要还是源于通胀、汇率压力和经济下行没有进一步确认。央行一直在通过逆回购投放和MLF提供资金,对流动性保持呵护,资金面也一直合理充裕,利率债的供给加大尚未给资金面带来太大压力,因此并非债市陷入震荡的根本原因。随着境外投资者投资境内债券免收增值税和所得税,债券市场还将获得一批增量资金;而从历史上,供给量并非利率方向的决定性因素,仅在个别时点上对市场情绪带来扰动;后续地产投资的下滑带动基本面的回落仍将支持利率下行。

中国债券报:近期部分工业品和食品涨价比较明显,如何看待未来一段时间的物价走势?

孙超:从高频数据来看,工业品价格仍然持续处在高位,但是涨势已经得到控制,人民币汇率也得到了稳定,输入性通胀风险在减小。PPI方面,主要的风险来自于基建加码,导致工业品价格再度上行。但是从政策层面来看,基建得到大幅刺激的可能性较低。CPI方面,食品涨势可能抬头,但当前处于猪周期底部,短期猪瘟发酵对需求端的影响更甚,对通胀的压力有限,来年猪周期启动叠加低基数可能将导致猪价反弹持续,需加以留意。

李连山:商品这段时间的上涨成了大类资产中比较瞩目的子类,南华工业指数触及近5年高点,达到2200左右。从数据来看,CPI分项的非食品走势与南华工业指数拟合度较好,石油价格也存在继续上行的可能,未来若其他工业品继续上行,CPI非食品部分上行压力较大;

食品方面,猪肉批发价5月份以来有超过20%的上行,猪周期重启受到了很大的关注,尤其是近期局部疫情的爆发可能会继续推动猪肉价格上行;蔬菜价格方面,由于沿海蔬菜产区受台风影响,也有一定上行压力。

未来物价存在一定上行的压力,但可持续性仍然需要关注影响因素的变化性质及



民生加银资管固收部执行总经理 李连山

今年债市整体来看仍然将是牛市行情,目前虽然有一定的反弹或者说横盘,但对今年大趋势仍然乐观。



长江证券固定收益总部副总经理 孙超

现在债市处于牛市中场休息阶段,经济下行的信号进一步确认,就是牛市号角再度吹响的时候。

方向。

中国债券报:当前制约债市上涨的因素还有哪些?

李连山:今年债券市场,在央行3次定向降准及宽松的资金融通推动下,在经济基本面预期反弹乏力情况下,利率处在一个牛市行情中,10年期国债、国债收益率下行超过100bp及50bp,进入8月以来,利率行情有小幅的反弹。从制约债市上涨因素来看,基本上, CPI存在一定的上行压力,未来CPI上行是否能持续需要继续观察;资金面上,前期过低的资金利率可能会制约去杠杆的实施效果,若目前资金利率随着国内外金融市场的变动出现上行,对于目前很多机构加杠杆套息操作存在一定压力,对债市上行也存在一定制约。

孙超:国内方面,当前除了供给因素和通胀,市场还普遍关注“宽信用”政策的效果。一方面,7月份央行陆续出台包括鼓励一级交易商投资中低等级信用债、MPA广义信贷考核指标放松等“宽信用”政策,且资管新规细则较征求意见稿有所放松,意在疏通货币政策传导渠道;另一方面,近期高层多次表态要加快地方债发行进度,同时媒体也报道各省市基建项目的审批显著加快,均有助于基建投资增速在四季度企稳。

制约债市上涨的另一因素为收窄的中美利差。美联储主席鲍威尔近日称,美国将持续渐进加息的步伐,年内再加息两次几乎成定局。中国央行也连续祭出外汇风险准备金和逆周期因子等工具来维护汇率,以避免人民币过度贬值,在此过程中可能会收紧汇市人民币的流动性,制约银行间流动性的宽松,这也对利率的下行形成了一定制约。

## 货币环境再宽松空间不大

中国债券报:货币政策是否还有放松空间?

