

■ 多空论剑

“债牛”核心逻辑仍然牢固

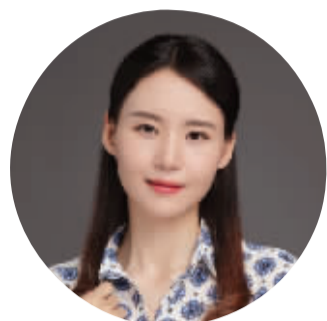
□本报记者 王姣

9月开局,资本市场再现“股债双杀”,风险偏好下滑何以未能提振债市?国债成交清淡背后反映了市场的哪些担忧?随着宽信用效果渐显,“债牛”核心逻辑会否松动?围绕这些问题,本期栏目邀请中信建投证券宏观债券首席分析师黄文涛和国盛证券固收首席分析师刘郁进行探讨。



中信建投证券宏观债券首席分析师
黄文涛

在需求疲弱、融资下行、通胀压力可控的情况下,货币政策没有收紧的必要,“债牛”核心逻辑仍然牢固。



国盛证券固收首席分析师
刘郁

四季度经济下行压力仍存,债市有望打破6月下旬以来的震荡行情,重新进入长端利率的趋势下行阶段。

主要担忧供给和通胀

中国证券报:近期国债收益率呈震荡格局,成交也相对清淡,市场到底在纠结什么?

黄文涛:目前来看,债市扰动因素主要有两个:一是地方债供给压力,二是市场通胀预期抬升。

从供需关系的角度来看,由于今年地方新增债发行节奏推迟,下半年地方债发行压力明显增加,8月份地方债总计发行8829.7亿元,其中超过半数是新增债,加上7月份以来宽信用、宽财政推升市场风险偏好,信用利差大幅收缩,利率债需求受到明显抑制,这也是8月份利率债大幅调整的主要原因。1-8月新增债券已发行1.3万亿元左右,尽管7、8月份地方债发行明显提速,但与全年2.18万亿元(8300亿元赤字加上1.35万亿元专项债)新增规模相比,仍有较大差距。8月份财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》,明确要求前三季度累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%,剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

从通胀预期来看,7月份CPI回到2时代,显示价格回升势头,近期食品价格上涨也进一步推升市场对未来通胀预期。8月份寿光大水导致全国蔬菜价格上涨;年中以来猪肉价格底部回升,近期非洲猪瘟影响扩大,虽然短期内对猪肉供需两端均有抑制,但疫情控制后,供给下降对价格支撑作用更大;此外,夏粮减产叠加7月份以来全国粮食库存清查因素,也推升粮价上涨预期。由于食品价格是影响CPI主要因素,随着食品价格上涨,预计也将对下半年CPI中枢水平起到明显抬升作用。

刘郁:当前债市的纠结,主要来自三个方面:第一,担忧供给压力。8月14日,财政部要求各地至9月底累计完成新增专项债发行比例原则上不得低于80%。8月地方债发行约8830亿元,9月发行可能也在8000-10000亿元的规模。地方债供给对二级市场的国债和政策性金融债配置产生替代效应。地方专项债发行加速,给债市带来供给压力。另据消息,财政部指导地方专项债发行利率较相同期限国债至少上浮40BP,此举提高了地方债对银行等配置型机构的吸引力,削弱了国债和政策性金融债的相对吸引力。

第二,通胀预期发酵。近期四大因素推高通胀预期,引发一定的担忧:首先,自然灾害导致今年小麦减产、降质,以优质小麦为代表的主粮价格上涨。蔬菜重要产地寿光发生水灾,也导致蔬菜价格上涨。其次,5月中旬以来,生猪价格已反弹约40%,加上非洲猪瘟疫情,市场担忧猪肉

价格反弹。再者,近期多地房租上涨,房租本身的上涨以及向服务价格的传导,都带来一定的通胀压力。最后,人民币汇率贬值带来输入型通胀,人民币汇率贬值,不仅意味着进口商品的价格上涨,同时也意味着境外旅游等服务价格的上涨,比如今年7月CPI中的旅游分项环比涨幅为2011年以来各年7月最高。

第三,政策转向宽信用。8月18日,银保监会通知中提到支持基础设施领域补短板、推动有效投资稳定增长,银行信贷将为在建的基建项目带来增量资金。最近基础设施类信托反弹也比较多。加上主要投向基建相关项目的专项债发行加速,债市投资者担忧宽信用带来基建投资的反弹。

“债牛”逻辑仍较牢固

中国证券报:如何评价宽货币向宽信用的传导效果?“债牛”核心逻辑会否松动?

