

■ 财富圆桌

降息可能性不大

□本报记者 张勤峰

工银国际首席经济学家、
董事总经理 程实道富环球投资管理亚太宏观策略主管
Dwyfor Evans

中美利差及汇率走势,勾勒出两国经济与政策周期的不同轨迹。接受中国证券报记者采访的工银国际首席经济学家、董事总经理程实和道富环球投资管理亚太宏观策略主管Dwyfor Evans认为,美国经济正接近繁荣顶点,中美利差倒挂可能扩大,但难改中国货币政策趋松。美联储可能放缓加息节奏,两国政策背离将收敛,而新兴市场资产的风险将下降。

美国加息或放缓

中国证券报: 美国经济延续强劲增长,但持续性备受关注,美国经济“繁荣的顶点”将在何时出现?

程实: 2018年6月以来,美国经济的短期和长期领先指标明显背离。领先1-2个季度的指标,在历史峰值附近徘徊。领先3-6个季度的指标,则已出现持续下行。有鉴于此,2018年二、三季度以来美国经济的超预期表现,短期内仍将延续至2019年上半年,并有力支撑美联储完成渐进式加息。但从2019年下半年开始,美国经济增速将大概率渐次疲弱、逐步下滑,步入周期拐点的上半程。2020年则将接力成为周期拐点的下半程。

Dwyfor Evans: 采购经理人指数(PMI)等前瞻性指标往往备受重视,这些指标作为经济前景的晴雨表,通常可以量化,从而洞察周期性的宏观趋势。

有证据显示,2018年全年商业周期已经见顶,且正在下行,带来的启示也是多方面的:经济增长率下降,并承受下行压力,这点在国际货币基金组织发布的《世界经济展望》中也有所提到;企业利润和股票面临新压力;利率上调预期削减;而战略层面,资产类别再次从股票转向固定收益。我们目前正处于这一阶段,实际增长和预期增长水平的调整也反映了股市的波动和美联储声明基调的变化。美国在2017年末实施财政刺激措施之后,增长势头更加稳固,这一点在2018年全年更为强劲的GDP数据,以及美国股票的良好表现上已有所体现。然而,美国与其他国家一样,在没有进一步刺激的情况下,商业周期也会下降,美联储的声

明也明确表明了这一点。

中国证券报: 2018年以来,美联储已3次加息,所谓的“中性”利率是多少?对后续美联储货币政策路径有何预判?

程实: 3%是美联储的合意中性利率。政策利率的中性水平,等于长期自然利率与合意通胀水平的加总。一方面,自然利率由美国经济基本面的复苏情况决定。根据美联储的工作论文测算,截至2017年年末,美国自然利率已经升至0.87%。并且,2018年二季度以来,美国经济表现连续超预期。合理推断,2018-2019年,美国长期自然利率有望维持在1%左右。另一方面,通胀水平能否稳定,则取决于前期货币政策的成效。在“快加息”的抑制下,2年期和5年期的Break-Even通胀率结束了2017年的上升趋势,从2018年2月开始渐次下行,表明市场通胀预期已趋于稳定。有鉴于此,2019年通胀率将大概率向2%的合意水平趋近,而美联储的合意中性利率有望稳定于3%。

按照当前加息节奏,美国政策利率目标区间有望在2019年年中触及3%。据此,2019年美国加息进程将呈现“先快后慢”的特征。今年第四次加息将大概率在12月落地。此后至2019年6月,美联储有望维持每季度加息一次的节奏,再完成两次加息。而在2019年6月之后,加息节奏将放缓,2019年下半年将择机最多进行一次加息。

Dwyfor Evans: “中性”的定义是一种分析性的表述,资产负债表萎缩对货币政策的影响使这一定义变得更加复杂。美联储在量化宽松期间购买了约3.7万亿美元的证券,2017年末美联储开始收缩资产负债表,将所购证券中的一小部分退出。造成的影响之一就是流动

性收紧,从而增加市场波动性,并提振美元。任何衡量货币中性的指标都要考虑流动性紧缩的影响,尽管实际中性利率的估计已降至约0.5%-1.0%,考虑到通胀预期在2.5%-3%之间,意味着票面利率在3-3.5%左右,这表明美联储距实现目标上调利率仍有一段距离。

中国全面降息可能性不大

中国证券报: 我国货币政策还有放松空间吗? 2019年降准降息的可能性大吗?

