

■ 多空论剑

债市“活”在当下 股市放眼长远

□ 本报记者 张勤峰

近期美债利率快速上行并创阶段新高,在全球金融市场上引起较大震动。未来美债收益率还有多大上行空间,中美利差会否倒挂?在当前时点,大类资产配置该如何选择?就此,本栏目邀请中信资本资产管理首席策略师赵巍华和中山证券债券交易部总经理陈文虎进行探讨。

美债收益率上行有顶

中国证券报:近期美债收益率出现较快上行,曲线陡峭化修复,触发因素主要是什么?

赵巍华:市场之前的主流预期是美联储加息周期接近尾声,认为未来加息次数有限,美债收益率曲线期限结构也因此十分平坦。美联储9月加息消息公布后,长端美债收益率甚至下行的。但近期美联储主席和部分联储重要成员传递给市场的信息偏鹰派,并多次暗示利率正常化进程并不会很快结束。近期美国经济也表现出一些过热的迹象,薪资水平和油价等持续走强。这些都导致市场对美联储加息的预期发生较大改变,转而认为未来美联储加息可能会提速、加息周期长于之前预期。在市场交易层面,当10年美债利率再次突破并站稳3%之后,市场上出现了一波空头止损和抛售行为。市场交易行为与预期改变共振,推动美债收益率快速调整,美债收益率曲线形态陡峭化修复。

陈文虎:本轮美债收益率上行最直接的触发因素为10月3日晚间美联储主席鲍威尔发表的鹰派讲话,重申了对美国经济的乐观态度,并表示当前利率距离中性水平还有一段长路。此言过后,美债利率上行超过10BP,风险资产调头回落。从交易结构上说,9月底美元兑其他主要货币的基差互换突然飙升,背后的原因在在于三个月的外汇远期合约展期至年底之后,银行特别是外资银行为了符合监管要求,努力在年底前缩减其资产负债表规模,这使得融资成本更加昂贵,外资的对冲成本几乎相当于一度加息,这导致了国际投资者对美债需求的显著下滑。

中国证券报:对美债后续走势有何判断?

赵巍华:年初以来,美国税改等政策调整为经济复苏注入了更多动力,美国经济本轮复苏持续时间可能延长,并已开始出现一些早期过热的迹象。美联储的机构和政策中立性有坚实的制度保障,货币政策正常化进程仍将持续。近期美股调整大概率还是技术层面的调整,考虑到美股和美国经济杠杆有限,美国经济基本面的支撑还算稳固,因此近期美股转熊的概率有限。

美债收益率仍有上行空间,但曲线大幅陡峭化的概率不高。目前全球经济增长存在较多不确定因素,美元走势也偏强,美国通胀水平虽在回升,但通胀压力仍有限,并不支持长端收益率持续大幅上行。

陈文虎:美债短期已出现超调迹象,后续10年期美债料在3.1%-3.25%区间展开新一轮整理,新的震荡中枢将显著高于之前平台。从中期角度来看,美债利率依旧存在上行的动力和基



中信资本资产管理首席策略师 赵巍华

A股底部的形成可能需要较长时间,不排除有新低出现的可能,但对未来1-2年的股市不悲观,股票有望是这个时段内表现占优的资产。



中山证券债券交易部总经理 陈文虎

债券市场牛市过半,但目前中长时间收益率仍处于历史中位数附近,息差总体丰厚,整体依旧存在明显的配置价值。

础,但也存在不少制约因素。

从历史上看,每到美联储加息周期末期,期限利差都会出现收窄甚至倒挂现象。从联储的加息点阵图看,短端美债利率中期顶部在3.25%-3.5%区间,10年期美债收益率后续如果有效突破3.25%阻力位,则有可能进一步挑战3.5%点位。美债利率的上行会导致美国内融资成本上行,带动美股市场调整,进而对美国经济和全球风险资产形成负反馈压力,美债收益率继续大幅上行也存在明显的制约因素。

外部扰动难以回避

中国证券报:美债收益率较快上行将如何影响我国金融市场?