孙超:货币政策继续放松的空间有限。一方面,当前短端利率下行已经较为充分,关键在于疏通从货币市场到信贷市场的渠道,单纯

依靠宽松的效果比较有限。另一方面,通胀、中美利差导致的汇率压力都制约着货币政策宽松的空间。当前,央行努力要维护流动性合理充裕,并且为了配合利率债与地方债的供给节奏,央行可能会更多地通过MLF投放中长期资金;后续可能还会定向降准置换MLF,以降低银行间负债端综合成本。从DR利率上看,当前银行间流动性合意水平可能在2.50%-2.65%。

李连山:今年以来,央行继续实施稳健中性的货币政策,通过三次定向降准,并增加MLF投放,增加中长期流动性供应,保持流动性合理充裕,半年末金融机构超额准备金率为1.7%,较3月末及去年同期都高,银行间资金较为宽松,从边际角度来看,货币政策放松空间不大。一方面,从流动性角度来看,银行体系超额准备金较多,资金利率稳中有降,量价两方面看银行间市场流动性是合理充裕的,也是央行比较满意的,市场接受程度也较好;另一方面,若经济压力仍然较大,央行为支持小微企业、地方债置换等,货币政策或许仍然有一定放松空间。

## 债市大趋势仍乐观

中国债券报:对未来债券市场走势有何判断?

李连山:今年债市整体来看仍然将是牛市行情,目前虽然有一定的反弹或者说横盘,但对今年大趋势仍然乐观,两方面逻辑来看:一方面,基本上仍然较弱,CPI虽有反弹压力但持续性有待观察,货币政策稳健中性的情况下,银行间流动性合理充裕,利于债券杠杆套息操作;另外,具体到利率和信用,利率债配置价值仍然较大,供给的放量不会扭转收益率运行趋势,信用债在违约可控的前提下,受益于资金宽松,套息空间较大,即使考虑短期的资本利得波动,对信用债整体仍然乐观。

孙超:现在债市处于牛市中场休息,等经济下行的信号进一步确认,就是牛市号角

再度吹响的时候。当前房地产周期逐步进入下行周期:近日长春取消棚改项目货币化安置购房奖励政策,随着“去库存”接近尾声,未来或会有更多的三四线城市取消货币化安置,监管层严控地产的政策不放松;近期土地流拍增多也反映了在融资环境收紧背景下,土地投资逐渐对房地产开发投资形成拖累,后续地产投资增速将缓慢下滑,内需放缓也将抑制内生性通胀水平。基本面整体上有利于债市进一步发展。

中国债券报:从大类资产配置的角度,有何投资建议?

孙超:经济、通胀与信贷都将内生性滑落,当前最佳投资标的仍然是债券。超越市场预期的“六师国资公司债券风险事件”对AA信用评级影响甚微,反映了市场对有隐性政府信用的国有企业与地方政府融资平台债券的持续看好;该事件的迅速平息也使得机构投资者在中高等级信用债领域的信心进一步恢复。3年期AAA与AA+级信用债与10年国债的利差已修复到2016年10月的位置,不过3年期AA级信用债与10年的利差依旧处于2017年年底的高位。地方政府债券如果降低风险权重,其与国债的利差将有所收窄;中低端地方政府债券的加速发行亦将打压压中高端国债与政策性金融债的相对价值。

权益市场调整已持续7个月,上证综指年初以来回调了17%。随着信用风险的进一步缓和,其对投资者的风险偏好的抑制也将逐渐消除。宽信用下基建板块依旧可以选择龙头公司参与,而银行板块将受益于宽信用下信贷不良率的改善。

李连山:在大类资产角度,目前债券市场尤其是利率债收益率大幅下行后,性价比下降,高等级信用债目前基于流动性考虑仍然性价比较高;转债方面,由于权益市场的低迷,转债整体估值较低,性价比逐渐体现,精选个券可以择机买入;权益市场关注较少,从配置的角度,可以多关注指数基金;所以从固收角度看,转债性价比较高,债券次之,权益指数基金可以择机配置。

# 供给维持偏低水平 焦炭期价下跌空间料有限

□本报记者 马爽

近两日,焦炭期货价格持续领跌黑色系,主力1901合约最新收报2426元/吨,跌3.08%。分析人士表示,在钢材需求萎缩的情况下,市场预期大涨势必会打压焦炭价格,且经过前期连续大涨之后,市场恐高情绪加重,因此使得焦炭期价出现高位回调。不过,当前焦炭供给仍维持偏低水平,且现货保持坚挺,基本面支撑仍存,预计后市继续下跌空间有限。

## 期价高位回调

昨日,焦炭期货继续收跌,主力1901合约盘中最低至2404元/吨,创下8月7日以来新低,盘终收报2426元/吨,下跌77元/吨或3.08%,成交量为682636手,持仓量为378620手,较上一交易日减持34532手。

