

# 华尔街投行明年策略密集出炉 新兴市场机会涌现 风险资产波动性上升

## 硬脱欧担忧仍存 英国金融市场风波未平

□本报记者 张枕河

在近日的欧盟特别峰会上,欧盟27个成员国与英国达成共识,通过了英国脱欧协议。然而英国硬脱欧的风险仍然存在,英国正式脱欧时间为2019年3月29日,从当前形势看,英国脱欧协议在第一次议会投票时得到批准的可能性很小,而在第一次议会投票后,英国政府都会面临多种选择,主要包括:与欧盟重新谈判、接受无协议脱欧、举行二次公投等。届时英国金融市场波动可能加剧。

### 英国脱欧未“尘埃落定”

目前英国脱欧并未“尘埃落定”,脱欧协议不太可能在第一次议会投票时得到批准,而在第一次议会投票后,部分议员或将推动与欧盟再度谈判,或将推动二次公投甚至提前举行大选。

针对英国与欧盟重新谈判的可能性,届时则需要修改脱欧协议,以获得英国议会的批准。然而欧盟其他成员国代表已明确表态,他们认为这份协议是能给出的最好,也是最终的结果,不希望这份协议发生任何变化。因此即使英国议会能成功推动重新谈判,欧盟和英国的空间也不大,欧盟只能做出有限的让步,基本不可能满足英国议会的希望,双方的分歧仍难以弥合。

接下来,英国政府如果无法同欧盟达成令英国议会满意的协议,且还希望继续脱欧,则只能选择“无协议”脱欧。但英国议员对“无协议”的支持率会更低,这样会使得英国的脱欧问题陷入“死循环”。

更为糟糕的一种可能性则是二次公投和提前大选。这样的结果将导致耗时数月,其对英国乃至欧盟所带来的不确定性也最强。

### 相关资产前景难预判

市场人士指出,目前与英国相关的金融资产前景仍难以预判。此前欧盟还警告英国,如果英国无法按时脱欧,要在目前的390亿英镑之外,再追加100亿英镑的“分手”费用,这可能加剧英国金融市场的风险。12月的议会投票距离英国脱欧的正式日期还有3个多月时间,对于英国议员而言,在这一阶段,许多议员仍可能会试图利用投票作为引导政策的工具。

FXTM富拓首席市场策略师Hussein Sayed指出,欧盟批准英国脱欧协议,但英镑却反应很平淡,这充分反映出市场情绪。投资者仍不愿持有英镑,尤其是考虑到该协议还要“闯关”英国议会。市场对议会批准脱欧协议比较悲观,这可能使英镑继续承压,不受欢迎。投资者对英国无协议脱欧的担忧仍挥之不去,英镑需求不足,近期走势前景仍看跌。从技术面看,英镑/美元短线可能下探1.2760美元。

他强调:“目前英镑/美元仍在2018年低点附近,可以说已消化大量不利消息,但如果英国议会否決该协议,那么将有更多坏消息,预计英镑仍趋于下行。”

英国于2016年就“脱欧”问题举行全民公投。2017年3月29日,英国正式向欧盟递交“脱欧”信函,“脱欧”程序正式启动。根据英国与欧盟之间的协议,英国将在明年3月29日正式“脱欧”。根据脱欧协议规定,英国需向欧盟支付总额约390亿英镑的“分手费”,在明年3月英国正式“脱欧”后设置为期21个月的过渡期,其间英国仍继续留在欧洲共同市场与欧盟关税同盟,享受贸易零关税待遇。

### 瑞银分析师:

## 看好10年期美债前景

□本报记者 张枕河

瑞银财富管理投资总监亚太区经济学家韦辉廉28日发表最新报告指出,从技术上,仍看好10年期美国国债前景,原因是美国联邦基金利率是隔夜利率,属于非常短的利率,美联储可直接干预的,但联邦基金利率跟长期走向并不同步。事实上,每当美联储加息,短息的反应比长息大。

此外,长期国债提供通胀调整后(实际)收益率,这受养老金等投资者欢迎。瑞银认为债券价格已反映了加息预期,国债能对投资组合中的风险资产(主要是股票及信用),起分散风险的作用。不过,长债的风险是最终加息比市场预期多,上一个加息周期便出现了这个情况,金融危机更是随之而来,美联储当然不希望重覆覆辙。

报告还指出,基于目前通胀温和等因素,美联储加息的机会并不高。美联储副主席克拉里达27日晚表示,自2015年底加息周期起,利率正走向中性,但离中性还不太近。瑞银认为美国经济风险平稳,既没有衰退之虞,通胀也不会猛进,加息步伐提速机会不大。但是,在流动性收紧及不确定性增加下,金融市场会持续波动。

