


■ 多空论剑

民企债:春风何时到我家

□本报记者 张勤峰

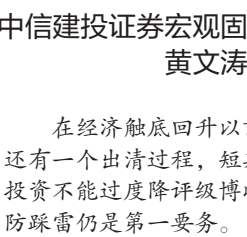
随着利率债牛市持续深入,利率水平不断下滑,加上诸多政策力挺,信用债的投资机会开始受人关注。中低等级债券的春天要来了吗?两位券商固收首席分析师告诉中国证券报记者,相比无风险收益率曲折下行,2019年信用债行情可能更有盼头;宽信用取向下,信用债一二级行情均在回暖,中低等级债、民企债中不乏价值洼地,但风险也相对突出,投资时应权衡风险与收益,不能过度降低评级。



利率向下 “牛平”可期


中国债券报:一轮跨年行情过后,利率市场显现分歧,对无风险债券中短期走势有何看法?

黄文涛:当前债市交投活跃,但春节前收益率下行空间有限,一方面资金利率存在回升压力,目前“滚隔夜”的操作或难以继;另一方面,预计2018年12月信贷数据或在1万亿左右,超预期概率较大,叠加地方债提前发行,或对当前市场情绪造成冲击。中期来看,债券牛市逻辑并没有动摇,增长下行压力没有消除,且工业品“通缩”预期升温,货币政策对冲增长下行仍有空间;在债市初步消化地方债提前发行的冲击后,随着基本面进一步下行,2019年债市牛市也将随之延长。



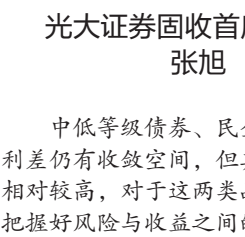
中信建投证券宏观固收首席分析师 黄文涛

在经济触底回升以前,信用风险还有一个出清过程,短期对于民企债投资不能过度降评级博收益,控风险防踩雷仍是第一要务。



光大证券固收首席分析师 张旭

中低等级债券、民企债券的信用利差仍有收敛空间,但其违约风险也相对较高,对于这两类品种的投资需把握好风险与收益之间的关系。



中国债券报:当前信用债投资价值几何?

黄文涛:房地产企业的流动性风险、民企的流动性风险与踩踏风险及城投的尾部风险,短期均在全面缓释;经营风险的走向尚需要经济数据的证实。在这个环境下,风险偏好较2018年是可以适当提高的。

于扁平。中期来看,债券牛市逻辑不改,相较于短端利率,长端利率下行空间更大,收益率曲线大概率从此前“牛陡”向“牛平”转变。

张旭:2019年经济仍面临较大下行压力,但货币政策已经很难出现与2018年相同幅度的放松,因此无风险利率下行空间相对有限。期限利差将会进一步收敛。很显然,货币政策放松的空间是有限的,而市场对于货币政策放松的预期是不现实的。在市场过于乐观的预期下,长久期收益率较有可能被过度压低,这将让收益率曲线看上去更为平坦。

信用债一二级行情均有起色

中国债券报:近期信用债一二级市场有何变化?信用利差水平如何?

黄文涛:2018年信用债融资总体较2017年大幅好转,发行量逐季上升,净融资额也在四季度达到最高。近期中短票收益率全面下行,中高等级1年期下行最多,低等级5年期下行最多;信用利差变化不一,1年期走阔,3年期、5年期收窄;信用利差历史分位数AA-基本在90%以上,除1年中高等级分位数较低。

张旭:宽信用正在起效果,目前一二级市场都在转暖。从一级市场来看,信用债发行量出现较为显著的增长,2018年第四季度信用债发行量达2.98万亿元,环比多发0.41万亿元,同比多发0.89万亿元。从二级市场来看,高等级的信用利差已明显压缩,且利差收敛的趋势正在向中等级拓展。截至2019年1月10日,5年期AAA级、

需求成玻璃期货反弹“拦路虎”