东吴期货分析师表示,钢联的库存数据

显示螺纹钢厂库存大幅增加,且价格维持高位,贸易商拿货积极性不高,螺纹钢的基本面有一定走弱的迹象,在环保督查进驻之前,市场预期良好,盘面大幅拉升,近期库存数据表明供应萎缩和需求改善都不及预期。因此,在钢材需求萎缩的情况下,钢厂势必会打压焦炭价格。

中信期货分析师表示,近期无重大利好刺激,使得市场恐高情绪加重,因此,焦炭1809合约、1901合约近日出现大幅下跌。

相对期货盘面,近期焦炭现货市场价格则保持坚挺。中宇资讯数据显示,8月31日山东地区二级焦主流出厂2490-2540元/吨,邢台地区准一级出厂2480元/吨左右,山西临汾地区准一级焦主流成交价2440元/吨左右,长治地区二级焦主流成交价2400-2440元/吨,准一级焦成交价2570-2620元/吨。河南地区二级冶金焦成交2400-2450元/吨,准一级焦成

交2550-2650元/吨。

中宇资讯分析师表示,国内焦炭市场交投气氛良好,各焦企挺价观市,目前走货顺畅,暂无库存,钢厂接货依然积极,供需面未改,环保限产压力依然较大,山西、河北仍是重点监控对象,随着环保压力加大,焦炭供应紧张程度加剧,因此,在无新的影响因素下,大多焦企正在酝酿下周新一轮的提涨。“下周焦炭调涨或是大概率事件,而后期涨幅多大还需看环保限产力度如何。”

## 基本面支撑仍存

对于后市,中信期货分析师表示,7月底以来,焦企已连续6轮提涨;下游钢厂利润较高,对提涨容忍度较好;环保督察持续进行中,受限产影响,焦企开工率有所下降;库存方面,焦企无库存,乐观看涨;部分钢厂积极补库,库存上升中;港口库存虽仍保持高位,

但部分贸易商积极调价,着急出货;预计短期内焦炭发现仍将偏稳运行,期价有望进入震荡调整期。

不过,东吴期货分析师则认为,近期焦炭已经提涨6轮,累积上涨600元/吨,焦企利润也达到历史高位,港口焦炭价格已经倒挂,贸易商出货积极,若焦炉开工率下降幅度不及预期,焦炭还有下跌空间,但目前焦炭整体库存依然偏低,盘面下跌后贴水现货也较多,短期内期价有望企稳。操作上,建议2400元/吨附近轻仓做多,跌破2350元/吨止盈。

国信期货分析师也表示,从近期调研情况来看,本周焦企综合开工率继续下行,各地环保检查继续,焦炭市场供给维持偏低水平。另一方面,焦炭库存维持低位,现货保持坚挺,基本面支撑仍存。盘面来看,近日期货价格持续回调,建议暂时观望,等待低位做多机会。

# 需求旺季将至 镍价能否突破震荡格局

□中电投先融期货 彭博涛

三季度以来镍价走势承压,下游消费淡季及宏观贸易争端压制镍价上行动能,但全球精炼镍去库存及电力驱动逻辑已成市场共识,镍市多空交织之下价格呈现区间震荡格局。

最新数据显示,2018/2019年全球原生镍供应增幅均在9%,但增量主要由印尼/中国NPI(二级镍)贡献,增量占比近90%,一级镍却出现近2万金属吨的减少。供需缺口则受印尼/中国不锈钢产能及电池行业强劲的快速扩张,预计将由2017年的短缺10.6万吨扩至12.4万吨。2018年上半年淡水河谷镍产量12.48万吨,同比减少1.26万吨,降幅近10%;其他大型镍企,除嘉能可上半年产量增加21%(仅1.1万吨)外,其余如诺里尔斯克、金川、必和必拓等产量增幅均不超3%,预计下半年全球产量增幅依然不大。与镍企增产幅度有限相对应的,是全球精炼镍持续

去库存趋势。目前沪伦两地库存总计不足26万吨,已是历史低位水平,其中国内上期所仓单已不足1.3万吨,较年初的4.6万吨水平降幅达72%。虽然自7月起进口窗口不断开启,但在全球精炼镍增产乏力下进口量难有大幅增长。