### 美联储副主席认为

## 利率已“非常接近”中性

美国联邦储备委员会副主席理查德·克拉里达27日表示,美联储官员认为美国利率已“非常接近”中性利率水平,未来美联储在制定货币政策时将更加注重经济数据。

克拉里达当天在一场公开活动上表示,与2015年开始启动本轮加息周期时相比,美国目前利率水平既不抑制经济增长也不刺激经济增长,已经“非常接近”中性利率水平。

克拉里达说,未来美联储在制定货币政策时将更注重经济数据,将数据与经济模型和对经济健康状况的判断相结合,寻找最符合美联储政策目标的利率水平。

克拉里达表示,目前美国通胀率仍略低于美联储2%的目标,对此美联储必须谨慎行事。(许缘)



新华社图片

跌幅后,新兴市场股票在2019年应能获得7%至8%的回报率。此外,新兴市场本地债券应能回报6%,而硬通货债券则将回报4%。

### 投资组合应多样化

尽管近期多家华尔街投行预期,2019年全球主要经济体增速仍居历史高位,但2019年将面临风浪。伴随风险资产波动性上升,投行的资产配置逻辑发生转向,并建议考虑投资组合多样化,开展合适的风险对冲。

从经济基本面分析,瑞银表示,全球宏观失衡风险保持低位,通胀得到控制,全球金融环境宽松,所有这些有利因素使瑞银预测,有70%的几率经济将持续扩张至明年年底,然而,瑞银策略师同时也指出,看起来相当良好的前景,也正面临越来越多风险。美国经济的潜在放缓不足以推低股市,但预计

波动性将上升。板块方面,相对于昂贵的成长股和防御股,瑞银更青睐价值股、金融股和周期股。备受关注的是,该机构将中国股市上调至“超配”,因考虑到中国市场距离其2008年和2015年估值低点不到10%,且“政策刹车”正在松开;看好铁路设备和相关建筑企业,同时对地产及关联板块持谨慎态度。

摩根士丹利对2019年股市保持中性立场,并将美国股票评级下调至减持,预计2019年底标普500指数达到2750点。在投资风格方面,摩根士丹利偏向于价值股而不是成长股。大摩在报告中解释,价值股集中在金融、原材料、能源和共用事业板块,并对这四个板块给予增持评级,而对科技、医疗和消费板块给予减持投资评级。需要注意的是,摩根士丹利还对金属和矿企给予增持评

### 资金风格左右

# AH股溢价指数连续五周走低

□本报记者 倪伟

10月26日以来,恒生沪深港通AH股溢价指数持续走低,截至本周,该指数已经连续五周下跌,本周更是跌至115点附近,逼近四年内的最低点113.19点。万得数据显示,该指数追踪的成分股中,权重蓝筹股比价出现下降,甚至数个个股出现股价倒挂。

市场分析人士表示,AH股溢价指数的持续走低与目前市场资金的投资风格有直接关系。近期港股市场上大量的外资持续回流,而外资更倾向于低风险的行业龙头,注重中长期的股息和行业基本面,因此权重蓝筹尤其金融股更受资金青睐。而金融股占溢价指数追踪的成分股市值比重大约在七成左右,H股金融蓝筹走势明显强于A股,这直接导致了AH股溢价指数的整体下行。而因港股市场年底缺乏有力的利好消息提振,导致港股通资金投资情绪低迷,海外资金主导的形势还将持续一段时间,AH股溢价指数或将保持低位甚至进一步走低。

### AH股溢价指数连跌

恒生AH股溢价指数是根据纳入指数计

算成份股的A股及H股的流通市值,计算出A股相对于H股的加权平均溢价的指数。指数走高,代表A股相对H股越贵,指数走低,代表A股相对H股越便宜。由于一些特定因素的存在,A股相对于H股长期存在溢价现象。据业内人士表示,若不考虑市场因素,AH股溢价指数在120左右较为合理。

今年2月以来,恒生沪深港通AH股溢价指数在盘中创下138.96点的年内高位后出现持续的震荡下行。8月中旬以后,该溢价指数出现持续2个多月的上行趋势,而自10月26日该指数站上126.22点的阶段高点后,掉头向下走势明显。据万得数据显示,10月26日后该指数已经连续五周下跌,周跌幅分别为4.08%、2.37%、0.36%、0.23%和1.08%。截至11月28日收盘,该指数收报115.89点,离2014年12月以来的近四年最低点113.19仅一步之遥。

万得数据显示,该指数追踪的106只成分股中,有17只个股AH溢价低于指数均值。其中建设银行、农业银行、交通银行、国泰君安、工商银行、招商银行和中国平安这7家金融板块蓝筹股位列其中;同时,比亚迪、鞍钢股份、中国中铁、万科A等10余家行业龙头也纷纷上

榜;其中海螺水泥、中国平安、招商银行和中国石化股价出现倒挂。虽然106只成分股中仅有17只个股溢价比低于指数均值,但是这17家公司几乎都为大市值蓝筹股,尤其是金融板块,因该板块市值占到了溢价指数成分股总市值比重的七成左右,因此这些权重股的溢价走低,是拉动指数下行的直接动力。