赵巍华:自美元成为全球货币体系的中心货币以来,美联储政策收紧周期往往会对全球市场造成较大的外部性影响。如果本轮美联储加息周期持续时间显著长于市场预期,仍很有可能对之前多年习惯于全球货币宽松环境并积累了大量债务和杠杆的新兴市场经济体造成较大影响。

在人民币汇率承压但可控的情况下,近期美债收益率快速上行对我国债券市场的直接影响有限。央行降准表明货币政策优先关注稳增长等内部需求,直接利好短久期债券市场,并对冲了美债收益率上行对我国长久期债券的偏空影响。长期看,强美元、弱美债的组合仍会制约我国货币政策选择和长债收益率下行空间,一旦人民币贬值压力加剧到一定程度,政策的优先目标很可能发生变化,即为维护汇率稳定和物价稳定而阶段性转向。

美债收益率快速上升与美元走强等共振,会对很多新兴市场国家的汇率、股市造成不小的共振性压力,我国也受到一些此类影响。此外,美债收益率较快上行也会导致美股阶段性调整压力,这种压力外溢也会在短期加剧A股和港股的压力,典型的如10月11日A股和港股大跌。

陈文虎:美债收益率较快上行对我国金融

市场形成了较为明显的心理压力。就外汇市场而言,美债收益率的较快上行造成美元强势,对人民币汇率形成压力,但相关部门及时出台多项举措,含义明确,贬值压力相对可控。美国股市在美债利率较快上行后出现大幅调整,进而带动全球风险资产下挫,叠加国内经济后续可能的下行压力,A股市场不能幸免。债券市场由于国内经济潜在的下行压力和人民银行相对宽松的政策呵护,与美债走出了相反行情,后续走势仍将受更多国内经济基本面的影响。

中国证券报:中美利差近期再度收窄,未来是否可能发生倒挂?

赵巍华:中美利差阶段性倒挂可能出现,但很难长期维持。本世纪初的中美利差倒挂可以持续,主要是因为当时人民币汇率市场化程度更低,我国外贸顺差快速增长且资本流入迅猛导致外汇占款猛增,人民币兑美元政策存在巨大的未释放升值压力,因此货币政策考虑放松时不需要担忧资本外流压力。目前的情况则不同,外汇占款高增长的时代结束,人民币的信用基础面临深刻调整,新的、稳定的货币锚尚未形成,人民币与美元汇率的关系仍紧密。人民币兑美元汇率在总体平衡的基础上不时存在阶段性贬值压力,资本外流和显著贬值会加剧输入性通胀压力,制约货币宽松的空间。

从资产配置角度讲,如果出现利差剧烈收窄,人民币债券相较美元债券的吸引力会大幅减弱,机构配置人民币债券的动力减弱,特别是近年来大幅增配人民币债券的外资可能出现趋势性资产配置转移,这也会制约中美利差。

陈文虎:就目前情况而言,中美经济周期错位导致了中美两国货币政策的差异,进一步导致了中美两国国债收益率走势的差异:美国QE后近年来持续推进货币正常化,加息、缩表同步进行,强劲的基本面支撑着美联储的加息行为,美债收益率存在进一步上行基础;中国从2016年8月陆续开始去杠杆操作,2018年

开始经济出现下行苗头,货币政策出现松动,进而带来中国国债收益率的下行。展望后市,美联储加息行为料继续,美债收益率将进一步上行;人民银行更多地依据国内市场状况制定相应的货币政策,中国国债短期内不存在大幅上行的基础,中美利差缩窄成为必然,并不排除倒挂的可能。

债券仍是较优资产

中国证券报:在当前时点,对我国债市走向有何判断,对大类资产配置有何建议?

赵巍华:降准等结构性的货币政策仍将持续,短久期债券的价值当下最为确定;长债中期仍有机会,短期受制于美债收益率上升和原油等商品价格走强带来的通胀预期。长期看经济转向高质量发展会降低债务扩张增速和对名义经济高速增长过度依赖,利好长债。

A股和港股近期连续快速下跌,估值已经总体合理,吸引力增加。短期市场预期仍偏悲观,底部的形成可能需要较长时间,不排除有新低出现的可能,但总体上极限下跌空间已有限,对1-2年区间的股市不悲观,股票有望是这个时段内表现占优的资产。

