

■ 多空论剑

明年“避险光芒”几何 利率债风采延续

□本报记者 王姣

2018年末,全球市场波动加大,股弱债强格局演绎跨年行情,谨慎氛围下避险资产似乎仍是2019年机构优选品种。未来海外环境变化将如何影响大类资产偏好?2019年经济形势真的更利好避险资产吗?市场可能出现哪些“预期差”?针对这些热点问题,中国证券报本期邀请中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛和招商证券大类资产配置首席分析师张一平进行探讨。

海外环境压制风险偏好

中国证券报:2018年海外环境变化对国内大类资产影响较大,明年美元汇率、利率将如何演绎,对大类资产有什么影响?

黄文涛:目前美国失业率已经降至近50年以来的低点,经济已经进入了典型的后周期时代,未来继续向上的空间非常有限。税改因素对经济的推动作用在2019年将逐步消退,而目前利率上行对于房地产市场以及耐用消费品消费的冲击已经开始逐步体现,预计2019年美国经济增长动能大概率将逐步向下,到2020年可能出现一轮温和的衰退。

按照当前的经济和市场环境推测,2019年美联储加息两次仍是可以预期的。尽管加息两次低于美联储点阵图的预期,但在美股存在调整压力、美国信用利差扩大的背景下,金融条件整体仍将收紧,这对于我国仍有一定的不利影响,这一外部约束可能仍将限制我国的降息空间。但随着美国经济动能的减弱,这一约束将逐步放松。

张一平:2018年全球经济分化的下一步可能是2019年全球经济共振下行,预计美国2019年GDP增速将降至2.4%左右,下滑的原因来自三方面:逐步的货币政策正常化意味着金融环境边际收紧,减税所带来的刺激作用也将边际减弱,更高的关税和未来自来政策的不确定性可能会减缓投资增长。

美债收益率受到美国名义增长和货币政策正常化的影响。预计上半年名义增速下行的影响将使得美债收益率有所下行,但下半年或将回升,因缩表可能通过直接影响供求而带来美债收益率中枢水平抬升。总的来看,预计2019年10年美债收益率将围绕3.0%上下波动。

受利差主导的美元指数主要反映了美国经济增长相对全球GDP的强弱变化,顺周期财政政策积极影响的消退与经济周期下行双重叠加,将加大美国经济下行压力,预计2019年美元指数将走弱。不过,美联储缩表所带来的流动性紧缩对美元指数构成一定支撑,预计美元指数下行将相较以往更为缓和。

美国资产价格的调整将对国内大类资产表现造成不利影响。其一,美债收益率与我国市场利率相关性较高,美债收益率中枢的抬升将构成我国市场利率的上行压力。但由于我国



中信建投证券宏观债券首席分析师 黄文涛

预计股票市场在2019年将结束单边下行的格局,进入低位震荡状态,但二季度之前仍然认为债券还有做多的空间。



招商证券大类资产配置首席分析师 张一平

展望2019年,依然建议大类资产配置仍以防御为主,利率债仍是配置首选,重视黄金的配置价值。

央行以人民币汇率波动加大为代价,减轻外部因素对国内市场利率的影响程度,预计2019年国内债券市场表现依然相对较好。

其二,美国经济增速趋缓叠加市场利率的强势,美股面临较大的调整压力,这构成压制A股表现的外部因素之一,美元强势而人民币弱势,国内市场资金外流压力上升,这不但利于股票资产的表现,也会冲击债券资产。

明年下半年经济有望企稳

中国证券报:结合近期经济金融数据,判断明年经济政策趋势,可能有哪些变化或预期差?

黄文涛:结合近期经济金融数据看,国内稳增长效果一般,实体经济融资尚未明显改善。最新11月份宏观金融数据表明,出口和消费增速都有明显回落,基建和房地产投资基本保持稳定,制造业投资有所回升,前期的政策措施只能缓解经济金融和地方债务不出现系统性风险,并没有改变经济增长下行的趋势,需求动力不足仍是当前经济面临的主要矛盾。从宽信用效果来看,社融增速仍然在继续下滑,融资结构也不甚乐观,短期贷款与票据融资偏多,企业中长期贷款较低,表明实体经济融资尚未明显改善。

