

■ 多空论剑

大跌非拐点 “债牛” 基本面尚未动摇

□本报记者 王姣

11月2日,A股大涨提振市场信心,债券市场应声大跌,10年期国债、国开债活跃券收益率双双大幅下行6BP。若宽信用加码持续、稳增长显效,债券牛市会否戛然而止?中美利差收窄和汇率贬值压力,对国内债市会有多大影响?10年期国债利率能否再创本轮牛市新低?中国证券报特此邀请工银国际研究部副主管涂振声、天风证券固收首席分析师孙彬彬和富达国际固定收益基金经理黄嘉诚进行探讨。

宽信用将逐渐显效

中国证券报:结合“宽信用”政策加码和10月PMI数据看,市场对基本面的预期是否改善?

涂振声:10月官方制造业和非制造业PMI均有较明显回落,PMI主要反映市场情绪,从近期数据来看,国内经济确实较为疲弱,10月份PMI回落也在预期之中。稳增长政策从推出到取得一定效果需要一定的时间,短期内经济或将继续惯性趋弱,不过相信在近期落地的稳增长政策奏效后,宏观经济将会有所企稳。

针对民企、小微企业融资难的措施推出会有助于修复他们的融资渠道,减少他们再融资的压力,不过这并不是长期性的举措,当前民企、小微企业融资难主要是在去杠杆下,表外和非标向表内融资转换带来的阵痛,未来仍需要通过健全多层次资本市场体系等长期性和制度性政策来从根本上解决这类企业融资难的问题。

孙彬彬:近期政策进一步聚焦稳增长,在预期引导和具体政策的落地上有了个较前期更有力的表现,市场进一步关注近期政策的引导作用,积极关注宽信用的可能性以及基建投资启动的作用。至于能否让市场改变对未来基本面的预期,特别是经济增长层面,还是要回到基本本身,在预期和信心提振以外,需要关注三大因素:社融为代表的信用投放、重大项目审批、重大工程合同签订。此外,还需要关注全球经济形势变化。

黄嘉诚:从10月份PMI数据来看,内需新订单明显下降,同时外需出口压力也不断上升;原材料库存亦继续下降,反映需求端的疲弱;原材料进口价格也大幅下滑,这也反映通胀压力在未来会继续放缓。

出于稳增长的需要,现阶段政府采取的态度仍然积极,以宽货币、保信用的态度,维持系统的流动性。尽管市场短期对基本面的看法相对谨慎,但随着负面信息逐渐消化,市场将重回平常心,乐观态度有望上升,使资产价格重回上升轨道。积极的财政政策如减税,也将给市场注入一定的催化力。

流动性将保持合理充裕

中国证券报:海外方面,美股持续大跌,中美利差收窄,人民币汇率逼近“7”,对国内资金面和债市会有什么影响?

涂振声:当前国内资金面和债市的关键不在跨境资金外流,而是在于货币政策传导机制不通畅带来的流动性结构性不均。央行强调,在当前形势下,货币政策会优先考虑国内经济基本面。中美经济基本面的差异使得中美货币政策分化加大,这是中美利差收窄和人民币兑美元汇率走弱的主要原因,不过由此带来的跨境资金外流压力仍然是可控的。

近期中国经济增长较为疲弱已经得到高层确认,央行通过降准、加大MLF投放等保持



工银国际研究部副主管
涂振声



天风证券固收首席分析师
孙彬彬



富达国际固定收益基金经理
黄嘉诚

流动性充裕,银行体系流动性已经较为充裕,银行间短期限利率也处在近年低位,不过实体经济,特别是一些小微企业、民营企业融资仍较为困难,大量资金滞留银行体系也推动利率债,尤其是短端利率债收益率明显下行。不过由于市场风险偏好下降,一些较低评级民企债仍表现较差,在一级市场也出现再融资困难等问题。我们预期未来一段时间央行仍会维持银行流动性的合理充裕,不过仍需要采取措施疏通传导机制,才能有效改善实体经济和信用债市场融资环境。

孙彬彬:站在债券市场角度,我们对于海外的看法相对乐观,未来的演化应该会逐步有利于国内货币空间的打开和利率的接续下行。主要原因有三点:首先,美国等海外主要经济体基本面无进一步下行的概率在上升,从美国核心PCE角度观察,通胀正处在筑顶的阶段,对应美债收益率顶部可能就是3.25%左右;其次,中美利差与汇率和国际收支平衡问题本身是一个动态再平衡的过程,并非简单的线性关系;最后,央行会继续捍卫货币政策的独立性,也会做好汇率和利率的平衡,当然政策重心一定是落在维护国债收益率曲线的上限,以呵护稳增长和维护流动性环境稳定。