陈文虎:当前国内依旧处于宽货币、紧信用向宽货币、宽信用过渡格局,流动性合理充裕,宽信用渠道有待进一步疏通,通胀存在抬头风险,外围市场波动造成的情绪传染较明显。股票市场正在经历涅槃期,虽然从中期而言相对估值具有吸引力,但机会仍需等待;基建托底的政策思路能对商品需求形成一定支撑,但经过供给侧改革后,价格向下游的传导出现了一定障碍,叠加最近环保限产减弱等影响,商品市场可能进入震荡期,但短期在通胀预期带动下表现偏强。债券市场牛市过半,但目前中长时间收益率仍处于历史中位数附近,息差水平总体丰厚。在合理充裕的资金面和未见明显回升的基本面配合下,虽然通胀和外围市场会形成一定的扰动,但债券市场整体依旧存在明显的配置价值。

棉花上涨动力不足

□ 南华期货 万晓泉

进入8月下旬,在新年度棉花丰产预期逐步加强的背景下,棉花主力价格一路从17150元附近跌至15550元附近。尽管从总体上来看,新年度棉花基本面依旧向好,库存消费比持续降至相对低位,但是随着2017年-2018年抛储的继续延期加之近期所表现出来的新年度丰产、消费增加预期减弱无疑大幅收窄了新年度产销缺口,这极大地挫伤了从年初来一直保持相对乐观的市场心态,棉花价格一路下挫。

供给压力加大

棉花的国储库存大幅下降是支撑棉花价格上涨的核心动力之一。经过连续两年的纯轮出,在今年抛储前,国储库存已从1000万吨以上下降至525万吨,而今年国储棉轮出从3

月12日开始并再次延期一个月至9月30日结束,共轮出250.6万吨,故目前国储库存已降至280万吨左右,并且其中还包含了相当一部分低等级棉花。国储库存持续快速下降对棉花价格的利好是显而易见的,但另一方面却也是棉价短期压力的来源。今年以来市场棉花供给一直都处在相对充裕的状态,但是国储棉特有的性价比优势继续致使其轮出量大于供需缺口量,这就意味着相当一部分国储库存将转化为社会库存,进一步增大了棉花的供给压力。

与快速下降的国储库存对应的就是今年以来持续居高不下的工商业库存,去年国内棉花丰产加之连续三年的充分抛储,使得纺织企业库存基本都处于相对高位水平。8月末工商业库存为251.34万吨,9月预计轮出35万吨,即2018/19年度初棉花总供应量应为286.34万吨,假设每月棉花消费为70万吨,那么现有的棉花供

应可共消费4个多月,若除去正常的两个月工商业库存,即棉花仍可消费至10月底。而就目前来看棉花已逐渐上市,预计在10月中旬左右达到高峰,而今年新疆棉花丰产几乎已成定局,因此库存高位仍将维持。

棉价有支撑

今年5月调研数据显示棉花生长前期新疆部分棉区大风和低温灾害严重,市场倾向于2018/2019年度棉花可能有较大幅度的减产,但是就8月调研数据来看,首先得益于兵团改制与土地流转的推广,种植面积与单产均有一定幅度的提升,再者在天天气方面,尽管前期部分地区气候条件不佳,但是由于后续天气适宜棉花生长发育,再加上棉农在受灾后及时进行了补种与科学的田间管理,因此预计新疆地区棉花产量可能较去年增30万吨至530万吨左右,而就目前的新棉收获情况

沪胶有望维持偏强震荡

□ 华泰期货 陈莉

进入6月下旬,随着期货价格的进一步下挫,沪胶基差继续收窄,在供需矛盾并不突出的情况下,期价开始步入低位震荡,目前沪胶价格区间震荡维系三个半月之久,国庆长假之后第二个交易日,在周边市场氛围的带动下,沪胶开始增仓反弹。

期价有所支撑

基本面上来看,橡胶供需格局变化不大,但价格长时间处于低位,造成短期波动幅度加大。刺激沪胶短期上涨的因素主要有以下方面:仓单压力后移至1811合约,9月中旬,随着1809合约的结束,仓单压力暂时得到情绪上的缓解,按照交易所规则,老胶仓单最终没有交割的,必须在11月份之前注销转成现货,1809合约交割量为5.7万吨,而交易所老胶有

