

■ 多空论剑

全球市场混沌 何处是资金避风港

□本报记者 马爽

2018年四季度以来,全球资产一度陷入“腥风血雨”,国际原油价格与美股之间互相“拖累”,也殃及到大宗商品以及A股市场表现。背后的驱动因素有哪些?2019年大类资产将如何演绎?投资者该如何避险?本期特邀请格林大华期货宏观研究员赵晓霞、中电投先融期货宏观分析师田瑞一起探讨。

国际油价与美股携手走低

中国证券报:最近几周,国际油价与美股的波动性越来越趋同,关联性甚至一度高达75%,两者走势之间缘何会产生互相“干扰”?

赵晓霞:国际油价主要受供求关系影响,影响供应的主要是地缘局势,影响需求的主要是宏观经济,而美国是原油的第一大消费国,因此美国经济对国际油价的影响非常大。美股的主要影响因素包括两个:其一是美国经济,其二是美国的资金成本。从以上可以看出,国际油价和美股都将受到美国经济影响,当美国经济成为主导因素时,二者就会表现出强相关性。一旦经济预期不好时,美股与油价就会同时大幅下挫;当经济复苏预期强烈时,美股与国际油价就会同时大幅上涨。

就近期来看,国际油价与美股相互“拖累”,主要是因市场对美国的经济前景看淡,美国多项经济指标出现下滑,消费者信心指数9月为100.1,10月开始回落,目前已回落至98.3;代表需求的耐用品订单同比增速8月为12.1%,目前已下滑至5.29%。12月中旬,美国2年期与5年期、3年期与5年期国债到期收益率均出现过倒挂,这也是对经济前景悲观的标志。经济的悲观预期导致国际油价和美股同时下跌,这是最近二者相互“拖累”的原因。

事实上,2000年以来,国际油价与美股表现出五次强相关性,经济预期越强相关性越强,2008年7月至2009年2月是美国金融危机最严重的时期,经济悲观预期强烈;2009年2月至2011年4月,美国实行了两轮量化宽松,经济复苏预期尤甚,这两段时间内国际油价与美股的相关系数都高达0.95。

田瑞:近几周以来,多数资产出现明显的下跌走势。其中,国际原油价格和美股的波动性有趋同迹象,且单纯从波动性角度来看,其关联性一度曾高达75%。但这并不意味着二者真有如此高的关联性,因导致大幅波动的原因有所差别。

具体来看,影响国际油价走势的关键因素是其供求矛盾变化。12月初,在欧佩克减产协议尚未开始有效实施情况下,欧佩克已准备好再次延长减产协议,甚至是加大减产幅度。不过,预计目前达成的减产量并不足以平衡2019年的原油市场。从欧佩克限产会议所达成的弱于市场预期的结果来看,短期内市场供给能否明显回落仍存变数,主要因产油国在限产分配和执行方面具有较大不确定性。同时,在市场预期2019年全球经济下行导致未来需求有所收缩的背景下,供需矛盾的平衡点向供过于求一端

■ 市场连线



格林大华期货宏观研究员 赵晓霞

2019年,相对看淡美股和国内大宗商品走势,对A股表现持相对乐观的态度。

倾斜。此外,政治因素方面,既有对部分产油国的制裁,尽管实际情况不及市场预期,也有美国总统特朗普对此前高油价情况的“点名批评”,这些因素对原油价格的变化形成了明显扰动。再结合主要经济体情况来看,尤其是中国最新公布的经济数据不佳,更是引发市场对油价走势的悲观预期,因而导致近期国际油价显著下跌。若想改变这一情况,需要欧佩克减产持续一段时间才有可能。

从美股方面来看,影响美股连续性大跌的因素较多,其中比较重要的因素集中在美联储加息、10年期国债收益率走高,以及市场对后期美国经济情况的担忧,即维持偏强情况的持续性,还有减税等政策对企业盈利提振的作用可能减弱、资本回流引发的股份回购接近尾声。以上几点对美股大跌产生的影响较大。

因此,整体来看,原油价格和美股下跌并无相互“拖累”之说,相反,国际油价大幅下跌后会在一定程度上压制通胀水平,通胀水平较慢达到目标水平会使得紧缩货币政策执行趋缓,从流动性和利率水平角度来看,反而会在一定程度上有利于权益类市场。

市场避险情绪高涨

中国证券报:近期,国内风险资产一度遭到抛售,A股三大指数及大宗商品期货市场亦难独善其身,这反映了哪些问题?