程实: 2019年,中国货币政策仍有发力空间,将保持稳健中性、边际趋松的政策立场。连续的定向降准有望落地。2019年,定向降准将大概率保持每一季度一次、每次50bp的节奏,巩固市场利率稳步下行的预期。下一次定向降准将大概率发生在2019年第一季度,在春节前落地的概率要高于春节后。

目前的定向降准,调降存贷款基准利率的可能性尚小。当前货币政策遭遇的是结构性瓶颈,而非总体力度不足,症结在于银行信贷意愿的顺周期性。由于破局关键在于“货币-财政”政策协同,而非货币政策自身的“大水漫灌”,因此目前来看,调降存贷款基准利率的可能性不高。

Dwyfor Evans: 有充分证据表明,与财政政策相比,货币政策往往对潜在增长条件产生更快的影响,因此,对经济增长的担忧可能会促使额外的、有针对性的措施来缓解货币环境。这并不意味着中国将使用传统形式的利率放松手段,反而很有可能通过流动性刺激措施和国家金融机构的信贷扩张来支持增长,这也与2018年一贯的趋势一致。

新兴市场风险有望下降

中国证券报: 请谈谈对今后一段时间资产价格走势的判断。

程实: 2019年,由于美国经济周期走向拐点,叠加政策的不确定性,将导致2019年美国投资者情绪高度敏感和脆弱。当前美股、高收益债券等风险资产的较高估值水平,尚未充分消化经济下行风险及政策不确定性。受此影响,2019年,美国风险资产价格有望进入一个持续、反复的振荡调整期,市场波动率则有望延续长期上升趋势,做多VIX指数,以及日元、黄金等非美元避险资产,预计将产生较为确定的收益。此外,2019年美元指数预计将易跌难涨。新兴市场货币风险有望边际下降。

Dwyfor Evans: 考虑到投资者对资产类别及实际收益率的要求,亚洲固定收益资产具有一定价值。全球总需求很可能受贸易情况影响而放缓并带来了风险,但对于配置风险和估值机会很少的资产类别来说,新兴市场股票的机会很快就会到来。美联储的政策立场不仅对美国国债至关重要,对美元也很重要,我们更偏好如韩元等贝塔系数较低、外汇风险较低的货币,而不是风险更高、贝塔系数过高的货币,例如南非兰特和澳元。

■ 市场连线

鹏扬基金林锦:优质民企债有望上涨

□本报记者 王姣

为打通“宽货币”向“宽信用”的传导渠道,监管层“对症下药”,着力采取直接手段缓解民营企业、小微企业面临的困难。近期,金融、财政等部门出台了一系列针对民营企业、小微企业的扶持政策,包括金融定向支持、税费负担减免以及经营环境改善等。

在此背景下,市场对民营企业债券的关注度也明显上升。11月23日,鹏扬基金管理有限公司(简称“鹏扬基金”)投资经理林锦在接受中国证券报记者采访时表示,从债券一、二级市场表现看,市场对部分民营企业龙头公司,以及信用风险缓释凭证

(CRMW)标的企业的关注度均有较明显上升,许多民企债券都出现了买盘与成交。随着各类型机构主动或被动地提高对优质民营企业的关注,部分市场资金将流入到优质的民营企业中,中短期会带来优质民企债券价格的上涨。

中国证券报: 民营企业座谈会后,监管层密集发声,针对民营企业的利好接连不断。从债券一、二级市场表现看,民金融资改善效果如何?机构的风险偏好是否提升?

林锦: 近期多部门出台了关于扶持民营企业的相关政策。从债券一、二级市场表现来看,部分民营企业龙头公司,以及信用风险缓释凭证(CRMW)标的企业,其市场关注度均有较

明显上升,许多民营企业债券都出现了买盘与成交。但总体来看,市场机构的风险偏好只是边际改善,并未出现特别明显的好转迹象,市场关注的焦点仍集中于少数优质企业,尾部、边缘化民企债券依然无人问津。

中国证券报: 当前政策环境对民营企业债券的投资价值有何影响?你管理的债券型基金是否会增加对民营企业债券的配置?投资逻辑是什么?

