

■财富圆桌

地量不等于拐点 牛熊转折待来年

□本报记者 叶涛

年初以来,A股市场经历一轮旷日持久的回落行情。迄今,大盘仍徘徊在2600点附近的底部区域。临近年末,市场流动性压力环比上行,两市日成交额反而进入“地量”区间。地量地价,这是否意味着拐点即将到来?资金偏好变化是否会成为行情风险点。本期邀请来自国盛证券、南京证券的专家共同探讨。

等待“市场底”

中国证券报:您如何看待近期大盘成交量严重萎缩现象?原因是什么?

周旭:市场近期连续缩量,沪指成交额连续4个交易日低于1000亿元,上一次交投如此低迷还要追溯到2014年7月份。造成近期成交量萎缩的原因,主要有以下几点:首先美股近期大幅震荡,外围不确定性因素较多,国际贸易形势的前景尚不明朗,导致避险情绪浓厚,场内外资保持观望。其次,市场缺乏增量资金,自10月底开始,央行已经连续暂停逆回购操作,3个月SHIBOR利率缓慢上升,流动性相对吃紧造成成交匮乏。再者,在基本面预期担忧和政策面支撑下,多空双方力量在大盘2600点这一阶段性区间震荡中极位置达成平衡,导致市场徘徊不前。

张启尧:成交量萎缩是市场处于底部区域,缺乏增量资金,场内存量博弈的典型特征。今年市场遭遇大幅调整,年初至今跌幅超过20%。深跌之后,在这个时点抛弃筹码对于投资者来说已意义不大。同时出于对外部环境、企业盈利等风险因素的担忧,投资者加仓意愿也不强,多数处于观望状态,因此导致市场成交量严重萎缩。

中国证券报:股市有“地量地价”说法,您认为何时会见到“市场底”,理由有哪些?

周旭:“地量”代表交投低迷,投资者观望情绪浓厚,可能面临方向选择,并不一定对应“地价”,今年在此之前也出现过几次阶段性缩量现象。

何时能见到“市场底”,一般来说市场底部有一些特征可循。一是大盘从高位回落幅度较大,绝对估值都处于历史较低水平,低市值公司占比、破净公司数量显著上升;二是市场情绪极度低迷,参与交易账户数量减少,成交量显著萎缩,换手率和基金仓位也都处于较低水平。目前来看,本轮下跌主要由杠杆收缩和国际贸易不确定性引发的经济基本面担忧导致,估值水平已处于历史较低水平,但在企业盈利趋势依然下滑的情况下,现阶段较低的绝对估值成色还需要考验,“市场底”需要综合考虑流动性的充裕程度以及经济基本面的预期变化,现阶段仍需等待。

张启尧:从长期视角看,当前已经处于市

场底部区域。

首先,便是硬道理。当前的A股市场,从估值的角度看,一方面纵向比较来看已经调整至历史上的较低水位,另一方面横向比较看,当前A股也是全球最便宜的市场之一。一向号称价值投资的美股的估值当前远高于A股。

第二,投资者对未来市场的担忧主要有两块,一块是经济和盈利的下行,另一块是外部环境的不确定性。但内部财政和货币政策的加码有望有效缓解对冲这两方面风险。

第三,明年,市场不排除阶段性面临经济下行、外部扰动等压力,但随着内部刺激的持续释放、政策环境(经济及股市)的不断改善,市场将进入牛熊转折。

流动性利好股市

中国证券报:您对接下市场流动性的判断是什么?对A股有何影响?