近40万吨的量,这意味着未来1811合约等待交割及注销的仓单量还有30多万吨,因此,仓单压力将后移到1811合约,目前则处于情绪上的空档期,期价压力有所缓解。另外,随着期货价格的持续下行,期现价差已经缩窄到1500元/吨下方,这个价差对于产业套保盘的吸引力不大,9月中旬套保盘的离场对于期价也有一定支撑。

原料价格长时间处于低位,产区割胶积极性受影响。国内今年开割以来,原料价格一直处于最近五年来的低位,国内海南产区割胶成本处于全球产区的高位,因此海南当地的割胶积极性明显受到影响,预计今年海南产量将会有所减少。从泰国的原料价格来看,目前原料价格离弃割成本线较近,且从8月份以来,泰国胶木价格一直维持在42-40.5之间波动,当原料价格长时间在低位波动时,对产区割胶积极性影响将会逐渐

显现出来。

后市多空交织

一方面,在国庆假期的最后一天,利好密集释放。10月7日,中国人民银行宣布,从2018年10月15日起,下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点,当日到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。该消息使得大宗商品氛围好转,以黑色为首的商品均出现反弹。另外,原油的强势,使得市场通胀预期强烈,对于商品价格有较强支撑。包括最近在提的棚改回归以及基建补短板以及国内企业减税等事件均利好工业品。

另一方面,橡胶国内显性库存依然高位。最新数据显示,截止到9月30日,青岛保税区库存下降23%。初步统计显示,所有橡胶品种库存全线下滑。但据我们了解,这次保税区库存的下降

来看也是偏向于丰产。由减产转向丰产,无疑大幅缩小了新年度产销缺口预期,而对于未来而言,尽管新疆地区棉花扩种空间基本为零,但是由土地大面积流转后专业化管理所带来的单产上的提升仍有较大的空间并且科技的发展也将助力单产的提升。

总的来说,新年度国内棉花产需缺口仍在,降至相对低位的国储库存与库存消费比将继续支撑棉花价格,但是短期来看,由于工商业库存高位叠加新年度棉花丰产,市场预期落差加大,因此预计短期棉花价格上涨动力不足,1905合约可能重回前期震荡区间14800元-16000元,需重新等待市场恢复。对于接下来,外部因素仍是关注重点,再一个就是今年是否出现国储棉轮入,而在今年充裕的供给氛围下结合国储库存低位,出现轮入的概率提升,这两者都可能打破棉花现有的供需格局。

主要是转移到区外造成的。海关要求9月30日前所有已报关出库货物和人民币货物全部从保税区仓库出库。因此,这次的库存数据并没有明显参考意义。我们从国内显性库存来看,由于交易所库存还在持续创新高,使得国内显示库存依然处于近年来高位,库存压力有增无减。

此外,国庆节后公布的9月重卡销售表现出旺季不旺的状态,2018年9月,我国重卡市场共计销售各类型7.6万辆,环比8月上升6%,但同比下降25%。基本符合市场预期,同时我们从轮胎产量也能看出,今年轮胎产量处于近几年低位。轮胎出口这块则受到中美贸易战影响,难有表现,因此,整体橡胶下游消费看不到亮点。

综上所述,短期因为期现价差缩窄,沪胶下行空间受限。宏观大势配合的情景下,价格短期将维持强势。但1811合约面临的仓单压力依然较大,随着时间的推移,后期压力或将重现。建议投资者短线思路参与,或等待后期逢高抛空机会。

■ 投资非常道

轮回:永恒的市场法则

□ 金学伟

今年笔者对美股做过两次判断。一次是年初道指26600点时,当时判断这个点位不是这轮牛市的最高点也是次高点。一次是前两个月时,2018年是美股一个重要时间节点,可能是本轮牛市的头部分年份。

在年初的那次判断中,笔者也同时指出了美股牛市头部与A股牛市头部的差别。根据以往经验,A股牛市头部往往是一种尖峰型,而美股牛市头部则多“折腾”,有时上下震荡反复会很长时间。

其实对美股的这两次判断,前者就是依据价值中樞理论。作为一个定价驱动型市场,美股的每一轮大牛市顶部和价值中樞的对称性波动有很大关系。后者则是时间结构分析,时间与空间结构,是价格运动的大趋势、大框架分析两个最好的要素。

