

■ 多空论剑

债市不温不火 打破僵局关键在经济

□本报记者 张勤峰

近期债券市场不温不火,症结在何处?宽信用有何进展?货币政策还有放松空间吗?针对这些热点话题,邀请中山证券债券交易部总经理陈文虎和东北证券固定收益大金融首席研究员李勇进行讨论。

多因素制约债市上涨

中国证券报:近期债券市场不温不火,制约市场上涨的因素主要有哪些?

陈文虎:随着宽货币、紧信用的格局逐渐向宽货币、宽信用过渡,债券市场行情从之前的双轮驱动转化为基本面单轮驱动模式,而基本面的下行步伐慢于市场预期、经济韧性犹存是目前市场震荡的主要原因。具体来看,制约市场上涨的因素有以下几个方面:第一、基本面上,各项经济指标虽有隐忧,但尚未出现大幅下滑;第二、央行调控更精细,坚持政策利率基准,无意维持资金面过于宽松;第三、通胀预期受到市场关注;第四、人民币汇率和美联储加息的制约。另外临近年底考核时点,绝对收益型机构在今年已经获益较丰厚的情况下更多会选择谨慎操作,也制约了市场的上涨。

李勇:近期债市走势不温不火,主要原因有以下几点:第一、通胀预期抬升。8月CPI同比、环比都有所上升,价格的回升对债市形成一定程度的制约。第二、目前流动性宽松,但后期进一步宽松空间有限,对债市也是潜在风险。第三、去杠杆的主要方向并没有实质变化。第四、美联储渐进式加息对我国货币政策产生一定制约。第五、财政发力对基建的提振会起到稳增长的作用。

稳增长政策有待继续发力

中国证券报:8月经济数据已出,如何看待当前经济基本面表现及后续运行趋势?

陈文虎:7月末以来,各项宽信用政策加速出台,但银行体系因资本金要求、信用风险等因素,信贷投放积极性不强,大量以短期票据充量,表内信贷在对冲表外融资萎缩后对社融的拉动效果一般,宽信用政策传导偏慢。从公布的PMI数据来看,生产小幅回升,但下游需求继续走弱、企业库存恶化,贸易摩擦影响逐步显现。但后续随着地方专项债加快发行,电网、高铁等基建项目加快审批,投资数据企稳,各项减税降费政策落地实施,四季度经济有望看到暂时企稳。但受限于资金来源和后续的地产业投资下滑,明年的经济基本面仍存一定下行压力。

李勇:整体来看,当前内外需求均较为疲弱。外需方面,贸易因素对外需的影响逐渐显现,后期仍有持续影响的可能。内需方面,投资疲弱,基建未见明显企稳,房地产投资有所下行,仅制造业一枝独秀,但支撑力度不足。此外,生产动力依旧疲弱,高频数据如高炉开工率、盈利钢厂以及六大发电集团日均耗煤量均持续下行。通胀虽然有所上升,但第四季度基



中山证券债券交易部总经理 陈文虎

年内债券市场在合理充裕的资金环境下料将维持震荡格局,票息收入为主,待经济基本面数据给出破局信号。

数效应较高,后期CPI继续上行的动力有限。总体看,短期经济预期难有明显改善。

中国证券报:宽信用进展如何?

陈文虎:7月末以来,国家出台了多项宽信用政策,具体包括:MLF配套资金支持、鼓励银行加大小微信贷投放和认购低等级信用债、资管新规细则和理财新规放松非标监管等。宽信用的主要渠道在于信贷投放及债券发行。信贷投放方面,银行受限于资本金、信用风险、终身问责等因素,风险偏好较低,信贷投放积极性不高,为满足监管考核大量以短期票据充量;债券发行方面,去杠杆背景下市场机构主动规避风险,外加资管规模萎缩,低等级信用债配置需求较弱,民营企业发债难度不减;非标融资方面,虽然资管新规细则有所放松,但整改期限的要求仍需满足,短期内非标融资下滑速度有所放缓,但非标萎缩之势未改。整体而言,从8月PMI中小企业景气度重回扩张区间和社融数据超预期可以看出宽信用政策取得了一定效果,但仍存在推进难度,后续还需要政策层面的进一步疏导。