周旭:目前央行对货币政策定调为稳健中性,把好货币供给总闸门,在多目标中把握好综合平衡。从“总闸门”措辞来看,意味着货币政策仍不是“大水漫灌”模式,预计接下来全面宽松的可能性也较小,流动性仍会是保持合理充裕的状态,预计货币市场利率上下空间均有限,央行更多的还是通过结构性工具进行定向调控,MLF和定向降准的政策组合仍有操作可能。对A股影响方面,未来流动性不会是市场的一个主要矛盾,中性偏松的环境有利于经济和股市的健康发展,对股市的直接影响偏正方向但幅度有限,未来A股的主要矛盾还是要回归企业盈利层面。

张启尧:未来,市场将迎来多重长期增量。一是总量流动性层面,国内经济下行压力仍然较强,为托底经济,政策上宽货币的基调将得到延续。与此同时,随着美国经济可能走弱,美联储的加息节奏有望出现放缓,人民币的贬值压力减小,为央行腾出更多货币政策施展的空间。

二是外资流入节奏大概率继续提速。2016年以来,随着陆港通全面建立和MSCI落地,海外资金入场明显提速,并成为过去国内股市的主导性增量。明年若A股纳入富时罗素指数和MSCI纳入因子的提升能够如期落地,市场将再次迎来数千亿元的外资流入,规模远超过今年。



国盛证券策略首席分析师
张启尧

南京证券研究所所长
周旭

主持人:本报记者 叶涛

三是银行、社保养老金等长期资金将加大入市。12月2日银保监会正式发布《商业银行理财子公司管理办法》打通银行理财资金权益配置通道,此前养老金也通过公募参与独角兽CDR上市。而长期来看,二级市场资金扩容渠道正逐步打通,长期资金有望加速入市。

警惕盈利下行压力

中国证券报:结合宏观经济来看,2019年股市运行趋势是什么?机遇和风险点在哪里?

周旭:2018年经历了杠杆收缩、国际贸易形势波动等。展望2019年,国内外经济下行压力均较大,企业盈利增速下滑将拖累市场表现,国内“大水漫灌”的可能性较小,因此风险偏好不存在持续上行的基础,不过继续下行空间也有限,一方面经济虽然下行但范围可控,积极的财政政策将对冲下行压力;另一方面,全部A股隐含ERP处于历史极高值区域,今年的估值下行包含了对去杠杆和贸易因素的悲观预期。

预计2019年股市整体走势是震荡磨底的

走势,结构性机会将比今年要多。机遇方面,外资和长期资金在2019年有望持续流入,传统的核心资产和稳定高股息率的品种仍适合战略配置,弹性方向主要在政策面驱动和创新转型驱动的结构性的机会,比如基建、5G、新能源等板块。风险方面,主要警惕全球经济下滑共振引发的企业盈利超预期恶化以及通缩风险,此外,美股走势和国际贸易不确定性走向也需要密切跟踪。

张启尧:当前到明年一季度市场将处在相对缓和的环境中,市场将处于向上修复窗口。但考虑到2019年宏观经济仍将周期性下行,因此也需警惕盈利下行对市场的压力,尤其是在年报一季报窗口期。外部环境也仍有不确定性。

机遇主要在于两方面:一是受益明年政策对冲加码的板块,重点看好地产、基建;二是过去两年在“大白马”风格下被市场忽视、缺乏研究覆盖,且当前已经具备估值性价比、资质良好的“小黑马”,可以在2016年后上市的次新股里面寻找。

中央结算:推动债市对外开放 提升服务全球投资者能力

□本报记者 王姣

随着中国经济稳步发展,人民币国际化持续推进,快速成长的中国债券市场正在成为全球投资者配置资产的重要场所。作为中国债券市场的核心基础设施和对外开放的门户,中央国债登记结算有限责任公司(简称“中央结算公司”)近年来不断推进跨境互联合作,致力于为全球投资者参与中国债券市场提供安全、高效、专业的金融服务。

中国证券报记者获悉,未来,中央结算公司将紧紧围绕国家金融开放战略,更好发挥基础设施职能,积极拓宽公司服务范围 and 领域,坚定不移地推动中国债券市场对外开放。

“直飞航班”已成主要模式

“中央结算公司托管了中国大部分主权债和准主权债,这是全球最重要的人民币资产

池,成为全球投资者配置人民币资产的首选场所。”12月13日,中央结算公司监事长、上海总部总经理白伟群在2018年中央结算公司境外投资者年会暨“中债-境外机构投资者指数”发布会上表示。