林锦: 过去我们以国有企业债券投资为主,民营企业债券参与得很少。近期出台的各类民营企业纾困政策,预计对修正投资者预期和偏好、改善民营企业融资环境等方面都有正面的提振作用。各类型机构都将主动或被动地

钢市抄底时机未到

□本报记者 张利静

在需求进入传统淡季、库存逐步回升、期螺反弹持续性尚待观察等因素综合作用之下,目前钢材市场仍处于触顶回调的下跌通道。业内人士认为,由于市场亏损严重,因此市场存在超跌修复需求,跌幅有望收窄。但中长期看,基本面疲弱难改,钢市弱勢格局不变。

钢材价格大跌

现货市场上,本周钢材市场呈现断崖式下跌,单日最大跌幅高达200元/吨,累计跌幅逾500元/吨,钢厂、市场报价双双急速杀跌。

“大环境不确定因素较多,钢贸商后市恐慌情绪上升,因此即使严重亏损,也选择平仓

以规避风险。”金联创钢材分析师范丽表示。

钢市空头情绪并非空穴来风。范丽分析,首先,今年供暖期钢市干预力度有所放缓,没有采取“一刀切”政策,而是采用灵活的错峰生产方案。即使主流钢厂高炉限产力度较强,但成品材供给并不会出现大幅缩减,因此对今年供暖季政策性拉涨预期基本落空。其次,伴随天气转冷,北方工地需求下降,加之雨雪降温开工受限,北方钢企加大南下货运量,北方库存压力逐步向华东、华南转移,由于南北价差颇大,华东、华南地区承受库存回升、低价冲击的双重打压。“在供给正常、需求缩减的背景下,下一步库存回升将成为市场的最大掣肘。”

中信期货研究指出,当前各地钢材现货价

格平稳运行,成交量继续恢复。本周钢材总库存小幅增加,库存拐点出现。不过这在市场充分预期之中。钢材产量本周全面下降,降幅约1.5%,供应端开始出现边际上的支撑,钢材跌势预计放缓,转为低位震荡。

长期空头格局不变

分析人士指出,期钢市场弱勢延续,预计远月合约将成为空头布局的主要阵地。倍特期货分析师刘明亮表示,螺纹钢本周产量有所下降,但产量水平仍大大高于往年同期,随着需求走弱,库存向钢厂累积,供需矛盾会慢慢集聚,近月大减仓后后市会回靠现货,预期转弱走势主要由远月承接。

“原料中铁矿石因需求不错,到货量受影

响,港口库存未累积,现货相对偏紧,但下游持续转弱也会形成传导。”刘明亮说。

“期货来看,短期有望止跌回稳甚至小幅反弹拉升,中长期趋势依旧看空。”范丽表示,一是期货即将移仓换月,部分获利空头提前离场或者转入远期合约。二是虽然近日现货市场暴跌使得之前期现货基差过大的情况得到了一定程度的修复,但基差仍有250元/吨-300元/吨的水平,而1901合约离交割仅有不到2个月的时间了,基差有望进一步得到修复。三是从技术面来看同样如此,日K线KDJ出现了底部背离,并且低位金叉,短期看多;但月K线情形却恰好相反,本月K线与上月K线形成看跌的吞没形态,同时KDJ也呈现出了高位死叉,长期看跌趋势不变。

■ 瞭望塔

静候A股右侧投资机会

□本报记者 王朱莹

本周沪指综指下跌3.72%,回吐上周全部涨幅,临近年末,在12月年内第二解禁高峰即将来临,以及年底机构资金结账问题压力下,市场短期内或延续震荡筑底。

10月19日以来,政策面的组合拳给市场人气带来了短暂修复,为何在震荡反弹了一段时间后再次迎来深幅调整?

首先,海外扰动因子并未消除,黑天鹅时而爆发。本周美股尤其是科技股再现重挫,反映了投资者对美国前景的担忧,期间一些重要公司业绩不及预期进一步加剧了不安情绪。作为全球资产风向标,美股的下挫也不免波及A股投资者的情绪。

其次,前期热点退潮。前期科创板概念和壳资源概念股在资金炒作下短期出现较大幅度上涨,随着市场风险偏好整体有所回落,热点随之退潮,资金争相出逃形成踩踏,情绪上波及整体市场。

第三,退市制度、停复牌制度进一步完善,中长期将净化A股生态,使市场更加健康稳健。但短期内,部分停牌股复牌跌停以及在退市边缘的股票遭遇投资者用脚投票,虽然实际相关股票市值较小,但仍从心理层面影响投资者预期,一定程度上降低了市场风险偏好。