黄文涛:宽货币向宽信用的传导效果,可以从量、价两方面来看,其中量是指下半年社融增速能否触底反弹;价是指实体经济融资成本是否明显回落。7月以来,信用利差明显收缩,市场对今年信用风险的担忧明显下降,价的方面有明显成效;另一方面,信贷增速仍然较快,但社融增速持续下滑,表内信贷投放难以扭转整体社融增速下滑,短期内社融企稳仍然难以看到。融资结构性难题仍然存在,对于中小企业以及民企,宽货币向宽信用的传导仍然不畅,机构对于中小企业和民企风险偏好难有本质提升。

上半年债券牛市,核心逻辑在于融资下行倒逼监管放缓,政策从去杠杆到稳杠杆,加上贸易形势生变,市场风险偏好下降。8月份以来,尽管债市经历了一轮调整,但下半年经济下行预期仍然牢固,宽基建受隐形债务管控难以超预期,房地产投资大概率回落,贸易形势仍有进一步升级可能。通胀方面,尽管风险因素积聚,但年内猪肉价格压力不大,菜价、房租等主要是短期影响,不必过于担心,预计年内CPI略超2%。在需求疲弱、融资下行、通胀压力可控的情况下,货币政策也没有收紧的必要,“债牛”核心逻辑

仍然牢固。

刘郁:本轮宽货币向宽信用的传导,很大程度上取决于银行是否愿意投放信贷。从7月份的信贷数据来看,7月新增人民币贷款1.45万亿元,但其中有2388亿元票据,投向非银金融机构的贷款也有1582亿元,说明银行向实体经济投放中长期信贷的积极性不算高。目前来看,银行信贷方面宽信用的效果还不是非常明显。

宽信用对债牛逻辑形成一定的挑战。直观而言,从银行的角度,本轮宽信用主要渠道是银行信贷。信贷增加,不仅挤占银行对债券的配置份额,而且也会相应减少银行投向货币市场的资金量,导致货币市场资金供给量减少,从而推高非银机构的融资成本。这两个角度都直接对债市形成利空。而且,信贷放量还会带来后续经济的反弹,也对市场情绪形成压制。

但非标受限的资产配置逻辑也很重要。非标资产本质是一种风险资产,其中对接地方融资平台的就拥有了地方政府信用加持,而且优先劣后端的设置,让优先端成为准安全资产。这事实上导致大量资金从利率债和高等级信用债分流到非标资产。资管新规对非标的限制,意味着将来非标准以新增,存量也面临逐渐缩减,那么以前配置非标的钱去哪里?一部分将会流向真正的安全资产——利率债和高等级信用债。这是一个未来数年间的趋势,对债券收益率下行形成支撑。

外资流入也对债市形成利好。今年前8个月,境外机构债券托管量已增加4379亿元。明年4月,我国的国债和政策性银行债券将纳入世界三大债券指数之一的彭博巴克莱全球综合指数,有望为国内债市带来约1000亿美元的资金流入。叠加3年内境外机构投资境内债券市场取得的利息收入暂免征收企业所得税和增值税,增强了国内债市对外资的吸引力,外资流入也有助于强化债市的逻辑。

长端利率仍有下行空间

中国证券报:展望四季度,对债市行情有

万吨,10月750万吨、11月700万吨、12月仅450万吨。

华泰期货分析师黄玉萍表示,按照当前月度压榨量,11月前油厂豆粕库存将出现拐点。豆粕期货9月合约在临近交割月连续走高,目前11月合约表现抢眼,11-1、1-5正套交易的正是随着时间推进越来越确定的现货趋紧。

兴业期货认为,虽然目前豆粕库存仍处于高位,但是11月之后供应偏紧的预期支撑现货价格,油厂及贸易商挺价意愿强。这周开始工厂催提缓解,说明油厂惜售。基差大幅回升且进一步走强,基差在M1901+90至M1901+130之间,因此对豆粕1月合约形成支撑。

豆粕主力1901合约8月28日以来累计反弹了2.73%。1811合约同期涨幅则达4.08%。

“对于全球大豆供需平衡表来说,全球大豆产量增加,南美的巴西和阿根廷新豆产量预估维持不变,压榨需求略减少,出口小幅增加,但期末库存增量较大,或对大豆价格有所压制。”兴业期货表示。

关注需求变化

“现在更大的不确定性来自需求。”黄玉萍指出,从两个方面说起,一是低蛋白日粮配方可能导致的豆粕需求下降。如果豆粕添加比从20%降至18%,降幅10%,大豆进口和压榨可相应减少950万吨。二是非洲猪瘟疫情的蔓延。非洲猪瘟疫情,如果不能有效控制,对豆粕需求可能构成重大利空。

