

■ 多空论剑

债牛下半场 地方债信用债联手“抢戏”

□ 本报记者 张勤峰

本周地方债发行火爆,二级市场信用热、利率冷格局凸显,债券一二级市场均有不少变化。如何看待地方债发行的影响?风险偏好提升是否可持续?利率债看多而不做多是否短现象还是拐点信号?本期邀请中山证券固定收益事业部副总经理陈文虎和中国人民大学国际货币研究所(IMI)研究员孙超进行讨论。

多因素扮靓地方债

中国证券报:本周地方债发行表现抢眼,原因是什么?

陈文虎:本周,2019年地方债发行正式启动,且表现亮眼,认购倍数较高,主要得益于以下几方面原因:其一,基本面数据显示经济下行压力仍大,债券牛市行情基础仍在;其二,央行通过降准及公开市场操作(OMO)提前释放流动性支持,资金面整体充裕,资金利率保持相对低位;其三,信用风险继续发酵,配置资金依旧偏好低风险品种;其四,地方债定价较招标下限上浮40BP的规定外加免税效应,使得地方债对自营类账户而言,相比政策性金融债等更具配置价值;其五,年初银行、保险等配置户资金较为充裕,早买早收益,发行火爆也在情理之中。

孙超:目前地方债的票息依旧高于同期限国债40BP左右,且地方债具有免税功能,在当前高评级资产收益率大幅下降背景下,吸引力有所提升。同时,当前二级市场上地方债买盘颇多,地方债成交估值普遍低于一级发行利率,进一步强化一级市场吸引力。此外,虽然不同省份之间的负债率及地方财力存在差异,但都统一以高于国债收益率40BP定价,加剧了投资者对经济实力较强地区的追捧。

中国证券报:如何看待地方债供给扩容和提前发行的影响?

陈文虎:地方债供给扩容和提前发行主要是积极财政政策的现实需要,带来的短期影响主要是供给节奏加快可能对其他利率品种形成一定挤压,对社融数据企稳和基建也能起到一定托底作用,一定程度缓解基本面上行压力。但据市场消息称,2019年我国计划将新发专项债规模设在2.15万亿元人民币,最终额度仍有待全国人大审议通过。如果规模确为2.15万亿元,相较2018年1.35万亿元仅多出8000亿元,低于市场预期。另外,市场对地方债提前发行可能造成的冲击有一定预期,预计影响相



中山证券固定收益事业部
副总经理 陈文虎

增配安全的信用品种获取票息和信用利差压缩收益是当前环境下相对确定的投资机会。信用热、利率冷也是债券市场牛市行情进入下半场的重要标志。

对有限。

孙超:地方债扩容增加高资质资产供给,对无风险利率造成一定扰动,但央行同时通过公开市场操作、TMLF(定向中期借贷便利)等手段和工具提供支撑,使得银行体系流动性保持合理充裕,整体影响有限。地方债提前发行,使得2019年财政的发力将较往年有所提前,或对一季度经济数据产生支撑,提升市场风险偏好,这可能也是近期股强债弱的重要原因。

风险偏好渐浓 债牛步入下半场

中国证券报:近期,信用热、利率稳现象主要受哪些因素影响?反映了什么变化?

陈文虎:2018年,利率债收益率下行较快,信用债收益率下行相对缓慢,信用利差尤其是中低等级信用利差被动走阔明显。2019年伊始,随着经济下行压力加大,宽信用政策不断加码,利率债走势纠结,进入震荡行情;信用债相对受益,表现亮眼,增配安全的信用品种获取票息和信用利差压缩收益是当前环境下相对确定的投资机会。信用热、利率冷现状也是债券市场牛市行情进入下半场的重要标志。

孙超:年初以来出现一波短端信用债收益率快速下行行情,利率债表现相对平稳,这部分是受资金面影响。年前资金面相对紧张,投资者对短端的参与度有限,而元旦后资金面相对宽松,配置盘蜂拥而入带动短端利率下行。同时,监管层陆续推出一些“宽信用”政策措施,呵护实体经济,也提升了投资者的风险偏好。

中国证券报:结合股票、大宗商品反弹,市

场风险偏好提升是否可持续?