□本报记者 张利静

2018年11月以来,玻璃期货震荡走高,目前攀至三个月高位。截至昨日收盘,玻璃期货主力合约收报1323元/吨,日内上涨0.92%。分析人士指出,近期玻璃市场反弹主要是受到宏观方面地产调控放松及货币宽松的利好提振,随着利好兑现,基本面需求悲观压力将逐渐反映到价格中,玻璃期货春节前易跌难涨。

玻璃市场信心有所下降

现货市场上,近期玻璃价格走势尚可,厂家出库情况一般,市场信心表现不佳。

市场人士表示,目前玻璃生产企业以增加出库和回笼资金为主,部分地区市场价格成交

宏观利好消散 春节前易跌难涨

对于近期玻璃期货的反弹,从宏观来看,汤冰华分析,为对冲经济下行压力,国内宏观政策

■ 市场连线

焦炭价格不宜过度乐观

□中信期货 曾宁

2018年以来,环保和去产能是焦炭行业的热点话题,也是影响焦炭价格变化的重要因素,在环保限产边际变化后,焦炭去产能再次成为市场关注的焦点,我们认为,对2019年焦炭去产能政策执行及焦炭价格不宜过度乐观。

第一,焦炭已提前享受了供给侧改革的红利。虽然目前焦炭总体产能利用率偏低,但受益于钢铁供给侧改革,焦化企业负债及盈利情况已明显改善,提前享受了供给侧改革的红利,行业总体情况好于“供改”前的钢铁。

第二,焦炭去产能,侧重环保与产业升级。2016年钢铁行业最大的问题是行业负债亏损,而由于焦化比钢铁污染更重,此轮对焦炭去产能的要求都包含在环保政策文件中,因此焦化去产能重在解决污染问题,推动行业转型升级。

第三,环保政策边际变化,去产能执行亦可能打折扣。在钢铁供给侧改革中,重要的去产能举措是出清中频炉生产的“地条钢”,而在焦炭去产能中,提及最多的是4.3米焦炉淘汰,且落后产能淘汰与先进产能新增并举,预计2019年全国约有2000万吨落后产能淘汰及1000万吨新增产能投放。

在经济下行压力较大的情况下,环保政策出现边际变化,中央经济工作会议虽继续强调打好污染防治攻坚战,但同时强调避免简单粗暴,且焦化企业在环保项目上已投入较多,污染情况有所改善,焦炭去产能执行也可能打折扣。

第四,去产能政策执行力度,决定价格支撑强度。去产能政策的执行力度,将决定焦炭价格的支撑强度,执行过程中可能出现焦炭供需的阶段性错配,若执行力度较大、产能淘汰较多,则对价格支撑较强;若执行力度偏弱,淘汰产能少于新增产能,则可能导致供大于需,进一步导致焦炭价格下跌。

□本报记者 王姣

“向风险要收益”,或将是2019年市场的重要逻辑,配置天平已向权益类资产倾斜,转债迎来重要配置时机。”长江证券研究所总经理助理、首席宏观债券研究员赵伟日前在接受中国证券报记者专访时表示,转债市场扩容将带来更多个券选择,建议投资者重点关注低价、低溢价率的优质个券,尤其是新券。

中国债券报:近期,市场对于转债的关注度明显提升。从投资角度来看,转债具有哪些优势?

赵伟:转债攻守兼备,是各类投资者参与股市、降低组合风险的重要投资品种。转债兼具进攻和防守的特性。权益牛市中,转债可取得和正股相当的收益,是债券投资者分享股市上涨红利的利器;熊市中,跌幅远低于正股,是股票投资者优化组合风险的重要工具。当前,险资、理财等资金的转债配置比例已明显上升。

转债走势和正股走势高度相关,受偿债价值

□本报记者 王朱莹

受大宗商品价格下行影响,2018年12月CPI和PPI同比涨幅明显收窄,其中PPI回落幅度尤其超出预期,在一定程度上体现了当前工业企业利润增长放缓的局面。从周期角度看,大宗商品预计维持偏弱震荡,带动PPI低位运行。但短期大宗商品出现企稳迹象,1月PPI环比下行空间有限。