基于此,我们判断国内资金面总体继续保持宽裕的状态。短期内以R007为例,资金利率将维持在2.7%左右,未来如果基本面进一步下行,同时美国经济和通胀符合我们的预期,则不排除短端利率打开下行空间的可能。对应于长端,我们认为利率曲线先看牛平,未来要积极关注牛陡的机会。

黄嘉诚:中美利差从年初的150个基点回落到40个基点,中国债市也会受到一定程度的影响。低评级、基本面弱的公司,信用利差已一步一步地走宽;高评级、基本面强的企业,会继续受到投资者的支持,利差会维持相对合理水平。利率债会慢慢进入区域性慢牛,同时经济基本面仍是主导因素。此外,中国国债纳入全球指数后,国债能发挥投资组合的非相连分散风险效应,全球资金进入债市动力会逐步上升,给予中国债市一定的买入动力。

利率仍有下行空间

中国证券报:从大类资产配置角度看,国内股

债跷跷板将如何演绎?投资者该如何布局?

涂振声:以往市场将具有地方政府隐性担保的城投债、非标等看做所谓的“高收益安全性资产”,不过今年年初以来,在去杠杆和严监管下,城投债等渠道的净融资额甚至转为负值,这块可吸收的资金量已经较小。现时银行体系流动性较为充裕,在内外不确定性仍较大的情况下,市场也预期未来一段时间流动性仍将保持合理充裕,利率债或仍会继续吸引资金流入;信用债或将出现较明显的分化,要区别来看。不过如果明年下半年经济下行压力缓解,内外部不确定性有所减退,流动性充裕的态势不能继续维持,届时利率债表现或将会受到影响。

我们认为,市场对当前内外部不确定性事件已经给予了充分反应,甚至过度反应。政策层已经给出企稳信号,疏通民企融资渠道等措施来稳定市场预期,未来可能还会推出更多的减税措施,不过这仍然需要一定的时间才能起到作用。相信随着这些措施逐渐奏效,市场情绪也会有所好转。

孙彬彬:我们判断,目前应该还没有到真正的“资产荒”阶段,未来“资产荒”的压力将进一步上升。原因在于当前的宏观问题主要是紧信用。这也是我们看待未来市场演变的一个基本前提。受监管制度的变革影响,金融机构处在去产能的过程中,监管规范意味着银行为主体的金融机构整体信用投放能力显著减弱。与此同时,此次中共中央政治局会议虽然并未提及金融防风险和去杠杆,但是作为金融资产的主要信用投放领域;城投和地产,依然处在监管约束的环境中,目前的核心问题是存量负债的化解压力,微观而言,这是一种资产负债表内生修复的诉求。紧信用之下对于风险资产依然有压力。

当然,也需要看到风险资产的定价逻辑和固定收益品种的定价逻辑并不完全相同。至少预期的影响是不尽相同的。当前一些内外环境与政策的变化,有可能在预期上会对风险资产进行修补,而在基本面角度无法从预期上改善利率的前提。虽然短期内市场风格的变化可能不利于债券,但中期内债券的机会依然大于风险。

建议市场继续积极布局长期利率,同时跟踪基本面和信用环境的演化,择机布局信用资产,重点推荐有担保的民企龙头和城投。

黄嘉诚:股票市场大致从过去几个月的熊

市,进入波动市,后续很大程度取决于小微企业融资顺畅度、经济形势等来确定方向。相反债市在企业盈利、现金流欠佳的情况下,后续表现将分化。尤其明年一季度回售和赎回压力仍然很大的前提下,对低评级、现金流差的公司,需要特别审慎。利率债、国债利率曲线预期走平,可考虑适当的拉长久期。

中国证券报:结合信用债一二级市场表现,如何看待未来信用利差走势?民企债投资价值几何?

涂振声:近期有多项缓解民企融资难问题的措施出台,包括增加再贷款、再贴现额度等,以及通过鼓励商业银行等机构出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式对民营企业融资提供支持。不过这并不是“大水漫灌”,央行也强调这主要是针对“有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业”。

未来民企债的表现或将呈现分化态势,一些市场竞争力和公司治理能力较强的民企发行的债券未来或将表现较优;而另外一些公司治理能力较差,主营业务不突出,过去几年主要通过加盲目杠杆发展其他多元化业务,实现规模迅速扩张,营业收入虽有增加,但净利润没有匹配增长的企业发行的债券仍需警惕。当下投资信用债更需要重点关注企业经营性现金流与流动性负债的匹配度。