### 海外资金主导市场

分析人士表示,恒生沪深港通AH股溢价指数出现持续的下行,主要是因为占指数大比重的金融蓝筹股比价出现持续的下行,而资金的投资风格是造成这种下行的主要原因。

一方面,海外资金加速流入港股,更倾向有基本面和业绩支撑、表现稳健、低风险和有稳定股息率的金融蓝筹股,导致金融蓝筹H股止跌回升。11月以来,受强美元背景、中美贸易摩擦和12月美联储加息预期等因素的影响,市场的投资情绪相对低迷,而港股市场因能够吸引海外资金的参与交易,因此资金面状况要好得多,这对H股价格构成支撑。据资金流向监测机构EPFR最新数据显示,上周截至周三,全球资金继续流入中国(包括A、H股以及

# 美国企业债风险上升 投资者加速离场

□本报实习记者 薛瑾

市场对于美国债台高筑的担忧,近期集中落在了企业债层面。数据显示,除了政府、家庭借债规模飙升外,美国企业债规模也在大幅膨胀。近段时间以来,伴随着美股市场震荡加剧,美国企业债市场也出现了抛售等波瀾。

在美国史无前例规模的企业债中,位于投资级债券底端的债券以及垃圾债券占比创新高。在美联储加息以及美国经济放缓的预期下,投资者对企业债务违约风险的担忧升温,不少投资者已经开始加速离场,企业债市场进入脆弱期。

### 企业债规模升至史上最高水平

证券行业和金融市场协会(SIFMA)数据显示,今年年中美国企业债总额已经达到9.1万亿美元,较2007年的4.9万亿美元翻了一倍多。国际清算银行(BIS)日前也称,美国的企业债规模已经升至史上最高水平,同时警告随着经济环境变化,一段时期内利润无法覆盖偿债成本的“僵尸企业”或将增多,将企业债市场置于高风险境地。

彭博巴克莱指数显示,美国投资级债券和垃圾债券(即高收益债券)的收益均飙升至新

高,企业债市场的表现为全球金融危机以来的最糟糕的一年。美银美林编制的相关指数也显示,高收益债券/国债收益率利差目前已经扩大至330个基点,为近两年来的最高水平。此类资产开始出现抛售潮,表明投资者“离场”趋势走强。摩根士丹利26日警告称,美国的企业债市场已经进入熊市,而且熊市还将进一步展开;摩根士丹利预计,随着流动性进一步趋紧,投资者将加速离场,美国企业债市场将进入更危险的区域。

分析人士指出,金融危机后,在美联储的量化宽松政策环境下,低廉的借贷成本刺激了很多企业大举发行债券。而据美银美林数据,在这些债券中,BBB级,也就是投资级债券里风险最大、最底端的一类债券,占到整个投资级债券规模的一半多,几乎是十年前的三倍。近期通用电气债券遭到抛售,让更多投资者的目光聚焦于BBB级企业债券。市场对其普遍的担心来自两个方面,一是利率进入上升通道,会导致这些企业偿债成本和违约风险升高;二是这些高杠杆的企业债券或被降级,列入垃圾债券行列。

### 担忧高杠杆企业违约

10月底以来,通用电气各种形式的债券

价格都经历了较大幅度下跌;同时,充当债务违约保护机制的通用电气信用违约掉期(CDS)价格大幅上升,折射出市场对其违约风险的紧张情绪,这种紧张情绪点燃了投资者对整个市场的担忧。有分析称,美国企业债市场中像通用电气这样拥有BBB投资评级、但价格却滑向垃圾债券的企业还有很多。市场估价,美国经济状况若出现恶化,潜在从BBB级债券向垃圾债券“下沉”的债券规模可达万亿美元。

野村高级策略师Bob Janjuah26日表示,通用电气怎样解决债务问题,对整个投资级债券市场至关重要,并指出大部分美国企业的杠杆率都到了史无前例的水平。

金融危机后的十年间,低廉的借贷成本是美国企业杠杆率抬升的主要原因。有外媒报道,通用电气、AT&T、IBM、CVS Health等很多蓝筹企业都通过债务融资进行了“收购狂欢”,从而拉升了杠杆水平。摩根大通分析师称,通用电气目前有1150亿美元的债务,200亿美元需要年内偿付,养老金负债规模也十分庞大,上个月,标普将其信用评级降为BBB;美国电信巨头AT&T目前有1830亿美元的债务,已经成为全球债务规模最大的公司之一,近期大手笔收购DirecTV

级,因为相应的板块“正在经历长期的盈利支撑”。

关于各类资产走向,美银美林做出如下判断,即美元将遭遇颓势,美元于2019年初的超调过后走低;大宗商品进入牛市,油、铜、黄金价格均上涨。美银美林给出的2019年推荐交易包括,看多恐慌指数期货基金VXX、看空美国国债利差等。

高盛表示,2019年投资者依然可以保持适度的风险倾向。宏观上考虑投资组合多样化和对冲组合,微观上关注盈利能力高的企业。相比2019上半年,2019年下半年全球市场表现更乐观,同时可关注大宗商品组合。本周高盛发布的“原材料十大交易策略”建议投资者,鉴于大宗商品市场出现前所未有的错位,目前已迎来做多石油、黄金和基础金属的机会。