数据显示,截至2018年10月末,以直接模式进入市场、在中央结算公司托管结算的境外投资者约750户,持债总量约1.45万亿元,平均每户持债200亿元,这种“直飞航班”已成为境外投资者投资中国债市的主要模式。

白伟群表示,2017年底,中央结算公司对接上海国际金融中心战略,建立上海总部,集聚跨境发行、跨境结算、担保品、金融估值、数据中心等核心功能平台,通过对标国际金融市场基础设施准则,推进跨境互联合作,不断提升面向全球投资者的服务能力。

“中央结算公司将与全球投资者一道,携手开创中国债券市场开放发展的新未来。”白

伟群说。

境外机构合作意愿较高

中央结算公司表示,此次创办境外投资者年会,是秉承国家赋予的使命,旨在为全球投资者打造高规格、多元化、深层次的沟通交流平台,为全球投资者参与中国债券市场提供安全、便捷、高效的服务。

此次会议上,来自金融主管部门的领导,以及世界银行、新开发银行、挪威央行、泰国央行、马来西亚央行、工商银行、中国银行、汇丰银行、花旗银行、BlackRock、Vanguard、Fidelity等170余家境内外金融机构300余位代表共同参会。

记者获悉,随着中国债券市场对外开放进一步提速,境外机构对中国债券市场的兴趣也日益浓厚。国际资本市场协会(英文简称ICMA)首席执行官Martin Scheck在会上表达

宏信证券:原油未来走势仍不乐观

□本报记者 王姣

四季度以来,原油价格持续下跌,NYMEX原油累计跌幅已接近30%,近三周则出现止跌企稳的迹象,未来油价将有望反弹还是继续下探?

“近期原油价格的大幅下跌,不仅包含投资者对全球总需求走弱的预期,同时也存在供给端的一些扰动。尽管油价回落幅度已经达到30%,但我们认为原油市场后期的走势仍然不乐观。”宏信证券首席经济学家陈洪斌、固收总部研究负责人臧冕日前接受中国证券报记者采访时表示。

中国证券报:结合全球经济形势看,需求端对油价的影响如何?

宏信证券:全球经济下行导致原油需求萎缩的悲观预期。从国际货币基金组织、经合组织及世界银行等国际权威机构对2019年全球经济增长预期的变化来看,今年9月到10月,上述机构集中下调了全球增长预期,幅度在0.2个百分点左右。

除全球经济总量的悲观预期外,以美欧日为代表的主要经济体,也面临着经济周期由扩张转为紧缩的担忧。从主导上述发达国家宏观基本面的核心逻辑来看,美国后续的经济增长乏力主要来源于美联储加息对经济的负面影响;德国、日本在近期出现经济加速回落的迹象,则受累于工业以及出口领域。

中国证券报:结合全球原油供给变化,2019年国际原油市场供需格局将如何演绎?

宏信证券:就原油的定价逻辑来看,需求端是完全市场化的,而供给端则时常受到中东地缘因素的影响,同时也是主导原油价格中长期波动的核心因素。2018年5月8日,美国总统特朗普宣布退出《伊核协议》,并在8月和11月重启对伊朗的两轮制裁,然而在第一轮制裁实施并推升油价之后,特朗普开始表示对高油价的不满,11月初美国对8个从伊朗购买石油的国家提供豁免权,成为原油价格短期快速下跌的直接因素之一。

供给端的另一主导因素来自于美国页岩

油的增产。从EIA近期公布的原油产量数据来看,美国总体原油产量已经达到1170万桶/天,相比去年同期增产超过200万桶/天,超越沙特的1063万桶/天和俄罗斯的1141万桶/天,跃升全球第一大产油国。