孙彬彬:目前信用利差将继续分化。高等级主体信用利差将收缩,而中低等级将分化,无法承接政策支持 and 信用抑制的主体信用利差可能继续走阔。当然目前的政策环境可能会逐步改善这一严重分化的状态。城投和民企的利差分化与走阔,随着政策的切入和高层表态可能会有一定的改变。未来信用利差在流动性溢价的影响下不排除再度收敛的可能,但前提一定是利率曲线走平。

这个位置上可以考虑适度参与民企债的机会,主要是从短久期票息角度考虑,可以关注地产和产能过剩两个行业领域,同时积极关注担保债券的投资机会。

黄嘉诚:AAA国企债券信用利差现处于相对较窄的水平(110个基点)。预期市场对这种高质量的债还是需求迫切。现阶段看到AA以下评级债券表现分化,包括民企和城投,当中不乏价值的投资。投资时需考虑到公司基本面和还款能力等。

■ 金牛策略汇

招商证券:小盘风格或占优

进入11月,我们认为A股迎来关键的切换月,未来三年市场的底部很可能在11月份出现。这种切换不仅是市场转折,也是市场风格的转折。在经历11月份最后的整理和调整,后,A股很可能重新回到小盘风格占优,关注TMT、次新。除此之外,地产和基建受益流动性宽松和政策回暖也可关注。

10月份伴随市场大幅调整,股权质押压力加大,金融层面出台了一系列政策。其中,重新鼓励兼并重组、并购政策边际放松、放开私募股权基金投资上市公司、回购制度的修订,为未来市场活跃度提升,并购再活跃提供了关键的机制和增量资金支撑。对资本市场态度的变化,也会促进银行系私募股权机构、各地方国资委和两类公司旗下基金进入股权乃至A股。以上政策调整,我们认为,从2019年开始,三年并购上行周期有望开启。壳价值可能会重新崛起。

11月的风险仍不能忽视,包括解禁高峰在12月份迎来最大冲击、海外市场的波动、强美元引发的汇率波动压力等。

东方证券:政策呵护方向不变 布局机会仍在

政策呵护方向不变,布局机会仍在。短期来看,当前政策利好及对监管层对市场的呵护方向没有改变,在市场已经经过新一轮新低调整之后,反弹将会持续,同时受到海内外风险的影响,反弹过程会有波折,但方向不变。中长期来看,当前上证指数11.5倍市盈率,风险溢价处于高位,今年10%-13%左右的利润增速、11%-12%的ROE水平下,A股具有很强的吸引力和配置价值。具体来看:

一、经济下行压力进一步确认,政策稳增长势在必行。首先从经济基本面来看,当前处于需求压力增大、企业去库存攻坚,以及外部影响逐步显现的阶段,政策稳增长势在必行。其次,10月31日政治局会议定调“当前经济运行稳中有变,经济下行压力有所加大”,需要通过“增强预见性,及时采取对策”,以及使得“一些政策效应有待进一步释放”,来稳定经济运行。我们认为,政治局会议整体上将进一步深化政策微调预期,在改革开放40周年的时间节点上,通过稳增长和加快开放的方式,进一步释放政策和制度红利。

二、解决股权质押风险的政策决心不动摇,耐心等待内部风险纾解。信用紧缩是引发股权质押风险的根本原因,股价下跌则是诱因。短期来看,稳定股价是稳定股权质押风险最有效的措施,通过鼓励回购以及一行两会、地方政府成立股权质押风险纾解基金的方式,我们认为短期质押风险有望得到稳定。长期来看,股权质押风险的解决仍然需要时间。资金和政策可以缓解短期的质押压力,但中长期仍要看融资环境和中小企业融资渠道是否改善,以及质押业务本身的制度优化。

三、在当前低估值和维稳的时间点长期资金入市意味着市场的底部更加扎实。银保监会10月26日发布《保险资金投资股权管理办法(征求意见稿)》,拟取消保险资金开展股权投资的行业范围限制,通过“负面清单+正面引导”机制提升保险资金服务实体经济能力。早在10月21日,金监会就明确鼓励当前时点长期资金入市,而银保监会发布的《商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)》,同样进一步允许子公司发行的公募理财产品直接投资股票。我们认为在当前低估值和维稳的时间点长期资金入市,意味着市场的底部更加扎实。

四、海外风险不确定性仍在,但短期的边际影响较弱。今年以来股市受海外风险波动影响巨大,但我们认为,短期的边际影响已经较弱,美股和A股处于不同阶段,无论是政策环境还是估值和点位,美股对于A股的影响虽存,但短期较弱。