数据显示,去年10-12月能繁母猪存栏居于全年最高水平。理论推算,今年8-10月

债市弱势震荡 短期难有大行情

跃券180210开盘成交在4.21%,随后上行至4.22%,日内集中交投在4.21%-4.22%之间,尾盘成交在4.22%,较上一日尾盘上行约1BP。次新券180205成交在4.265%-4.285%,尾盘成交在4.275%,与上一日尾盘变化不大。

一级市场方面,财政部招标的两只贴现债表现中规中矩,中标收益率均接近二级市场水平。

9月7日,央行逆回购操作继续暂停,但开展了1765亿元1年期MLF操作,利率未变,操作量与到期量持平,实现等量续做。货币市场利率延续上行势头,银行间7天期回购利率DR007上涨7BP至2.67%。

等待形势明朗

“宽信用的进度备受关注。”市场人士表

何判断和投资建议?

黄文涛:展望四季度,利空因素仍在进一步消化过程中,9、10月份利率债供给压力仍然较大,加上当前市场对于短期通胀上行担忧尚未消除,预计短期内长端利率仍将维持震荡行情。

从中长期来看,“债牛”核心逻辑仍然牢固,随着经济数据以及融资数据进一步下行,加上CPI数据公布后市场对于下半年通胀上行的担忧化解,收益率仍将回到下行通道。在经历8月份调整之后,长端利率处于较好的配置窗口。预计下半年10年国债收益率波动区间在3.4%-3.7%,10年国开债利率波动区间在3.9%-4.4%。

刘郁:四季度经济下行压力仍存。从基建补短板 and 坚决遏制房价上涨来看,接下来政策的主要着力点是基建,基建投资从低位企稳反弹的可能性较大,但地产销售、投资可能因棚改货币化安置比例下降而趋势下行。

PPI下行可能拖累经济的名义增速。由于2017年四季度PPI同比基数较高,今年四季度PPI同比可能迅速回落至1%-3%区间内。PPI同比的下滑,直接带来企业利润的下滑,也会间接影响企业的投资决策。对应的,名义GDP增速可能也要面临下行。8月CPI小高峰之后,预计四季度重回2%附近,甚至可能低于2%。之所以判断四季度CPI不会太高,是因为两个确定的基数因素会拖累CPI同比回落0.4%-0.6%:一是医疗分项,去年8-9月是医疗保健分项环比涨幅最高的两个月,到今年9月这个影响在CPI同比中就没了;另一个是油价,从去年9月开始,油价开始上涨,对应的CPI能源分项基数也走高。

从基本面来看,不仅通胀预期面临被打破,而且PPI下行带来的企业营收、盈利增速将明显放缓,地产、出口等需求端可能也会有所回落,强化经济下行预期。此外,10月开始地方债供给压力减小。总的来看,四季度债市有望打破6月下旬以来的震荡行情,重新进入长端利率的趋势下行阶段。

商品猪供应也会在高位水平,但是60斤以下的仔猪存栏自今年3月开始持续减少,对下半年猪价整体形成利好。猪粮比在下半年也呈现向上趋势,养殖利润已不存在亏损情况。

兴业期货认为,正值开学季节和即将来临的双节备货,猪肉采购需求增加。虽然非洲猪瘟仍持续发酵,但是发生疫情的是泔水猪,且散点分布不涉及规模养殖场。从另一方面来说,这也鼓励采用正规饲料饲养。预计短期生猪价格继续涨跌互现,整体以偏稳小涨为主,对豆粕需求有所支撑。

黄玉萍表示,期权上可以考虑买低执行价看涨期权,卖高执行价看涨期权。对于现货企业而言,可以根据生产需求提前采购基差,1901合约如果遇到需求/美豆单产继续上调利空可择机多买点。

■ 投资非常道

也谈供求、估值、预期

□金学伟

量子力学中有一个海德堡测不准原理,它是1927年由德国物理学家海森堡在海德堡大学的一次实验后提出的。这一原理认为,客观实体没有一个绝对确定的物理量,而我们观测量子运动的仪器所发射的光子,本身就会影响量子的运动。因此,我们对量子位置的测量越准确,对其动量的测量就越不准确;反之,对其动量的测量越准确,对其位置的测量就越不准确。