李勇:8月新增信贷高于上年同期,但票据融资仍是贡献主力,企业长期贷款增速疲软,信贷继续呈现结构性分化,说明虽然银行信贷额度较为充足,但实体经济的信贷融资需求仍较弱,银行风险偏好相对较低,从而限制“宽信用”政策效果的发挥;8月M1、M2同比增速双双下降,受益于债券融资回暖和非标萎缩幅度收窄,社融实现超预期增长,但是余额增速仍在继续下滑。总体来看,8月融资数据有所改善,但考虑到经济回暖动力依旧不足,银行风险偏好仍较低,目前“宽信用”政策尚未扭转经济下行趋势,信用扩张效果有待观察。

中国证券报:月底公开市场利率上调可能性大吗?货币政策是否还有放松空间?

陈文虎:9月底美联储加息基本板上钉钉,但央行跟随上调公开市场利率的可能性较低。主要原因包括:一是汇率方面,央行已重启逆



东北证券固定收益大金融首席研究员 李勇

在基本面存在下行压力以及货币政策维持宽松的背景下,利率债市场将维持震荡慢牛格局。

周期因子来稳定汇率预期,人民币贬值相对可控,且本轮人民币贬值并未引起外汇储备的大幅流失,外债压力相对降低;二是中美两国利率尚处于较高水平,美债利率尚未形成大幅突破上行走势;三是国内基本面数据未见明显起色,后续下滑压力犹存,贸易不确定性较大,从稳增长的角度,央行在9月底没有主动上调公开市场利率的动力。

货币政策空间方面,目前银行间流动性合理充裕,外加美国处于加息周期,出于汇率等多方面因素考虑,在经济没有进一步大幅下滑的情况下,货币政策进一步宽松的必要性不大,但仍保留了进一步宽松以应对后续潜在风险的空间。

李勇:我国货币政策更多是基于自身经济的状况来决定,目前国内处于供需两弱的状态,调升公开市场操作利率与宽货币的基调不符。未来货币政策仍有放松空间,一方面财政发力,特别是地方债加速发行需要货币政策的保驾护航。另一方面,货币政策宽松有助于稳定内需,降低企业融资成本,是稳增长的重要手段,但放松将以定向宽松为主。

要么震荡要么上涨

中国证券报:对年内债券市场走势有何看法?

陈文虎:受基本面等多重因素影响,三季度债券市场震荡加剧,9月底市场资金面面临跨季和美联储加息的双重考验,债券市场料将维持震荡格局。四季度,经济基本面向有望在政策托底下暂时企稳;通胀年内大幅走高的可能性不大,但心理压力不减;资金面不存在大幅收紧的基础,料将维持合理充裕;海外方面,新兴市场在美国加息周期中整体需求走弱,而发达经济体需求相对稳定,外需对国内经济贡献进一步下降,需重点关注贸易形势的演化,特别是可能的缓和带来的情绪上的影响。整体而言,年内债券市场在合理充裕的资金环境下料

人民币汇率延续双向波动

□本报记者 王姣

9月14日,人民币兑美元中间价上调126个基点,为连续第二日调升,当日在、离岸人民币兑美元即期汇率双双突破6.85关口,整体延续了近期总体企稳的运行格局。

市场人士指出,近期人民币汇率企稳,主要受益于两大因素:一方面,土耳其央行大幅加息、里拉飙升,令市场风险偏好有所回升,并带动多个新兴市场货币上涨;另一方面,我国8月经济数据整体好于预期,表明基本面对人民币汇率仍有较强支撑,叠加近期周调降政策,人民币汇率预期企稳。往后看,人民币总体企稳、双向波动的运行格局不变。

全球风险偏好回升

本周土耳其经济金融形势仍是资本市场

关注的焦点。9月13日,土耳其央行宣布,将现有基准利率从17.75%大幅上调至24%,加息幅度达625个基点。土耳其央行并表示,将采取所有货币政策工具遏制通胀,维持物价稳定。