因此,整体来看,我们认为当前政策利好及对监管层的呵护方向没有改变,在市场已经经过新一轮新低调整之后,反弹将会持续,可以积极布局。布局方向上主要为:第一,以上证50为代表的权重蓝筹股,同时三季报基本面维持景气的行业:金融、地产、石油产业链;第二,中期来看,结构性机会和中小板的业绩基本面仍面临压力,但虽然创板和中小板的业绩基本面仍面临压力,但结构性机会如计算机、军工、医药和电子等成长性较好的行业可以逐步布局。

长城证券:市场修复仍值得期待

10月中下旬市场受海外因素影响持续下跌,下旬伴随政策层面加速回暖,股市有所反弹。近期值得关注的政策变化主要体现在以下方面:第一,政策剑指市场核心矛盾的股权质押和中小企业流动性风险,一系列股权质押化解措施有助于改善企业现金流压力,修复市场流动性;第二,近期各项数据显现经济下行压力较大,包括工业企业利润、PMI等,政策层面更多聚焦减税降费以修复企业盈利预期,未来增值税三档变两档等增值税改革工作值得期待;第三,提升上市公司治理结构,并购重组、再融资有所放松,股票回购制度不断完善,中国平安出台千亿回购计划。总的来看,短期市场面临政策回暖与外部流动性压力的博弈,但市场走势更多由内部因素主导,深化内部改革开放、完善金融监管治理或是股市回暖的关键。当前市场风险偏好修复仍值得期待,后续空间和持续性需视重要政策的持续兑现而定。市场底部构建一般经历估值底——政策底——市场底——基本面的过程,未来需密切观察政策向基本面的传导效果,经济预期变化可能引发市场阶段性波动。

行业配置层面:近日消费白马股有所调整,源于业绩层面担忧(部分三季报不及预期)以及估值杀跌(中小创持续调整后白马股估值优势有所下降)。强势股补跌之后,部分优质消费白马股仍具中长期配置价值,但短期机构调仓之际,建议更多从政策受益、超跌反弹及抗周期角度挖掘投资机会。(吴玉华整理)

证券投资基金资产净值周报

截止时间:2018年11月2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	1.1535		11,535,181.612.27	

注:1.本表所列11月2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最新公允价值计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计净值总额。

□本报记者 王姣

“考虑到今年制造业盈利增长中枢已趋于回落,或难以支持2019年制造业总体投资增速继续回升。制造业投资总体承压同时,结构表现或依然分化。”长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员赵伟日前在接受中国证券报记者采访时表示,部分中游设备制造业行业,得益于今年年初以来财税、技改等政策倾斜支持,盈利增速将得到一定提振,支持投资增速继续回升。

中国证券报:今年年初以来,制造业投资一直保持较高增速,背后的原因是什么?

赵伟:年初以来,制造业投资增速连续回升,表现出较强“韧性”。今年年初以来,伴随我国加快实体经济去杠杆、主动引导信用收缩,固定资产投资增速阶段性承压,由年初的7.9%回落至今年9月的5.4%。投资主要分项来

看,基建投资明显回落,房地产投资总体平稳,而制造业投资连续回升,表现出较强“韧性”。

制造业投资增速的持续回升,主要得益于制造业盈利改善的滞后影响。历史经验显示,制造业投资能力主要取决于企业前期盈利表现,制造业投资增速滞后于制造业盈利增速4个季度左右。2016年以来,伴随制造业增加值和价格指标双双改善,制造业盈利增长中枢明显抬升,由2015年的2.8%,大幅回升至2016年的12.3%和2017年的18.2%,并带动制造业投资增速自2016年4季度开始企稳回升。在此过程中,工业部门主营业务收入利润率、资产负债率等指标,均实现明显改善。

中国证券报:相比过去几年的经济周期,本轮制造业投资的改善,有哪些不同?

赵伟:结构来看,本轮制造业投资回升具有明显的分化特征,上游制造业改善最为显著。与去年中游制造业投资明显改善、支撑制造业投

资企稳不同,今年制造业投资的连续回升,主要得益于上游制造业投资增速的明显改善,其中,1-8月上游制造业投资增速较去年全年提升8.9个百分点至8.7%,创2015年以来新高;中游和下游制造业投资增速则分别较去年年底回落0.4和1.2个百分点,总体表现较为低迷。

上游制造业投资的明显回升,与前期上游行业盈利的明显改善有关。过去两年上中下游制造业盈利表现明显分化,上游制造业盈利持续大幅改善,下游制造业盈利表现则总体较为低迷。同时,伴随“三去一降一补”重点任务由去产能阶段性向去杠杆、补短板等切换,上游制造业投资空间有所打开,“盈利改善—资产负债率修复—资本开支”的逻辑链条逐步显现,支持制造业投资增速的回升。

中国证券报:向后展望,2019年,制造业投资能否继续改善?