镍矿供应方面,8月中旬印尼能源部撤销三家镍矿公司共计420余万吨出口配额,引发市场对四季度镍矿石供应担忧,其中PT Surya Saga Utama(即Blackspace)300万吨配额全部被撤销。但实际情况是,Blackspace年初至今仅出口5.1万吨,大量配额实际形同虚设,另外两家公司更是从未出货。由于市场对上述公司的配额及出口情况已在预期内消化,此次撤销配额对印尼镍矿发货量影响有限。无独有偶,月末菲律宾国土资源部通知国内矿企业要拿出一半设备用于恢复植被,9-10月产量将会受到影响。据SMM调研,菲律宾国内的镍矿静态可采年限或仅有6年左右,再加上该国总统及环境部多年来的严厉管控,中长期菲律宾

镍矿产量增幅较为困难。

镍铁方面,8月下旬第二轮环保督察再次启动,目前山东、江苏地区已有督查组进驻,预计月末也将覆盖内蒙古,据了解江苏大型钢厂及钢铁冶炼企业都已接到环保通知。但经过近年来整治之后,多数中小落后产能已被淘汰,剩余镍铁企业环保基本过关,因此督察对其生产实际影响较小。据SMM统计,8月国内高镍生铁产量约为3.28万金属吨,环比增加10%,9月产量预计将进一步增加至3.5万金属吨。另外需关注山东鑫海四季度投放镍生铁产能的消息,据了解鑫海将于10月份投产6台矿热炉,预计年内产能将达16.5万金属吨,剩余2台矿热炉也将于2019年初投产。

此外,商务部7月下旬对原产于印尼等国的不锈钢进行为期一年的反倾销调查,预计四季度不锈钢流入国内总量将有所减少,印尼或转而增加海外市场销售比例。且在印尼建厂的国内企业都拥有自己的镍铁生产

线,届时可将镍铁运回国内,或直接销售镍铁或用镍铁自产不锈钢。因此四季度镍生铁供应紧缺格局将大为缓解,镍铁价格松动下相较镍板经济性增强,或将对镍价形成一定冲击。

基本面之外,贸易风波持续影响市场预期及情绪。上述不确定因素均对镍价构成压制。总体来说,有色中镍供需格局偏强,中长期依旧看好,整体思路逢低做多。但短期风险仍需关注,一个是国内镍板仓单持续下降,会加速上期所增加俄镍作为交割品的步伐,这将对短期镍价构成冲击;另一个在于电动汽车对镍的需求持续增加,汽车补贴向高能量密度低能耗车型倾斜,但受制于技术水平,高镍电池量产技术成熟度低,电池用镍爆发仍待时日。年初至今镍价已上涨14%,尤其二季度涨幅更是高达26%,预计四季度镍价重心将有所抬升,但爆发式增长冲击年内高点还需进一步观察,上方空间或相较有限。

■ 投资非常道

## 从专业主义谈投资能力

□金学伟

大前研一的《专业主义》用有些网友的评价,是一本“写得很烂的书”。作为“日本仅有的一位极为成功的管理学宗师”,喜欢说大话,夸大其词,毫不谦虚,缺少客观性,是他的总体风格,《专业主义》同样不例外。

但读书并不全是为欣赏,读起来是否舒服、写得好不好并不是唯一追求。我觉得,大前研一对专业主义的4个能力的归纳就是一种非常好的思想,能在很多方面给我们提供一些启示,包括投资。

大前研一认为,一个真正的管理专家需要具备四种能力:先见能力、构思能力、讨论的能力、适应矛盾的能力。管理专家,可以是一个领导人、一个企业经营管理者,也可以是一个投资者。投资者所从事的工作本质上和领导管理一家企业没什么两样,他们所面对的事情和问题其实是相同的。一个投资人,要成为管理专家,同样需要具备这4个能力。

我们生存在一片“看不见的大陆”,需要先见能力。先见能力,包括对趋势的把握能力、对未来即将发生或注定会发生的事情的预见能力。用当年洛克菲勒属下对他的一句评语说,他能看到前方拐弯后面的事情”。只有对“看不见的大陆”有所预见,才能确保自己不会丢掉工作,获得丰厚的薪水。