2019年宏观经济关键词是“有支撑的下行”,核心逻辑是国际经贸关系的不确定性与政策托底。

综合考虑,预计明年GDP实际增速6.3%左右,名义GDP增速8.5%左右。三季度经济或短期企稳:一方面,全球经济以及国内制造业投资、房地产投资增速大概率下行,再加上经贸关系的不确定性,经济下行压力尚未完全释放。另一方面,在稳就业与2020年全面建成小康社会社会经济目标的约束下,经济增长需要底线思维,这意味着积极的财政政策需要发挥更重要作用,而基建投资将是主要抓手。

政策层面,中国仍处于降准周期,但将更

加注重定向调控,注重政府信用增信,疏通信用传导机制是货币政策的关键,同时降息不能完全排除;财政政策空间更大,赤字率的提升和专项债的大量发行都是广义财政发力的应有之义。社会融资二季度有望企稳。

未来预期差可能主要在于经济是否能够稳住、政策传导是否有效、房地产政策放松的力度到底有多大、是否还是会走老路稳增长。

张一平:外有美联储加息外溢效应制约,内有高宏观杠杆率、高资产价格(房价)以及高环境成本约束,本轮经济稳增长政策空间有限,政策时滞较长。这自然意味着政策效果有限,目前仅能看到基建投资增速触底回稳,而货币政策传导机制依然不畅。

短期内中国经济增速下行压力将进一步上升。2019年上半年国际经贸关系对国内实体经济的影响可能将集中体现,而自我约束的政策难以有效对冲经济下行风险,预计明年上半年经济增速将跌至6.3%左右。按照我们的判断,转向必须有待于经济出清的完成,其重要标志就是要看到通胀压力的消失,甚至是进入通缩,也就是实际经济增速下行至潜在水平下方。

根据学术研究成果,2016-2020年中国的潜在增长水平约为6.3%。考虑到现阶段稳增长等积极效应逐步释放,预计下半年经济增长将较上半年有所改善。

短期防御为主 中期适度乐观

中国证券报:基于内外因素变化,2019年市场避险情绪会否延续?是否仍建议投资者优选避险资产?

黄文涛:2019年市场避险情绪能否延续取决于经济的发展状况。12月中央政治局会议强调“第一个百年”目标,这意味着未来两年的年均GDP增速需要达到6.1%以上,相当于为经济增长设立了底线。我们认为三季

度经济或短期企稳,一方面是由于专项债发行规模增加可能会在二季度支撑社融增速短期企稳,另一方面是贸易关系的不利冲击可能在二季度体现较明显,相应可能会带来之后的政策调整。这有利于市场风险偏好的提升。

且从风险资产来看,中国的A股市场已具备中长期配置价值。预计股票市场在2019年将结束单边下行的格局,进入低位震荡状态。三季度经济逐步触底,将给股市带来较为有利的支撑。同时,股市各主要股指的估值均处于历史低位,与全球主要股市相比均具有较大估值优势。

但二季度之前债券还有做多的空间。虽然中央政治局会议已经定调了明年经济的底线,但是过去经济下行风险靠基建、靠地产去对冲,而当在种种债务约束下,政策手段不得不需要更高的智慧和更精细的操作。而上半年来,经济下行风险仍然较大。在此背景之下,无论是稳增长,还是为了支持表外转表内的金融调整,货币政策的空间都需打开,降准持续、政策工具的降息也是备选项,且从宽货币到宽信用仍然阻碍重重。

张一平:展望2019年,全球经济面临同步下行的风险而发达经济体货币政策集体收紧导致全球流动性条件也将面临拐点。这意味着美国市场股债资产调整的可能性较高,进而对全球资本流向、全球资产价格造成不利影响。历史数据显示,美联储加息周期的后期金融危机从不缺席。今年阿根廷、土耳其等新兴经济体出现金融动荡表明新兴市场股债汇资产均将承受更大的压力。

对于中国资本市场而言,随着A股和债券市场开放程度的提高,外围形势对国内资产价格的影响已经不可避免地上升,我国国际资本流动也因此出现了新的变化。展望2019年,建议大类资产配置仍以防御为主,利率债仍是配置首选,重视黄金的配置价值。