相对股市来说,同样的客观存在,在不同人眼里,因方法、角度、立场、信仰、知识结构、经验等不同,得出的判断也会大相径庭。比如,当成交极度低迷时,趋势投资者会认为没有机会,因为成交量是股市的元气。价值投资者会认为是买进股票的最好时机,因为量越大,股价水分越多,在成交量极度低迷时买进,等于是买干货。

即使从同一视角出发,相同的客观存在也会让我们得出截然不同的判断。以成交量来说,当大盘成交量创出一轮调整的“地量”后,有人会从技术角度得出底部已现的结论,因为地量=地价。而以我的经验和理论看,真正重大且可靠的底部都出现在“成交量在极度低迷状态下的底背离”之后。这一观点我从1993年提出到现在,几乎涵盖了一切重大底部。

为什么这一判断标准比“地量等于地价”能更准确地把握重大底部?原因很简单,“地量等于地价”只是从一个层面——持股者层面考虑问题。而“成交量在极度低迷状态下的底背离”则考虑了两个层次:成交量的极度低迷意味着持股者的卖出意愿已经淡薄;底背离意味着买进的力量开始增大。这样的考虑更能代表市场的本质。因为本质上,任何一轮趋势都是持股者与持币者“博弈”结果。只有当持股者只愿以更高价卖出,持币者也愿以更高价买进时,一个好的上涨趋势才会出现。而地量的出现只代表持股者的卖出意愿已低到了极点,股价上涨具备了部分的可能性和必要性。但另一部分则必须由持币者来提供,那就是重大的底部必定是在量价背离后产生的原因。

可能性与必要性,是我们判断大势、把握大局不可或缺的两个方面,也是构成事物必然性的两个不可或缺的重要组成部分。如果说,持股者不愿在低价卖出,提供的是股价上涨的必要性;那么,持币者愿以较高的价格买进,则提供了股价上涨的可能性。从这角度去考虑,我们对大势的把握才能更进一步。

现在回过头去看看就可以知道,当初2638点这个底就是产生于成交量的最低点。股市,有很多本质的东西是不可违背的。而构成股市本质的,都不是复杂的东西,而是一些简单的原理。

这么多年来,我们专业投资机构、很多专业人士之所以对大势与大局的把握屡屡出错,依我看,更大的原因不在他们的专业素养不高,专业知识不够,而在他们对一些重大问题的思考缺乏哲学高度,对何为必然性缺乏了解,对一些最朴素的原理重视不够。

在估值的问题上同样如此。价值、预期、供求是决定股价走势的三个基本要素。起决定作用的是供求。预期在一定供求状态下对价格的波动起中期或短期调节作用,而估值则是三个变量的产物,即供求、预期、公司性质及盈利状况。因此,估值说起来很重要,甚至是最重要的要素,但实际上,它的落差很大,大到在一定的限度内,根本无法成为一个可参考的量化指标。

比如说,沪深股市过去20多年里,大盘平均市盈率峰谷落差达7倍之巨。美股虽然波动小一点,但也有3-4倍。

峰谷间的落差如此之大,底部与底部呢?同样有1倍左右的差距。最高的近18倍,最低则不到10倍。

总体上,估值、供求、预期三个因素中,预期是最虚无缥缈的,估值可以在一定程度上,对预期和供求起到制约和引导作用。

比如牛市中,在一定的供求条件和预期作用下,市场会越涨越高,而越是上涨,市场的预期越乐观,引导资金越来越多地进入股市。但当市场的平均估值到达一定高度后,就会出现反转。这时,一方面,因为估值已高,股价上涨对资金的依赖性越大;另一方面,因为估值已高,愿意加入的资金反而大幅减少。

在熊市中则相反,股价越低,市场的预期越悲观,愿意进场交易的越少。但当估值低到一定程度,就会出现反转。这时,一方面,因为估值已低,股价上涨对资金的依赖性也已很低,另一方面,愿意进场交易的资金反而大幅增加。

笔者认为,目前市场宏观的供求关系当然很不乐观,但要说十分的紧张好像也不至于,最明显的是,国债回购利率一直保持在2.5%左右水平上,说明有相当多的存量资金采取了和我们相同的策略,账户上有钱,但不交易,也不离场,而是通过做国债回购方式,留在市场上,以备不时之需。关键的问题就在于估值,因为截至本周,沪综指的平均市盈率还有13.5倍左右,两市的平均估值尚不具备足够吸引力,尚不能覆盖市场对宏观经济态势的悲观预期。

证券投资基金资产净值周报

截止时间:2018年9月7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
S05888	嘉实元和	1.1475		11,475,207,609.91	

注:1.本表所列9月7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。