赵晓霞:近期中国风险资产的大面积下跌,外盘因素拖累只是小部分原因,主要原因在于国内的宏观经济下行压力较大。从11月份经济数据可以看出,我国进出口、工业、消费等主要经济指标的下滑幅度明显加大。被寄予厚望对冲经济下行的基建投资仍处于低位,没有明显回升。虽然宏观经济政策已在2018年7月明确转向,但从经济数据上看,经济尚未企稳,这也说明稳经济是一件长期的事情,政策效应还需积累。此外,当前财政政策转向明显,比如减税降费等,而货币政策空

主体责任”,以及随后住建部工作会议中强调“稳地价、稳房价、稳预期”以及“因城施策、分类指导”,地方政府的自主权将有所提升(包括责任),预示着2019年房地产调控或将遵循因地制宜的、有松有紧的、更为灵活的“因城施策”,近期菏泽、广州、珠海的政策微调也符合该思路。

中国证券报:2018年是房地产调控较严的一年,展望2019年,房地产政策将会如何演变?

袁豪:为了逆周期调节稳定经济,目前宏观政策已转向趋松,而参考可比较的2011-2012年楼市放松节奏以及2019年二季度房地产上下游共振走弱时点,预计2019年二季度前中央层面楼市政策或有缓和。不过,本轮周期的城市间周期错位、低库存、居民杠杆率高等三大差异决定政策路径将不同以往,城市间周期错位要求更灵活的因城施策,调控权责或将下放地方政府,政策松紧将更因地制宜;低库存则要求供需两端同时放松,供给端放松包括限价、限售、供地及资金等,

间因汇率受到限制,经济继续下行说明还需加强逆周期调节的力度。

田瑞:本周二,国内风险资产惨遭抛售,A股主要指数和大宗商品期货市场均出现大面积下跌,造成这种情况发生是多因素叠加的结果。从市场资金反映来看,短期内,由于年末流动性有所承压,部分资金年底有结算需求,更主要的原因是投资者对目前经济数据承压背景的一种投票表态。美联储如期加息的同时中国央行定向降息并进行市场操作,且重要会议期间相关政策内容公布并未引发市场大幅波动,表明在目前的时间节点上,投资者谨慎态度明显,其对风险偏好有所降低。

中国证券报:在美股带领全球主要金融市场进入高波动阶段的情况下,春节前投资者该如何避险?

赵晓霞:近期全球的市场情绪比较悲观,我国春节之前,投资者要对应长假的不确定性,通常都会减轻仓位,成交量也会明显下降。建议投资者降低仓位,也可以利用期货对头寸作对冲,或是做一些套利的交易策略降低风险。

田瑞:从全球市场角度来看,近期多数资产陷入一片“腥风血雨”中,根本因素在于前几年全球持续宽松货币政策将大多数资产价格推升至高位,当紧缩政策陆续实施时,资产价格因缺乏流动性支撑才出现崩塌情况。

站在市场参与者角度考虑,在元旦后春节前这段时间,投资者可以从以下几个角度进行避险。从配置角度来看,可以主要参与固定收益市场、贵金属市场,规避权益类市场和大宗商品市场。从操作角度来看,以做多长久期债券、做多黄金为主,高抛做空股指期货和大宗商品期货。原油方面,预计大幅下跌后短期存在技术性反弹需求,中期来看,仍建议逢高抛空操作。

大类资产后市何去何从

中国证券报:对于2019年大类资产走势

有何预期?投资者该如何布局中长期市场机会?

赵晓霞:2019年,相对看淡美股和国内大宗商品走势,对A股表现持相对乐观的态度。

具体来看,从资金成本和企业盈利两个角度来分析美股。资金成本方面,自2015年美国启动加息周期以来,共加息9次,累计上调2.25个百分点,目前美国的资金成本处于中性区域,与造成美股牛市的低利率环境不可同日而语。企业盈利方面,美国的经济指标出现下滑,经济能否进一步上行存疑,2019年企业盈利预期较弱。因此,比较看淡2019年美股表现。

A股方面,预计2019年长夜将尽,迎来柳暗花明。流动性方面看,中央工作会议定调2019年的货币政策要“松紧适度,保持流动性合理充裕”,预计2019年我国的流动性会有所放松;企业盈利方面看,A股的企业盈利下行通常会八个季度后见底,本轮企业盈利高点是2017年一季度,按此推算2019年一季度A股企业盈利可能见底,减税降费对企业盈利也会有所利好。现在A股估值处于历史极低位置,加上前面说的两个因素,因此2019年A股并不悲观。

田瑞:2019年多数大类资产价格仍将承压,部分资产价格走势波动甚至会加大。考虑到主要经济体紧缩政策仍在持续,受益于流动性的市场仍会大概率承压,除非遇到较大事件使得紧缩政策减缓或者再度宽松,否则,承压背景下资产价格走势只适合偏空操作。部分市场会受到各种因素冲击,适合资金进行避险操作,例如黄金、中长期债券市场,甚至部分高等级信用债也可列入参考标的范围,如果经济偏弱情况发生大范围共振,政策层面或许会对债市更加有利。权益类市场方面,建议逢反弹进行高抛做空,操作标的可以选择股指期货。从A股行业板块来看,5G、创投等战略新兴产业是可配置的“明牌”。