2018年12月,PPI同比上涨0.9%,涨幅回落1.8个点,环比-1.0%。在主要行业中,石油和天然气开采业;石油、煤炭及其他燃料加工业;化学原料和化学制品制造业;非金属矿物制品业;黑色金属冶炼和压延加工业等五大行业价格涨跌合计影响PPI同比涨幅回落约1.71个百分点。

不断调整,国内多地房地产调控政策有所放宽,同时央行降准所带来的货币政策进一步宽松,玻璃需求悲观预期弱化,期现货价格迎来反弹。但他认为,这一支撑将逐渐弱化。

“进入元月,随着相关政策陆续落地,影响逐渐减弱,决定玻璃价格走势的天平将向供需面倾斜。北方地区赶工结束,淡季影响增强,而房地产相关政策的放宽,或使下游备货意愿提升,但空间有限,玻璃需求下滑趋势不变,且幅度将会增加。受成本及利润影响,预计仍将有生产线冷修,但数量环比或将减少。相较2018年同期,春节前库存累计幅度将会扩大,且2月受春节假期影响,库存将进一步增加。”汤冰华认为,生产企业在节前将会出台冬储政策以实现库存转移,玻璃现货价格面临下调,基差修复则大概率以现货下跌为

等因素影响较小。回溯历史来看,大多数时候,转债平价均高于纯债价值,转债股票属性较强;走势和正股走势高度相关,受偿债价值等因素影响较小。仅权益市场在底部时,转债YTM(到期收益率)较高,债券属性较强;转债走势和正股相关性会减弱,受偿债价值的支撑作用增强。

中国债券报:转债兼具股性和债性的双重属性,历史回溯来看,转债市场走势主要与哪些因素有关?

赵伟:当股市有明显趋势时,转债市场走势和正股高度一致;溢价率中枢随转债走势呈现规律性的变化。权益牛市中,转债市场随正股上涨;溢价率中枢先下降,后因转债转股而升高,最终继续下行。熊市中,转债市场随正股下跌;溢价率中枢先抬升,后随熊市继续而下行,最后因转债稀缺和纯债价值的支撑上升。

当股市处于震荡格局时,转债市场和正股一致的时间依然居多;高溢价率、供给放量背景下,二者走势可能会短暂背离。回溯历史来看,震荡市中,转债市场在大多数时候依然和正股同向变化;

1月商品市场不悲观

整体来看,大宗商品中的“原油系”和“黑色系”品种价格回落是PPI走低的主要诱因。在机构人士看来,原油价格的涨跌映射的是全球工业需求周期;黑色系品种价格的起落则反映了工业需求和供给收缩因素的边际变化。

相较2018年12月份而言,1月市场环境已出现边际回暖。就原油而言,海外风险因素缓和及美联储加息周期拐点显现,使得全球金融市场风险偏好持续修复,原油作为风险资产在长期超跌之后持续反弹。2019年1月2日以来原油累计反弹14.87%。过低的油价伤害了以出口能源作为主要国家收入来源的OPEC的核心利益,因此OPEC此次限产保价的决心较大。美活跃石油钻机数上出现减少,表明斯湾地区原油出口量降至两年以来的最低水平,也表明油价短期快节奏的下跌对页岩油生产已经产生抑制效应。基本

■ 投资非常道

胜在法度 胜在心智

□金学伟

做股票就是高位现金,低位筹码,上升趋势中讲故事。但大多数人都是反过来的:高位全是筹码,低位全是现金或是满仓套牢筹码,下跌途中讲故事。”

这是一位大投资家在群里聊天说的。它概括了成功的战略性投资的基本要点。

涨到高位,要敢于把股票换成现金;当市场还在高位的时候,要勇于持币,不为市场的波动所动。

跌到低位,要敢于把现金换成筹码;当市场还在低位盘桓时,要勇于持股,不为市场的波动所动。

中间讲故事,就是我们前几周说的: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?