陈文虎:2019年以来,国内股票和大宗商品在“定向降息”和降准置换MLF等政策及国际贸易环境缓和支撑下反弹,外围市场也在美国经济数据表现亮眼、美联储释放加息节奏放缓信号等因素带动下反弹,国内外市场形成共振,市场风险偏好有所提升。当前风险偏好提升主要是政策友好窗口期的表现,其可持续性仍要看政策实施效果及国际贸易局势的演变,政策效果主要看经济金融数据和企业盈利数据的表现,短期内经济下行压力犹在,贸易环境也可能存在反复。风险偏好修复不会一蹴而就,更多取决于基本面等主导行情的因素。

孙超:近期权益市场有所回暖,股市反弹幅度较为可观。同时,螺纹钢期货主力1905合约从月初的3400元/吨一线上涨超9%,大宗商品大幅反弹,显示市场风险偏好明显提升。但风险提升可能并不可持续,权益市场逐渐进入业绩快报发布期,2018年工业企业盈利增速明显下滑。随着业绩发布,一些“雷”或逐渐暴露,将会压制市场偏好。当前螺纹钢库存处于低位,地产开工增速仍维持高位,支撑近季合约价格企稳回升,但期货价格回升或源于部分贸易商选择以盘面期货多头替代现货仓储,而现货价格持续下行、远季合约处于深度贴水均显示投资者对未来需求相对偏谨慎。

趋势未变 颠簸将至

中国证券报:对当前债市运行阶段和后续运行趋势有何看法,有何投资建议?

大商所推出“新型粮食银行”试点

□ 本报记者 马爽

为发挥期货市场功能,保障农民收益,解决产区农户存储、售粮、融资等问题,大连商品交易所(简称“大商所”)又有了新“点子”。1月25日,大商所发布通知,将开展“新型粮食银行”试点。业内人士表示,“新型粮食银行”业务对服务国家战略、优化市场资源配置将发挥重要作用。

玉米成试点品种

据通知,“新型粮食银行”业务的试点品种为玉米,试点申请主体为大商所东北四省区的玉米交割仓库,包括单体库、集团库分库、延伸库区。试点时间为2019年2月至2019年4月。

据介绍,“新型粮食银行”的主要业务模式

服务三农再出新“点子”

“新型粮食银行”是传统“粮食银行”业务的升级版,也是继“保险+期货”、场外期权、基差贸易等试点之后,大商所对通过期货、期权保障农民收益的新探索。相较传统“粮食银行”,参与“新型粮食银行”业务的收储企业在为农

民提供保底价、二次点价等价格保障的同时,通过期货市场转移和分散风险,从而提高了项目的可持续性。同时,引入质押融资服务,促进解决农民融资难、融资贵问题。

现货企业相关负责人表示,“新型粮食银行”业务不仅可以保障农民种粮收益,对收储企业来说也有很多好处,可以实现农民和企业的双赢。东北地区玉米临储政策调整之后,相关企业纷纷在东北建厂,市场粮源竞争加剧。企业通过开展“新型粮食银行”业务,可以提前锁定粮源,并利用期货、期权风险对冲工具管理经营风险,有助于扩大贸易量和生产规模,提升行业地位及影响力。

相关农业专家表示,“新型粮食银行”业务对服务国家战略、优化市场资源配置也将发挥重要作用。一方面,开展“新型粮食银行”业

务创新试点,有助于进一步挖掘农村内在动能,促进农村一、二、三产业融合发展。通过试点项目形成标杆效应,引导更多企业在东北产区参与收购、仓储、物流、深加工及相关贸易,撬动更多社会资金投入农业农村,延长农业产业链,提高农业附加值。同时,试点将部分业务收益留在产地、留给农民,可以多渠道保障农民收入,从而更好地服务乡村振兴战略。另一方面,“新型粮食银行”业务有利于盘活产地仓储设施,提高资源利用效率。2008年以来,为配合收储政策,相关企业在东北地区兴建大量仓储设施。收储制度调整后,随着库存粮食的陆续出库,东北2亿多吨的仓储设施可加以利用。开展“新型粮食银行”业务,引导农户将粮食存储于企业,将有助于提高当地仓储设施的使用效率。