受此影响,土耳其里拉兑美元汇率当天大涨近5%,多个新兴市场货币也应声上涨,如南非兰特、俄罗斯卢布,涨势并向亚洲汇市蔓延。

9月14日,中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价报6.8362,较上一交易日调升126个基点,为连续第二日调升,前一日(13日)人民币兑美元中间价调升58个基点。

即期汇率方面,14日境内银行间外汇市场上,人民币兑美元随中间价高开于6.8481元,盘中有所回落,日内主要围绕6.85上下波动,至16:30收盘报6.8521,较上一交易日跌34点,不过在、离岸人民币兑美元盘中分别触及

6.8455、6.8419,双双升破6.85关口;香港市场上,离岸人民币兑美元继前日跌逾百点后延续震荡,至北京时间14日16:30报6.8473,盘中微跌23基点。

风险偏好回升背景下,美元走势偏软。全球汇市方面,14日美元指数偏弱震荡,盘中跌破94.4,跌幅一度超0.15%。

“除土耳其央行为稳定本币汇率大胆加息外,贸易形势可能改善、美元走软、美国通胀数据弱于预期等因素均支持了市场风险偏好。”FXTM富拓货币策略和市场研究全球主管Jameel Ahmad 9月14日点评称。

Jameel Ahmad称,若美元指数周收盘低于94.50,则面临中期内跌破94的风险。这对新兴市场货币而言无疑是好消息。

国内基本面有支撑

在土耳其加息提升市场风险偏好的同时,

OMO净投放3300亿 流动性恢复宽松

周五(9月14日),央行继续放量开展1500亿元逆回购,叠加此前两日开展的600亿元、1200亿元逆回购,考虑到本周无逆回购到期,本周累计实现净投放3300亿元。

连续三日净投放的呵护下,资金面由收敛逐步转向宽松状态,短期限资金利率明显下行。9月14日,Shibor多数下跌,隔夜Shibor跌4.1BP报2.4890%,7天Shibor跌1.8BP报2.6450%。

银行间质押式回购市场上(存款类机构),14天及以内各期限回购利率均小幅走低,其中隔夜回购利率DR001跌3BP至2.48%,代表性的7天期回购利率DR007跌2BP至2.62%。

据交易员透露,14日银行间质押式回购市场上,资金面总体均衡偏松。早盘隔夜资金以加权价融出,7天资金融出价在2.60%;此后资金面趋于更宽松状态,隔夜有减点融出,7天价格也继续下降。午盘后,资金继续呈宽松趋势,尾盘融出机构减少,隔夜资金成交在均价2.48%。

市场人士指出,央行果断重启公开市场操作,投放3300亿元逆回购资金驰援资金面,整体仍延续了“削峰填谷”的操作思路,预计后续央行将继续精准调控,维持流动性合理充裕状态。(张勤峰)

□华泰期货 杨泽元

由于2018/19新榨季国内大概率增产,国际糖市同样受到供应过剩的制约,糖价中长期下跌趋势不变,策略上仍维持逢高做空的观点。但榨季末现货销售压力并不大,现货价格较为坚挺,在没有新的利空消息出现前,糖价短期跌幅有限,或将维持震荡偏弱的格局。

供应过剩格局延续

从国内供需角度看,2018/19新榨季国内糖市仍处于增产周期,且受经济下行压力影响,需求将小幅萎缩,总体供需趋向宽松。今年年内多数时段的气象条件有利于甘蔗,且自然灾害对作物生长影响小,叠加内蒙古甜菜种植面积大幅增加,因此我们预估2018/19新榨季全国食糖产量为1090万吨,增幅5.72%。

需求方面,由于内需不振,我们将消费量小幅下调至1480万吨。假设进口量维持不变,亦没有如收储等能大幅减少供应量的重大政策出台,我们预估2018/19榨季期末供需缺口仅为49万吨(非正规渠道糖源未计入供应量),这是至2014/15榨季以来供需最宽松的榨季。

短期跌幅有限 糖价偏弱震荡

从全球供需来看,分析机构GreenPool 预估,2018/19榨季全球食糖供应过剩量为424万吨。2018/19新榨季在国内外都供大于求的背景下,糖价还有下行的空间。对于有库存的涉糖企业,卖出套期保值有其合理性和必要性。