EIA报告预测,2019年4月美国原油产量将超过1200万桶/天,在OPEC以及俄罗斯受到短期原油产能上限约束越来越大的情况下,而沙特记者遇害案为特朗普打击高油价创造了条件,特朗普通过这一事件对沙特方面施压,确保原油供应继续维持高位,进而压低油价。

更为重要的是,水力压裂法的技术进步也进一步降低了页岩油的开采成本。根据国际机构的测算,主要页岩油产区的平均开采成本由2013年的70-90美元/桶,逐步回落至2017年的30美元/桶左右。

从目前的情况进行推测,2019年国际原油市场大概率将是一个供过于求的状态。

中国证券报:还有哪些因素将影响油价走势?

宏信证券:低油价作为特朗普核心财政政策的条件之一,在其经济战略中占有重要地

位,也是原油价格快速回落的深层次原因。

特朗普现阶段政策的重点在于推进改善国内企业的生产经营环境,创造一个适宜的宏观条件。而相对低的原油价格,将会在工业品原材料、能源与运输成本等多个方面为企业降低整体的经营成本,提高净利润水平,并且低油价可以有效压低通胀,对降低企业利息支出和人力成本也是非常有帮助的。

而沙特记者遇害案为特朗普打击高油价创造了条件,特朗普通过这一事件对沙特方面施压,确保原油供应继续维持高位,进而压低油价。

中国证券报:对未来油价走势有何判断?

宏信证券:主观因素和客观条件均不支持原油价格走势的反转:一方面,全球经济回落的格局在短时间内难以扭转,2019年主要经济体的经济增速大概率继续探底。另一方面,低油价作为特朗普财政政策重要的宏观条件之一,后期中东地区的政治局势仍然会受到美国的控制,原油产量短期内难以出现显著的收缩。

■投资非常道

为什么周期必定重演

□金学伟

有读者希望我聊聊周期形成的原因——历史必定重演的假定、周期、概率的关系。恭敬不如从命,何况这本身就是好主意。通过对周期形成的原因探讨,我们可了解两种不同思路、流派,同时也扩大我们的视野。

对待周期,最早的一个流派我们可称它为“天道派”。比如在周期理论的奠基之作《周期,触发事件的神秘力量》中,杜威列举了很多周期现象——世界战争是22.2年;大西洋鲑鱼丰收年份是9.6年;太阳黑子活动的平均周期是11.11年;房地产的平均周期是18.33年;股市周期是9.2年……他同时还揭示了两个惊人结论——许多毫不相干的东西,它们的周期却密集地分布在相近的长度附近。如新泽西州毛虫的爆发周期、加拿大土狼头数周期、美国小麦播种面积周期、美国棉花价格周期……都是9.6年;这些相似的周期表现是同步的,它们的转折点相互吻合,包括美国结婚对数、移民人数、股票价格等,都会在相同的时间发生转折。

但为什么会这种现象?杜威的解释是,宇宙间必定存在着一种神秘力量,控制着这些周期。也就是,宇宙具备脉动的特点,正是这种脉动,引发了人类世界许多领域中的上述周期。这种解释非常骇人听闻,所以杜威的周期理论被普遍视为“伪科学”。

但这也表明,对一些自然现象,包括人类社会中一些不以人的意志为转移的规律,人们最早的认识总是欠缺的。知道它的存在,但不知道它的原因。在不知道原因情况下,把它归结为“天道”或许是最好的,至少是合适的。与此相应,我们对周期的态度也应是“先不要问为什么,而是要问‘如何’——先研究经济周期是如何展开的。”

这个思想其实是有一定道理的,就像农民伯伯虽然不知道“天体运行决定了四季变化”,但只要根据季节来安排农事,照样也能把农事打理好。

与“天道派”相对应的是“还原论”。万事万物的变化都是有原因,没有无因之果,只有搞得清楚搞不清楚问题。通过还原,建立某些事物之间的联系,我们就能找到周期原因。因此,还原论就是因果论。