赵伟:考虑到今年制造业盈利增长中枢已

趋于回落,或难以支持2019年制造业总体投资增速继续回升。伴随量、价因素的双双下滑,今年年初以来,制造业盈利增速已出现明显回落,由去年10月的20.1%回落至今年9月的12.5%,或难以支持2019年制造业总体投资增速继续回升。制造业贷款需求指数等部分先导指标,也指向2019年制造业投资或总体承压。

制造业投资总体承压同时,结构表现或依然分化。部分中游设备制造业行业,得益于今年年初以来财税、技改等政策倾斜支持,盈利增速将得到一定提振,支持投资增速继续回升。我们以2242家制造业上市公司数据进行测算,研发费用加计扣除将部分提振铁路船舶(4.9%)、计算机(3.4%)、专用设备(2.8%)等行业净利润增幅。综合考虑减税效果和盈利变化,铁路船舶、文教体育等部分中下游制造业,2018年盈利或明显改善,支持2019年资本开支结构性扩张。

继续高配国债资金配比 权益类资产维持低配

□东证衍生品研究院 李智祥

10月,风险平价股债组合净值在冲高后回落,但在经历了组合内资产的大幅回落以后,当前组合净值依旧保持在相对高位。该组合在18年的整体表现趋于震荡。从风险平价股债组合的收益评价指标来看,从17年至今的最大回撤为3.11%,整体回撤幅度较为有限。然而10月单月的累积收益率为-0.34%。

从各标的对组合收益率的贡献度来看,本月商品类的资产中仅贵金属和国债表现较好,其余商品类资产和权益类资产均表现为负收益。对于表现最好的贵金属和国债,其使得本组合的净值收益分别达到了0.21%和0.53%。表现最差的资产标的为农产品指数、原油和道琼斯指数,其使得本组合的净值损失分别达到

0.35%、0.31%、0.29%。

在权重分配方面,根据风险平价模型,本月最新的资产配置方案相较于上月整体变动幅度较大。商品类资产的权重增减不一,农产品指数、白糖指数、有色金属指数、贵金属指数和原油的配置比例调整幅度分别为-0.27%、-0.56%、0.33%、0.00%和-0.19%。国债的配置比例在下月中明显上升,增幅为1.49%。权益类资产中,沪深300的资金配置比例下降了0.29%,而道琼斯指数的资金配置比例同样下降了0.51%。

总体来看,由于风险平价模型以波动率为资金分配的唯一依据,波动率最低的国债仍在资产配置中占据了较大部分的比重。在下月的资产配置方案中,由于国债风险溢价贡献度的下降,建议投资者可增加国债的资金配比,并降低权益资产的配置比例。

10月,条件风险价值股债组合的净值走势同样经历了回落,其回撤幅度与风险平价组合基本相同,累积收益率的下降也与风险平价组合基本相同。从10月的表现来看,本配置方案延续了波动率略大于风险平价组合的表现特征。

从条件风险价值股债组合的收益评价指标来看,其从17年至今的最大回撤为3.97%,与上月水平保持相同。本月的最大回撤幅度为1.17%。由于本月仅录得负收益,本组合收益指标的表现较差,夏普率为较大负值。

从各标的对组合收益率的贡献度来看,农产品和原油的下跌是造成本月本组合净值回落的主要原因。其中正贡献最大的资产为中债国债总财富指数,其贡献的正收益为0.57%。而其余资产中,对本组合负贡献较大的资产为农产品指数和原油,两者贡献的负收益分别为

-0.49%、-0.55%。

在权重分配方面,根据条件风险价值模型,本月最新的资产配置方案较上月整体变动幅度较大。商品类资产中,各个标的的配置比例增减不一,其中农产品指数、有色金属和原油的配置比例被上调,上调幅度分别为8.93%、1.24%、2.31%,在其余商品标的中,下调幅度较大的为白糖指数和贵金属的配置比例,分别被下调了3.19%、5.25%。由于沪深300在本月的跌幅较大,因此在本组合的下月配置中被大幅下调,下调幅度为4.61%。

总体来看,在以尾部风险作为资金分配依据的资产配置组合中,农产品指数和原油的配置需求在本月被大幅提升。在下月的资产配置方案中,建议投资者可继续高配国债的配置比例,并且增加农产品指数和原油的配置比例。