环保股逆势爆发 机构推荐工程类个股

□本报记者 牛仲逸

14日环保指数冲高回落,但个股却逆势迎来爆发,板块内科融环境、德创环保、博天环境以及华控赛格涨停,此外中持股份、中再资环、永清环保等涨幅也较为明显。

分析指出,环保板块目前处在业绩、估值和预期的三重低点,进一步向下调整空间有限。而从中期看,规范化是行业最大利好变化,在补短板推动下行业仍有充足的发展空间。

三季度增速下滑

业绩方面,券商统计数据显示,今年前三季度环保行业实现营收654.15亿元,同比增长19.64%;归母净利润72.14亿元,同比增长1.26%;扣非后净利润66.27亿元,同比增长

3.65%。子行业方面,仅固废处理和环境监测实现净利润增长,分别同比增长22.81%、25.55%;污水处理和大气治理分别同比下降14.01%、11.24%。行业三季度实现营收242.81亿元,同比增长15.03%;归母净利润25.81亿元,同比增长11.21%,环比下降1.74%。

此外,截至2018年三季度,环保行业基金持股比例从2017年二季度以来呈逐步震荡走低态势。

渤海证券表示,目前板块估值受到压制的主要因素是企业融资困难的问题,未来伴随融资利好政策的持续落地,环保行业融资困难的问题有望得到缓解,板块整体估值也有望迎来修复行情。

看好优质运营资产

2018年环保板块整体表现大幅落后大盘。

不过在市场低迷的大背景下,环保各细分领域实施方案以及资金纾解政策密集发布,旨在解决行业痛点。那么2019年行业会有什么变化?哪些品种值得关注?

国信证券表示,环保板块的估值已跌落历史谷底,工程类的环保股估值接近建筑股的估值,而质地优质、现金流良好的运营类的环保股今年也遭遇估值的错杀。经过2018年行业风险的持续释放,当前已无可见的大风险点。环保项目规范化后,质地优良的运营项目占主体,银行更愿意放款,而环保企业盈利和回款均将改善。推荐景气高的监测和估值有待修复的固废处理行业。多重政策驱动下,民企资金情况得到破冰,但大规模的资金落地可能要等到2019年一季度之后,同时相关政策出台及地方环保专项债的发

行将是板块的催化因素。市场对于PPP情绪的修复有望带来工程板块的率先反弹,这个阶段看好体量小、项目质量高的工程类个股,有望受具体项目资金落地影响展现出高弹性。

平安证券表示,优质运营资产将是环保长期投资方向。水务运营、污水处理提标改造至少1000亿元市场空间,提标改造的加速推进核心是驱动污水处理结算价格上升。另外,我国省会城市平均供水价格从2014年12月的2.06元/吨一直维持到现在,已进入涨价周期。垃圾焚烧运营:根据相关规划,未来两年我国垃圾焚烧仍将保持20%以上的增长。行业内公司多数已投运较多垃圾焚烧发电项目,可产生充足现金,在建项目仍有一定体量,确保公司稳健增长,建议重点配置。

■ 市场连线

韩冬:建议从三方面完善股票期权市场建设

□本报记者 张利静

今年以来,期权市场成熟度明显提升。无论是市场活跃度还是策略应用,都在向成熟市场靠拢。继续建设期权市场,丰富资本市场层次成为市场期盼。中国证券报记者特邀北京盈创世纪投资管理有限公司总裁韩冬对当前中国股票期权市场的发展特点和功能发挥条件进行分析,为市场扩大建设提供参考。

中国证券报:如何看待今年以来股票期权市场发展特点?

韩冬:今年股票期权市场发展可以总结为

四方面。首先是参与者增加,市场活跃度提升。在期权起步不久的中国金融市场,大多数的投资者对期权的认识,多是复杂的交易规则、难懂的理论、期权知识的门槛、合格投资者资格的门槛和学习的困难。虽然交易所和相关券商做了很多宣传推广工作。但这部分期权的作用和功能,并没有被广大投资者看到。随着时间的推移,特别是在今年,期权被更多人看到,市场活跃度明显提升。其次是带来了危机中的机会。今年一、二、三、四季,A股走势不是很理想,全年出现震荡下跌的状态。在这种情况下,无论是机构投资者还是个人投资者单一的股票策略,在市场中获利变得困难。而股票期权,它的对冲功能、灵活的策略,展示了比较投资的优势。第三是杠杆效应下的财富魅力。由于期权的特性,单边快速波动的行情下部分期权合约价格会产生剧烈的单边波动,百分之几百的价格波动。弱势行情中的投资者,再次受到了这种巨大价格波动的魅力并从中获利。第四是市场前景更加明确。市场预期,未来会有沪深300ETF期权、中证500ETF期权上市,丰富期权市场的标的,让期权发现价格、对冲市场风险的功能,更加完整和强大。

中国证券报:目前上证50ETF期权功能发

挥条件如何?