■ 投资非常道

强周期与弱周期

□金学伟

既然“万物皆有周期”,既然“趋势不重要,周期重要”,那就有一个周期的把握问题。

周期可以把握吗?当然可以。周期可以度量,可以测算,“天道派”做的就是这个,如《周期:触发事件的神秘力量》作者爱德华·R·杜威。

周期可以感知吗?当然也能。周期是由某些外源因素和内源因素驱动导致价格运动偏向某个极端后的产物,通过这些因素的分析、评判,我们可以感知到新的周期可能或已经开始,“还原论”者做的就是这个,霍华德·马克斯在《投资最重要的事》中主要讲的就是这个。

前者为技术,后者为因果。因果论者,如霍华德·马克斯,是否也会像天道派那样,对周期做技术性考量,他没说。但没说不等于没做。在投资界,尤其在某些高大上的“俱乐部”里,为“政治正确”或其他需要,刻意隐瞒些什么是很正常的,何况是算几个数字就出结论这种不入流的东西,说出来都丢分。尽信书,那就傻了。

周期有上升周期,有下降周期;有强周期,有弱周期。

上升周期和下降周期,一个上升,一个下降,很好理解。强周期和弱周期呢?则需解释一下。不是所有的上升周期都可称为强周期,也不是所有的下降周期都可以称为弱周期。周期的强弱之分更多地是在周期效应上——在该周期内的价格涨落起伏是否足够大。周期效应强的,就是强周期。周期效应弱的,就是弱周期。

上升周期和下降周期交替,是价格运动的普遍规律。强周期和弱周期的轮换,也是价格运动的普遍规律。前者是非对称的,不是每一个上升周期之后必然会有一个下降周期,后者却基本上是对称性的,一个强周期之后,必然是一个弱周期。

由于决定周期升降强弱的因素很多,不一而足,而且各个因素间究竟哪个会起主导作用,难以定论,所以,可能是这个,有时可能是那个。加上市场总是走在因素的前面,往往在你还不明就里的情况下,新的周期就开始了,等你恍然大悟,“因为……所以”的时候,它已运行了一大段。所以,天道派干脆放弃对基本面要素的分析,直接以“历史会重演”为立论基础,直接对周期本身进行度量,以判断是有道理的。

但它不尽完善。虽然周期在时间序列上具有一定的规律性、规则性。但时间序列本身无法保证周期的升降、强弱。周期的性质和强弱是由一些外源因素和内源因素决定的。外源因素包括宏观经济背景、金融形势、政策导向、公司经营状况、发展前景以及其他的基本面因素。内源因素包括估值、供求、风格潮流、心理、预期和情绪等因素。

内源因素和外源因素互为表里、难分伯仲,但又缺一不可。它们之间常常是:当外源因素成为主导因素时,内源因素变成成为它的基础;当内源因素成为主导因素时,外源因素则成为它的基础。忽略了任何一面,都无法解释下面这个现象。

就像一位读者说的,“周期里有趋势,趋势里有周期”。如果把茅台2018年的上涨看作是一个完整趋势,那么,这个趋势的决定因素则是外源的——来自公司本身的经营业绩。如果市场就像经济学家们假定的那样,是一个完全理性的“理性人”,始终按照其“潜在增长率”(我2013年估测是25%,这几年来有所下降)给予定价,不偏不倚,那就不会有周期。

周期,是由公司的业绩波动这个外源因素和市场供求、心理等内源因素共同作用的产物,它们互为表里,轮换着为对方提供基础,提供驱动力,使价格运动无论从基本面还是从技术面出发,都只能解释其部分原因,无法解释全部。

趋势和周期这两个属性,产生了两个投资流派:一个注重于“买好的”,一个侧重于“买得好”;它们各有招,各有各的胜场,得意时光和失意时光。

买好的,不用说——优秀企业、长寿公司,这方面的著作汗牛充栋。买得好,一般是指估值低的时候,但实际上情况要远比它复杂得多。有很多强周期是在一个估值并不低的位置上开始的,有很多股票会在低估值区盘桓数年之久而后才进入强周期。这里除了一个相对估值,一个价格位置,一个公司盈利和前景,还有一个故事!

当前能讲什么故事?市场在讲什么故事?这家公司有什么故事?这是决定周期强弱的关键因子。个股如此,大盘其实也如此。

树长不到天上,也很少有事归零”。“周期是客观存在的,它常常会像你的如意郎君,如约而至。但决定周期强弱的却不是周期,而是上面的三个故事。如果这三个故事全都不利于强周期产生的,那就是个弱周期。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年12月28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	1.1554		11,554,144,532.50	

注:1、本表所列2018年12月28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当日平均价计算。

3、累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。