第四,12月将迎来A股年内第二解禁高峰。Wind数据统计显示,12月共有232家上市公司迎来限售股解禁,流通股数合计562.37亿股,本期开始流通市值合计4121.56亿元,仅次于1月份的4370.47亿元。8月至11月,A股限售股解禁持续位于年内低位,分别为1363.47亿元、1382.85亿元、1489.27亿元和1427.84亿元。12月解禁市值是11月解禁市值的近三倍,对市场形成压力。

第五,年底机构资金的结账问题是历年年终行情的达摩克利斯之剑。Wind数据统计显示,近十年来,沪指指12月涨跌幅比率为4:6,平均跌幅1.58%。

当前市场整体维持存量博弈的状态,虽然利空因素萦绕,但也不乏反弹动力。首先,政策底已现,未来将有更多的减税措施和利好政策出台;其次,A股市场经过长期回调,估值已至洼地,进一步回调空间有限。第三,随着A股制度不断完善,外资的认可度越来越强,后续将加速入场步伐,成为A股最大生力军。短期内,市场多空力量或围绕2600点展开争夺。当前虽已是底部区域,但仍有“呛水”风险,策略上建议暂时观望,静候右侧机会。

大商所修改玉米淀粉交割质量标准

□本报记者 王姣

11月23日,大商所发布通知,对玉米淀粉交割质量标准及相关规则进行修改,以适应新国标,进一步贴近现货市场变化,提高客户交割结算的便利性。

据通知,此次修改主要包括两方面内容:一是将玉米淀粉交割质量中铅指标含量由≤1.0mg/kg调整为≤0.2mg/kg,将40千克包装的溢短由±0.5千克调整为±0.4千克;二是对玉米淀粉升贴水结算规则进行修改,由货主同指定交割仓库结算改为由交易所结算。其中,交割质量标准的相关修改自CS2001合约起实施;玉米淀粉地区升贴水结算规则修改自2018年12月1日起实施。

据了解,玉米淀粉交割质量标准主要依据《食用玉米淀粉国标(GB/T 8885-2008)》制定。近期,该国标已更新,新国标《食用玉米淀粉国标(GB/T 8885-2017)》于2018年7月1日开始实施。国标调整后,大商所对现货市场的新国标达标情况曾开展充分调研,以委托检验机构进行对比实验、面向市场进行问卷调查等方式,广泛征求市场意见。经过调研了解,现货市场基本能够达到新国标要求。因此,为适应新国标规定,进一步贴近现货市场实际情况,大商所对玉米淀粉交割质量标准中铅指标数值的设定及包装溢短的规定进行调整。升贴水结算方面,大商所系统已经支持由交易所交割货款中结算地区升贴水,为提高服务水平,增加客户交割结算的便利性,玉米淀粉地区升贴水由交易所进行结算。

大商所相关负责人表示,下一步,大商所将继续跟踪玉米淀粉市场发展变化,优化相关合约及规则制度设计,不断提升服务产业的能力,更好的促进期货市场功能发挥。

业内人士称乙二醇期货具备深厚产业基础

□本报记者 张勤峰

“作为全球最大的乙二醇消费国和进口国,我国开展乙二醇期货交易具有深厚的产业基础和市场规模。”23日,在由大连商品交易所举办的乙二醇期货上市培训会上,相关业内专家表示,未来两年,乙二醇供应将更趋宽松,乙二醇期货上市后成交和交割有望稳定增加。

我国是乙二醇生产大国。据卓创数据,2017年我国乙二醇产量557万吨,约占全球总产量的20%。我国更是全球最大的乙二醇消费国,2017年表现消费量1430.7万吨,约占全球消费总量的51%。国内供需缺口靠进口解决。2017年我国进口乙二醇875.1万吨,是全球最大的乙二醇进口国。

“作为全球最大的乙二醇消费国和进口国,开展乙二醇期货交易,可为相关产业更有效地提供价格发现和套期保值的工具,同时也能够帮助产业结构优化升级和健康发展。”大商所相关负责人表示。

乙二醇期货将于12月10日正式在大商所挂牌交易。未来两年,全球乙二醇产能有望快速提升,预计全球60%以上的新增产能将在我国投产,乙二醇期货上市后可交割量也会稳定、大幅增加。