韩冬:在过去的一段时间里,50ETF期权功能一直受到市场流动性的限制,市场的流动性决定了50ETF期权功能的发挥情况。而流动性的根源来自市场参与者的数量,只有越来越多的投资者参与到期权市场,流动性才会越来越大,市场才会越来越活跃,50ETF期权的功能才会发挥得越来越好。正如所见,今年50ETF期权合约的成交量、开户数、参与人数,都以非常快的速度在增长。发展的方向和速度是肯定的,期权市场会越来越壮大,它的功能发挥会越来越越好。

中国证券报:结合实际情况,对于当前股票期权市场发展有何建议?

韩冬:当前投资者参与股票期权市场,主要受到三个问题的限制,未来要更好的发展股票期权市场,需要解决好三个问题:加大投资者教育力度,降低投资门槛和增加交易工具。

一是加大投资者教育力度。参与期权市场最需要具备一定专业投资知识,目前市场在宣传推广期权专业知识方面还存在不足,投资者对市场的理解还有待普及和提高,一是尽可能让期权知识普及变得简单、通俗易懂,第二加强券商从业人员期权知识的学



盈创世纪投资管理有限公司总裁 韩冬

习和培训。二是降低投资门槛。初期设定的期权开户条件是为保护投资者而设,通过更严格的门槛让投资者避免因不懂期权而受到伤害。当整个市场的投资者对期权的了解较为普遍之后,希望可以降低期权开户条件的门槛降低更低,让更多的普通投资者参与进来。三是增加交易工具。目前绝大多数投资者使用的交易软件,还存在复杂难懂、不好操作的问题。建议相关方完善期权交易软件的功能设计,把那些复杂的公式计算交给程序和软件,展现给投资者的是更简单易懂的图像图形界面。让普通投资者可以更方便地运用期权工具,推动整个期权市场的发展。

■ 瞭望塔

变盘等待期 谨慎为上

□本报记者 叶涛

病来如山倒,病去如抽丝。大盘2449点以来,市场迟迟未见拐点现身,本周受5G主题概念带动,股指周中一度试图挑战上方60日线,但量能却又不幸“露怯”——沪市日成交额连续下破1000亿元,两市成交发生区间性萎缩。资金无心恋战、热点转瞬即逝,情绪面乃至估值的修复仍需假以时日。

历史上看,四季度向来是机构调仓换股、为来年布局打基础的关键时期,结构性行情往往成为这一阶段股市运行的主旋律。不过结合近两个月市场表现看,大小风格差异并不明显,少数上涨的行业板块中,也反而是兼具避险效应的农林牧渔更胜一筹。显而易见,结构切换的市场基础并不具备。超越修复的潜台词面前,无论机构还是活跃资金,难免感到“疲软”。

向下看,经过年初以来的持续回调,当前A股整体估值水平已经进入历史较低水平,况且还有“政策底”的暖意护体,岁末时点突破2449点前低概率较低。并且横向而言,即便考虑到今年美股市场大幅下挫,外围股市普遍走势跌宕等因素,当前A股估值水平仍然要高于美股。毕竟年初高点以来,大盘累计跌幅已经超过27%。

但估值低、政策底以及近期成交“放量”是否就意味着拐点到来,当下仍不能轻言。一方面,近期外围贸易风险虽然有所缓和,但扰动因素并未彻底消除,因此也就很难从根本上消除投资者的担忧心理。另一方面,经济基本面来看,11月份中采PMI继续回落;规模以上工业增加值环比回落0.5个百分点;消费增速则创下2004年以来新低,折射经济增速仍面临回落压力。