榨季末现货翘尾可能性小

近期糖市有两个焦点信息公布。一是9月5日郑商所发布关于调整指定白糖交割库的公告,自公告之日起暂停冀城国储库、陕西西瑞库和昆国粮糖库三家指定白糖交割仓库入库业务。此前已申请的预报仓单可照常入库,因此公告影响的是2018/19新榨季的甜菜糖仓单的库存。但甜菜糖交割库点较多,原本大约有9个常用的甜菜糖交割库。如今取消其中两个,对整体库存影响不会太大。而且公告只说明是暂停入库,并不是取消交割库,有可能随时恢复入库。

二是8月份全国产销数据公布。中糖协全国累计产销量与各地统计数据有出入。若以各地数据统计,8月份全国累计产销糖840.41万吨(去年同期787.5万吨),产销率81.54%(去年同期84.78%),工业库存190.22万吨(去年同

国内经济韧性较强也支撑人民币汇率企稳。

国家统计局14日上午公布的数据显示,中国8月规模以上工业增加值同比增长6.1%,预期6%,前值6%;8月社会消费品零售同比增长9%,预期8.8%,前值8.8%。1-8月固定资产投资同比增长5.3%,创历史新低,预期5.4%,前值5.5%。

此外,14日下午公布的数据显示,中国8月外汇占款余额减少23.95亿元人民币,至21.5万亿元人民币,结束七连增。结合8月外储规模小幅下降82.30亿美元来看,资本外流压力依然可控。

值得注意的是,境外机构8月份继续增持人民币债券716.26亿元,增持幅度小幅扩大,目前已连续18个月实现增持。招商宏观指出,境外机构对同业存单的增持有所加强,8月增持145.86亿元,汇率趋于稳定可能是其重要的考虑。

新榨季企业该如何套保

2018/19新榨季国内糖市大格局是供需趋向宽松,未来糖价将逐步下行,月间价差将呈现现货价格>近月期货合约价格>远月期货合约价格的态势。但受甜菜糖仓单制约影响,临时交割之时近月合约将由近月升水结构转为近月贴水结构,以便将甜菜糖仓单向远月合约结转。因此通常情况下应选择主力合约作为套保标的。若靠近交割月,主力合约有从近月主力合约升水结构转为近月主力合约贴水结构的趋势时,可以选择将套保头寸移至远月次主力合约。在熊市中,大部分时间段期现基差都为强基差,弱基差是入场卖出套保的好时机,可以博取额外基差收益。而且在采购及点价旺季,通常现货价格持稳,期货价格反弹,期现基差走弱,有利于建立卖出套保头寸。

■ 投资非常道

平势 还是逆势

□金学伟

市场是有规律的,但规律本身也是随机的。最简单的如浪和浪之间大概率会呈某种黄金比例,但究竟哪种比例,以何种形式呈现,却是随机的。所以,事后看我们总是很清楚;事先看却选项繁多,莫衷一是,难以定夺。

波浪分析的高下就在能否在纷繁复杂中理出头绪,找到特殊的“这一个”。

规律以随机方式呈现,是因为股市本身是个“确定性混沌系统”、“复杂适应系统”。无数个体的自适应行为演化成系统的复杂性。而股市又是个开放系统,不是麻将、干瞪眼,就4人,或5、6个人玩到头,它中途会有新的因素不断介入,使股市自适应行为结果更难有定规,难以洞见。

对这样一个系统,要利用已知“规律”去把握它,难度极大,成败全赖我们的思维方式,我们对市场本质的认识、对“规律”的认识是否到位。尤其是对复杂适应系统是否有深刻理解,能否“把普遍真理与具体实践相结合”。

历史上,C浪不创新低的调整有两波。一波是1997年1510点调整,A浪最低1025,C浪最低1043。一波是6124至1849,A浪最低1664,C浪最低1849。