先见能力并不等同于预测能力,事实上,预测能力是先见能力这相对偏执的部分。对投资来说,很多时候我们并不需要预测能力,就能预见到会发生什么,不会发生什么。比如说,5178点这样的“杠杆牛”,只需要一点点常识,就能预见它一旦破灭会发生什么。这就是我当时反复强调“杠杆+波动=炸药”,而且一再告诫我的投资人,这个顶无论如何必须选择,不能有丝毫犹豫”的原因。

这好比,2638点,以此为基准,经长期整理构筑成一个底部形态的可能性是有,但进入新一轮的牛市则没有可能性,这也是从一开始我就坚持的一个观点。原因很简单:一是宏观经济背景,二是去杠杆的任务非常繁重,三是整个市场的估值水平尤其是供求状况不足以形成重大底部。这都是不需要预测,而纯粹地依靠常识就能预见的。

还有“从资金驱动向定价驱动转变”,也是不需要预测,而仅仅是需要一个简单的事实——对股票的需要相对于供给的大幅度减少,从找钱找股票,变成股票等钱。这个事实,加上很多企业将会在这一轮宏观经济周期中被淘汰出局,传统的是股都能炒的模式必定会一去不复返。

与企业经营管理相比,股市中的先见能力形成其实是相对简单的,企业经营管理面对的是一片确定性的“看不见的大陆”,而股市变得不会太多,支撑股市运行的就那么几条老生常谈的东西:宏观经济周期啦、宏观经济政策取向啦、价值、成长、供求、企业盈利增长趋势……等等,它们构成了基石,紧紧围绕这几条去做判断,作为一般的预见能力也就有了。

当然,如果要进一步,不仅能预见,还能比较准确地把握住它,那确实需要学一点分析、预测、评估方法,但以我经验,绝大多数的投资者包括我们自己的判断失误,都不来自分析预测问题,而是我们忽略了根本,忽略了一些最重要的基石,把分析预测建立在沙滩上甚至是空中,而不是坚实的基石上。

要成就事业,光靠先见能力是不够的。我们还需要掌握先见能力以最快的速度和方法变现的能力,这就是构思能力。

对企业经营来说,构思能力就是在所预见到的未来蓝图的基础上,构思新的事业。并不是我们预见到了未来,进入了未来的事业领域就能成功,还要有如何行动才能获得成功的通盘考虑。

延伸到股市中来就是,光预见到了趋势还不行,还得考虑这轮趋势的主要驱动力来自哪里;光预见到哪些板块会成为领涨板块还不行,还要考虑哪些个股才最有可能成功。

构思能力其实就是将零零星星的信息“拼成”一张完整的图景的能力,在一定程度上,也等同于分析然后形成完整判断的能力。这个能力要比预见能力更考验人的智慧、能力和知识结构。但股票投资总体来说并不复杂,因此在很多事情上并不需要很强的构思能力。比如,索罗斯讲的,如果你看好的一个板块,那么,最简单的投资策略就是选择其中一个最好的,一个最差的。这个经验法则我检验过,几乎在每一轮行情中,表现最好的板块中,表现最好的个股中几乎都呈两极分布——最好的1、2个和最差的1、2个。比如说过去2年的主流白酒中,涨幅最高的不是贵州茅台,而是水井坊。

第三个是讨论能力。它包含2个方面:一是重视事实,胜过一切;二是始终将讨论建立在符合逻辑的基础上。作为投资团队的一员,讨论是团队成员的互动和切磋。作为个人投资者,讨论则主要是自己和自己的对话,重视事实胜过一切,符合逻辑,同样是讨论能力的组成部分。

自己和自己怎样讨论?“头脑风暴”。把能看到的事实,能想到的问题、能推论出的结论、还有依据,一条条写出现,想到什么写什么,或让它们互相驳斥,或通过排列组合,找出核心逻辑。这是一种非常有效的方法,至少对我来说是这样。在上述3个能力中,我觉得这个能力是最重要的,这方面的能力提上去了,先见能力、构思能力都会跟着上去。这方面不行,所谓先见能力、构思能力,都很有可能是单相思,自以为是为。

至于第四个,适应矛盾的能力,那就是实际操作中的事了。无论企业经营还是投资,都没有唯一的最佳答案,期待完美是不现实的。期望市场的实际表现会跟我们的预期一样,更是不现实的。当不一致出现的时候,或市场处于混沌状况时,如何去应对,则各有各的风格。

## 证券投资基金资产净值周报

截止时间:2018年8月31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	1.1471		11,471,310,125.04	

注:1.本表所列8月31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。