应该说,当前市场正处于上市公司年报的真空期,业绩整体回落无法被证伪,环境氛围对投资者短线操作较为有利,不过考虑到三季度盈利水平已经低于市场预期,叠加进一步显现的基本面压力,主流投资者很难摆脱对盈利继续下行的担忧。作为宏观经济的晴雨表,股市走向预期难推,增量入场宏观表现得“畏手畏脚”。

需要指出的是,沪伦通靴子落地,以及标普道琼斯近期宣布将A股纳入其全球指数体系,对外资入场一定程度上起到了激励作用,但打铁还需自身硬,在资金主力情绪面好转,长线增量真正入市,量能不足压力仍然横梗在指数向上道路上。

全市场来看,10月底开始,随着央行连续暂停逆回购操作,1月和3月份的Shibor利率开始缓慢上涨,昨日Shibor隔夜利率更上涨13.6个BP点。根据市场人士预计,资金供需春节前总体将维持存量博弈。综合判断,当前仍处于行情的准备期,真正的市场拐点还需要等待。

短线跌出“黄金坑”

□本报记者 张利静

全球股市动荡、美元明年加息预期减弱以及美国通胀预期升温之下,黄金近期走强势头明显。短线,虽然美联储释放鸽派信息令金价承压,但中长期来看,业内研究对美元资产的信心似乎一致趋弱,这从美元资产今年以来的波动性中可见一斑。部分研究人士认为黄金中长期配置价值不受影响,短期回调或为买入良机。

避险情绪缓解 金价短期承压

近期以来黄金价格上行渐成趋势,本周有所回落。截至昨日收盘,黄金期货主力合约交投于1244美元/盎司。市场此番调整,一方面与风险因素短期缓和并不无关系,当前市场信心改善,避险情绪缓和,金价由上涨转入盘整;另一方面,本周,欧洲央行行长德拉吉的讲话比市场预期中“温和得多”,并在12月政策利率会议决议中决定维持三大利率不变,确认12月底退出QE,同时明确再投资将持续到首次加息后。这份偏鸽派的会议声明甫一发出,欧元应声下跌,美元走强,黄金市场再度承压。

中银国际期货分析师肖银莉表示,短线对金价走势判断为震荡偏强,压力位在1260美元/盎司,支撑位在1235美元/盎司,建议投资者逢低增持黄金。“从技术面看,黄金已突破了1240美元的阻力位和11月份高点1243.32美元,上涨趋势得到巩固。若金价突破1250美元大关,有可能挑战7月份高点1265.85美元。”

上涨动能继续蓄积

无论从避险需求还是美元资产,抑或通胀因素来看,黄金似乎都没有充足的理由大幅下跌。中信证券研究指出,避险需求方面,近期全球股市的动荡使得投资者风险偏好有所下降,叠加全球不甚明朗的贸易局势及多重地缘政治风险,或将促使投资者转向黄金这一传统避险资产,金价有望持续获得支撑;美元方面,市场对美联储明年的加息预期持续走弱,随着12月加息的大概率事件靴子落地,美元指数对于金价的压制趋弱,黄金价格有望获得提振;通胀方面,明年二季度美国经济增速预期大概率放缓,通胀水平惯性上升,贸易摩擦将进一步推高全球通胀水平,多重因素或将加剧市场对滞胀的担忧,黄金在滞胀阶段相对收益较高的保值特性有望获得资金的青睐,贵金属板块配置价值愈发凸显。

“我们从10月份开始提示黄金的配置机会,在美国经济不大可能一直超预期走强,在美元资产由强转弱的节点上,黄金价格有望受益于其抗风险、抗通胀的属性。近期欧洲的英国、法国、意大利等政治不确定性相继浮现;美元资产强势难续,美政持续出现调整,同时市场开始修正对2019年联储加息次数过于乐观的预期。黄金价格目前仍处于2017年初以来的相对低位,我们仍然看好黄金的中长期配置价值。”华泰证券分析师李超、朱洵表示。

不过短期来看,肖银莉提醒,虽然近期宏观环境对黄金变得有利,金价蓄积了进一步上涨的动能,但还是要警惕12月加息对美元的提振效应和对黄金价格的短线打压。

注:1、本表所列12月14日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管行复核后提供。
2、基金资产净值的计算为:按照基金全所持有的股票的当日平均价计算。
3、累计净值=单位净值+基金成立以来累计派息金额。