个股趋于活跃 汽车板块有望走出底部

□ 本报记者 牛仲逸

1月25日,汽车行业(中信一级)上涨0.65%,位居行业涨幅排行前列。板块内,上柴股份、诺力股份、全柴动力等多只个股涨停,此外,襄阳轴承、宁波高发等个股涨幅也较为显著。

分析人士指出,由于汽车行业2018年出现负增长,板块估值回落,行业中不少公司成长性被错杀。不过,长期来看,我国汽车市场仍有较大发展空间,汽车配置的提高、电动化、智能化、网联化等新技术发展以及国内汽车产业扩大开放都将有助于产业升级,部分优质企业仍可在行业趋势下获得快速发展。

一季度或是盈利的底

对于刚刚过去的2018年四季度,有市场人

士称其是汽车行业的至暗时刻。数据显示,2018年12月汽车销量连续第6个月下滑,四季度行业同比下滑约13%。

2018年中国汽车全年销量为2808.1万辆,较2017年下滑2.8%,汽车行业28年来首次出现年度下滑。其中,乘用车下滑4.1%。具体来看,2018年12月销量同比增速在年初短暂上行,并在4月达到高点后持续下行,7月开始进入负增长区间,并在11月触底,12月降幅略有收窄。

对于2018年乘用车下滑,业内人士指出,主要是由三因素导致。其一,购置税优惠政策提前透支需求,且导致前期基数较高;其二,经济走弱下汽车消费需求不振;其三,汽车行业本身周期影响。

不过,对于2019年,市场还是存在有乐观预期。“2019年行业将开启逐月或逐季改善的

上行趋势,上半年月度销量跌幅将持续收窄,下半年开始月度销量同比数据有望转正。”财通证券研究指出。

“走访了几家整车厂,目前一季度仍以减产为主,主旋律仍是‘去库存’。而部分零部件的当月排产出现下滑,预计一季度将是整车及零部件的盈利底。”申万宏源汽车行业分析师宋亭亭表示。

关注细分领域龙头

就股票市场而言,股价走势往往领先于公司或行业基本面。汽车板块在经历一年多调整后,近期呈现底部重心抬高走势,个股也逐渐趋于活跃。那么,2019年汽车板块有哪些投资机会?

财通证券建议,2019年以新车周期为主线布局,重点关注新产品周期与行业复苏周期共

沪胶短期或震荡偏强

尤其12月下旬部分地区甚至发生洪涝灾害,但因时间较短且洪涝不在橡胶主产区,橡胶树虽然并未受到影响,但影响了割胶进度,对整个12月以至于2019年1月的产量均存在一定影响。同时,在国际贸易局势缓和以及1月初公布的2018年12月国内重卡销售继续向好的推动下,沪胶价格偏强震荡。随着泰国台风天气炒作完毕后,沪胶价格重新回落至前期震荡区间上沿。

按照季节季节性割胶规律,1月是东南亚尤其泰国产区高产区,2月产量开始逐渐下降。排除天气的影响,1月之后产量开始出现季节性萎缩。但因从2018年12月下旬开始一直到2019年1月初,泰国产区雨水较多,影

响了割胶进度。在雨水结束后是否会带来后期产量的增加甚至高产延续到2月,都需要密切关注。同时,还需关注产胶国救市措施的干扰。

此外,据了解,两轮轮胎厂或将在1月20日左右开始陆续放假,轮胎厂开工率将降至年内低点,低开开工率将一直延续到春节假期甚至元宵节后。因此,在未来一段时间内,下游需求走淡已在市场预期之内,短期需关注下游工厂春节前后的补库需求。据笔者对下游的了解,目前轮胎厂原料库存存在半个月左右水平,成品库存则仍然高企,对比近几年下游原料及成品库存以及社会库存,2019年下游出现大量补库的概率较低。基于此,春节前后下游需求或将维