两波C浪不创新低的调整,性质上有很大区别。前者是平势调整,属半强势的中继型整理——回吐比例超过0.38,但不到0.5倍;B浪反弹超过A浪0.66倍,达到0.82倍,高点1422点和1510点相当接近。其后的上涨高度也体现了中继型特征:325-1510点涨1185点,1047-2245点涨1198点。

6124点则是一波大级别调整,其C浪所以不创新低,全赖A浪跌幅已够大:跌4460点或72.83%,回吐比例已达0.73倍。当A浪跌幅已满足一轮大级别调整要求(达到极值)后,C浪通常都只具形态意义,要完成的只是一个形态,而非价格。价格端点和形态端点的区别就由此而来,它具有一定的特殊性。

虽创新低,但非常有限的C浪,也有一波,那就是1052点调整。其A浪524点,C浪512点,只低了2.3%。

这波调整,C浪所以只是象征性地创新低,原因无非是:属牛市3浪(包);A浪回吐比例已近0.73倍,且跌幅已达50%;B浪反弹比例达到0.76倍,其高点926点与A浪起点1052点只差126点或12%。当B浪反弹比例超过0.66倍,尤其是超过0.76倍后,铁定就是个平势调整。

另有两波,1558至325、2245至998,C浪都大幅创新低,前提都是A浪过短,与调整的级别相比明显不够,无论时间、空间比例、幅度。

五个C浪,涵盖了三种类型——

逆势型:1558至325、2245至998,表现为C浪大幅创新低。

平势型:1052至512、1510至1047,表现为C浪低和A浪低在同一水平位。

包孕型:6124至1849,C浪不创新低且显著高于A浪低点。

它们各有各的前提,其中,A浪是否够长,B浪反弹比例是否够大,是两个基本判断条件。

如果A浪够长,达到一轮调整所需“数值”,那么,B浪反弹比例是可以忽略的,因为A浪已经把全部的路程都走完了,剩下的只是一个“仪式”问题。6124点调整,价格端点在前,形态端点在后,就是这个原因。

如果A浪较短,那就要看B浪比例。B浪比例够大,那基本上就是平势型调整,1510点就是这个例子。A浪较短,B浪比例又不够大,那基本上就是一个C浪创显著新低的逆势型调整了,1558点、2245点,都是如此。

这个判别方式包含了对市场强与弱的一种辩证态度:是弱势就要跌到根,是强势就要表现出强势。既不到根,又不强势,要走出平势型。

那么5178点呢?到2638点,跌2540点,回吐比例0.763倍,跌幅近50%,如果视它为Ⅲ浪(包)调整,那么,这样的回吐比例、调整幅度,基本上够,换言之是A浪已够长,虽然未到“数值”。如是,C浪底与2638点持平,即使新低也相当有限,可能性是客观存在的。

但是,2638点不到3587点的反弹又走得分外弱,跌2540点,反弹949点,比例仅0.373倍,没有表现出平势型调整应有的强势!这样看,则又存在着C浪创显著新低的条件。

阳光底下没有新鲜事,但太阳每天都是新的。这对矛盾再次体现了“确定性混沌系统”或“复杂适应系统”的特征:有规律的,但以随机方式呈现。对投资者来说,每一轮上涨、下跌,面对的总是特殊的“这一个”。可借助的是一“般战争规律”,要解决的却是特殊的“这一场战争”。

具体问题具体分析,适应矛盾和解决矛盾的能力是最重要的能力之一。我觉得,当前市场的弱势,有宏大环境因素,包括旧的负资产需要出清,新的不利因素不断出现。也有持续两年多“市场纯净运动”带来的后遗症——大量资金或被驱离,或主动离场,主力资金单一化,造成供求关系全面弱化,作为润滑剂而存在的必不可少“投机”积极性受到严重压制。

但即便如此,到目前为止,我认为市场走势还在正常的“规律使然”范围,没有“超常规”,所以,解决上述这对矛盾,是我们把握未来一段时间大盘走势的关键。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年9月14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
505888	嘉实元和	1.1478		11,478,450,609.39	

注:1.本表所列9月14日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管行复核后提供。
2.基金资产净值的计算为:按照基金持有的股票的市场公允价值计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。