举例说,早期的地球,地壳还不稳定,常常会喷发各种岩浆、气体,不同的气体元素,导致地球温度在寒暑间剧烈的周期波动。而在地壳稳定、生物大爆发之后,植物和动物间的此消彼长成为影响地球冷暖变化的一个重要因素。各种大型动物遍布地球,释放大量二氧化碳和甲烷,导致气候变暖,南北两极冰雪融化。大量融化的冰雪在北纬地区的洋面上形成冷流,向南流动,从而阻碍赤道暖流向北移动,由此,冰原从北向南渐次扩大,植物继而动物大量死亡,地球进入冰期……近年,北极冰雪大量融化,赤道暖流向北纬地区的流动速度已明显放缓,气候专家们普遍预期地球将进入小冰期(僻居则趁此“利好”,鼓吹“说气候变暖是中国人的阴谋”,正是只与己有利,啥都不说),这个判断,就是建立在过去我们对地球其后冷暖变化原因分析基础上的。

对金融周期的成因,霍华德·马克斯在他的《投资最重要的事》里是这样描述的:只要原因是“久是情绪化且善变的,缺乏稳定性和客观性”。

当人们对事物的发展方向满意、对未来前景乐观时,这会强烈影响他们的行为。他们花多存少。他们借钱满足享乐或提高潜在收益,即使这样做会令他们的财务状况更不稳定。他们愿意为当前价值或一部分未来付出更大的代价。

他说,周期的极端性主要源自人类的情绪与弱点、主观与矛盾。周期是可以自我修正的,周期的逆转不一定依赖外源性事件。周期的发展趋势本身就会导致周期逆转(而不是永远向前)的原因。因此,我喜欢说的一句话是:祸兮福之所倚,福兮祸之所伏。

涉足投资的时间越长,我对信贷周期的力量的印象就越深刻。只要经济有微小的动静,就能导致信贷可得性的巨大波动,并对资产价格及其背后的整体经济造成重大影响。

过程很简单:经济进入繁荣期→资金提供者增多,资本基础增加→坏消息极少,因此贷款风险与投资风险似乎已经减少→风险规避消失→最终,资本提供者开始为不具备资格的借款人和项目提供资本。

正如早些时候《经济学家》说的:“最坏的贷款出现在最好的时候。”这一行为导致了资本损耗,即资本投资项目的资本成本超过其资本收益,最终导致没有资本收益。

毫无疑问,霍华德·马克斯对信贷周期的演进过程的描述是非常到位的,他实质上为我们提供了一个最好的判断周期逆转的策略信号——资本提供者开始为不具备资格的借款人和项目提供资本。回顾一下,2008年国际金融危机之前,2015年A股的大跌之前,我们都可以看到这样一种现象。

我觉得,天道论、因果论,在周期的把握上是各擅胜场的。天道论注重于量化,更具操作性。但是,周期会偏移的,会混沌的,当出现偏移和混沌时,天道派就束手无策了。而因果论者却可以从前因着手,做出较好的判断。

但因果论的最大挑战来自两个方面。一是因果错配,将多因解释为一因,将“副现象”视为主因,导致推论错误;二是现实中的周期现象并不永远是典型的,遇到一个弱周期,它的前端表现是不那么典型的,从因果角度来看,就会漏判。比如1849年牛市,就是在一个典型的弱周期背景下出现的,从因果论出发,难以判断,而以天道论的量化分析来看,则是铁板钉钉的事。

探索各种问题,它的来龙去脉、前因后果,是我喜欢的,但我对人类的智商历来不那么乐观、自信。既然天道论、还原论各有利弊,何不把它们结合起来,一手天道,一手因果?何况在过去20多年来,天道论对周期的把握成功率要远远超过因果论,即便像今年的道指,从因果论角度看,莫衷一是,从天道论角度看,却很清楚,是个见头部的年份。

从因果论角度看A股,人们有理由对2019年持悲观态度。但从天道论角度看,则未必。