我以为,无论从战略还是策略角度,投资的全部奥秘就在此了。

当然,投资的难点也都在于此。

首先是如何定义高位和低位?这方面的理论、工具,林林总总,不胜枚举,不到一定专业份上,很难精确度量。各种理论、工具的着眼点不同,依据不同,得到的结论也大不相同,要做准确的取舍,更非易事。

但化繁为简,方法也是有的。其中一个就是我经常讲的“高价圈”和“低价圈”概念。

一轮牛市,有的会创新高,有的不会。会不会创新高,通常由两个条件决定:一是起点距上一轮牛市高点的距离,距离越远,创新高难度越大;二是上一轮牛市头部的合理性,合理性越强,创新高的概率越高。

合理不合理也很简单:但凡在头部折腾时间长的,就是合理的;没有折腾,一触即溃的,就是不合理的。在我心中,市场永远是最牛、最聪明的,即使在价格的合理性判断上,都是市场比所有专家都正确。

合理的头部总是一次性超越。如2245点头部,是在2100点上下降一半才形成的,所以它是合理的,能在998点牛市中一次超越。

不合理的头部则需2次以上的牛市才能超越。如6124点就没有一个长时间做头过程,且见顶后就直接一条线杀阴杀下,这个头部就是不合理的,所以至少需要两轮牛市才能超越——5178点的头部也一样。

创新高的牛市,其高价圈在哪里,需要通过各种定量工具来测算。不创新高的牛市则很简单——上一轮牛市下跌的第一条月线长阴覆盖区就是高价圈。

世事有简有繁,以简驭繁就好。相对高价圈,低价圈的确认就很简单。由于“市势永远向上”,也很少有事物会归零”,所以,上一轮牛市的底部区就是这一轮熊市的低价圈。以1849点这轮牛市来说,高看一点,2478点以下,悲观一点,2270点以下,就是它的低价圈。明白了这一点,就可明白,2449点、2440点的2次低位阳包阴并不是偶然的,它是大盘已来到低价圈的表现。至于基本分析、因果推论,在这一点上都是无意义的。

原因无他,因果论是种归因法,哪些因素才是重要,端赖分析者的选择,会受分析者的知识结构、理论维度,更重要的是主观情绪影响——越到五更越叫寒,越是趋势后期,关于这轮趋势的合理性、必然性的理由被挖掘得越充分,越透彻,充分到四海无遗虑,透彻到横坚都有理。而市场在重要关头,从来是一因胜过多因的。那一因究竟是何因,我们人脑从来无法把握,这或许就是霍华德·马克斯把周期归为“投资中最重要的事”的原因。

高价圈和低价圈概念,就是帮助合理取舍正确选边的。

我以为,专业投资人和业余投资人的最大区别,不在理论和技巧上,而在心智上。人都有贪婪和恐惧的弱点,这是数百年自然进化中,面对一次次饥饿、一次次突如其来的灾难所养成的一种生存本能。

人还有厌恶错误的倾向。而最不能容忍的总是和市势有关:牛市中,我们把“踏空”视为最不能容忍的错误,几次卖错后,干脆不卖了,最后套牢在顶部——哎呀,我5000点已经清仓了,又进去了。熊市中,我们把“套牢”视为最大的错误,几次买错后干脆不买了,最后踏空在底部——我知道那就是个底呀。大多数投资者最后都栽在这个方面。

而专业投资者则善于对错误进行分类,把不合时宜的、没有力度造成的错误看作是真正的错误,把在高价圈尝试性卖出、低价圈尝试性买入产生的错误视为“试错”。索罗斯的“预期→反馈式交易”的精髓其实就在这里。

就技巧来讲,大多数业余投资人要远远超过专业级投资人——很多专业投资人的动作其实都是很粗糙的,但他们胜在法度,胜在心智,胜在思维方式。要让自己达到专业级水平,首先要让自己的心智和思维方式达到专业级水准,技巧反而是其次的。

证券投资基金资产净值周报

截止时间:2019年1月11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	1.1569		11,569,200,998.63	

注:1.本表所列1月11日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。
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。