至于A股头部和美股头部的区别,往往是由于资金驱动和定价驱动两种不同驱动模式的结果。

资金的驱动,一般能“风使帆帆”,“多快好省”,“力争上游”,不过一旦能力耗尽,自然就会掉头向下。

定价的驱动,一般则是且看且做且评估,即涨起来有一定的节制,它的头部形成也往往需要更多的基本面因素来累积,其头部也通常是在多空分歧中逐渐形成的,因此也就较多反复,多折腾。

有一点是清楚的:我们往往很容易被眼前走势吸引、拴住、困住。如果持仓部位和趋势相顺,那么它的持续时间越长,磁吸效应越强。如果持仓部位和它相逆,那么它的持续时间越长,产生的压力就越大。这就是很多投资人始而谨慎,终而迷路,常常在最后关头放弃原则或放弃立场出大错的原因。

这不是一种对问题的分析和判断,而是一种心理因素。摆脱这种“摆摆困境”,也不能靠单纯的分析和判断——过度的分析判断是有害的,而要从认知心理层面去解决。比如,我们的日常认知是建立在刺激→反应机制上的。这是一切生物对环境做出反应的最重要机制,也是一切生物生存的基础能力。但是,人之有别于其他生物,就在他不仅具有低等的刺激→反应机制,还在于有思想,能思考,能跳出眼前的具象局限,从一个更广大、更抽象的层面上去做更高级的判断。

在这中间,知识重组、记忆关联、注意别称、思辨、推理、创造思维起了很大作用。如果没有这些能力,人就会和低等生物一样,由不断重复的刺激→反应机制,而形成条件反射和单向认知的固化。

笔者认为,与节前美股将永远上涨相反的是,当前A股正进入了一个熊市的最后强化阶段,一种新的思维定势开始形成,并越来越被大家广泛接受,那就是跌无止境,看不到能形成底的希望。尤其是本周美股回调,更给这个本已疲弱不堪的市场重重一击。

其实,美股的这次回调对A股来说,恰恰是一个由长端而转变为短端的催化剂。今年以来,中美股市如何互动、其走势如何协调起来也是笔者反复考虑的问题。

首先,根据“弱市逆强不逆弱”原理,美股上涨,A股走弱,一旦美股头部形成下跌,A股可能并不会逆美股而涨。因此,只要美股还是牛市路上,其越涨,对A股构成的无形压力越大。这一问题,一般投资者也许不会考虑,但大资金一定会考虑。

其次,2638点从时间和空间结构以及波浪形态上判断,它的跌破已是迟早的事。死守固然从指数上好看,但代价则是更多个股的长痛。下跌动量不释放完毕,市场就不可能完成能量转换。

因此,美股形成头部并出现下跌,有望驱动A股完成最后一波下跌。从这个角度说,美股的回调未必是件坏事。一是它触发了A股下跌动量的宣泄,二是解除了上文所说的无形压力。

还有一个固化的定势是关于美股的。前两天和一位基金经理吃饭,他颇有感慨地说,很多人都知道有相当一批的成长型小股票其实已经足够意思了。反之,很多价值型的大股票已不再具备投资诱惑力。但市场就是不买账,幸好投资组合中,两类股票一半对一半,所以业绩还可以。要买就买价值类股票,哪怕它们的估值已不便宜,哪怕它们的业绩增长已难以为继,这就是近两年市场形成的一种新定势。

这种定势有没有道理?当然有,因为宏观经济前景越不明朗,未来该企业能否生存下去的问题越重要,而那些股票,能够生存下去是毫无疑问的。

但有两个因素可以考虑一下:一是富时罗素指数纳入的A股品种有可能要大大超过明晟指数;二是轮回乃是永恒的法则,每一次趋势的转变总是伴随着一次风格的转换。换句话说,风格的转换也是趋势转换的一个重要条件。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年10月12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	1.1467		11,467,191,260.94	

注:1.本表所列10月12日的数据由有关基金管理人计算,基金托管银行复核后提供。
2.基金资产净值的计算为:按照基金持有的股票当日平均价计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。