持弱势。

从基差方面来看,2018年橡胶基差持续缩窄,主要受到国际贸易局势以及20号胶上市影响,价差相比往年走的更为流畅。此前,沪胶期货1905合约与混合胶的价差一度缩窄为950元/吨,该价差水平不能吸引套保盘的积极介入,在台风天气炒作的这波反弹中,价差曾一度拉大到1300元/吨水平,套保盘积极入场使得盘面压力较大,因此后期要关注基差变动对盘面价格的指引。

综上所述,基于当前市场氛围转暖以及基差持续缩窄,近期股价或有反弹需求,激进者可适当参与,抛空则需等待价格以及基差反弹后的机会。

■ 投资非常道

减持没有想象的那么可怕

□ 金学伟

中国股市仍处扩张阶段,这是它还年轻的象征。既然是扩张,就不只有市值不断增加问题,还不断有新的“大小非”,新的解禁、减持产生。恰巧,上周末看到一位著名经济学家在说减持问题,并提出种种限制减持、给减持设定业绩条件和价格条件的建议。所以本周先来说说大小非问题。

首先,这个问题同样与心智、思维方法有关——在什么时候我们应重点关注什么?大小非问题是从股改之后出现的,它不是个新问题。既然是老问题,就有一个“我们是何时关注起它,并把它当作决定性因素”的问题。

如果从开始它就一直被我们当作市场判断的重要因素,那么,尽管它有可能使我们过于谨小慎微,过于悲观,以致错失大行情,但没问题,它只是个性格问题。有些人生来就保守,是悲观主义者。在资本市场中,保守的、悲观型的投资者不仅可长久生存,还不至于成问题。

如果我们时而关注,时而忽略,而且总是在牛市顶峰和高位时忽略,或虽然想到但心存侥幸;越到熊市后期,对这个因素的关注度越高,那就是心智、法度、思维方法问题了。

如果反过来,在牛市顶峰、高位盘整时关注这个问题,而在熊市后期则适当忽略这个问题,甚至浑然忘记这个问题,那么,不管我们的判断对错、投资技巧高低,至少,我们的心智和思维方法已达到专业级水平——专业还是业余和职业身份没关系,它是一种思考问题的方法。

其次,这是个大概念和小概念问题。流通市值是大概念,大小非只是它的一个组成部分,小概念。当我们说流通市值因扩容而增加时,实际上已把大小非包含在内。一份流通市值,无论是张三持有,还是李四持有,都是潜在总供给的一部分。同样,无论张三卖出,还是李四卖出,其性质也都一样——都在潜在的可供给市值变成了实际的供给。

因此,除非某些特殊情况,比如行情由升转跌的关键期,我们会在意谁在卖股票,平时很少会在意这个问题。因为股票就是不断有人买进,有人卖出——俗称换手。

为什么我们特别在意大小非在减持,而且不看阶段、不看点位、不看其他因素地把它作为影响大势的头等大事呢?

我想原因无非是三个。一是我们的思维还停留在过去。大小非对市场影响最大,压力最大的是2009年到2014年的5年间。2006年到2007年的股改高峰期,我曾做过一个研究根据美国股市平均情况得出:股票上市平均满5年,它的实际流通股会达到60%,之后就会进入一个相对稳定期,虽然还会有股票释出,但速度会非常缓慢。而且释出的原因会从原先单纯的变现,转变为形形色色的和一般投资人不同的正常卖出——因为需要钱、因为觉得股价太高了、因为受不了股价的下跌,因为觉得公司不行了等等。总之,你会因为什么原因卖出股票,他也会因为什么原因卖出股票。

基于这个结论,我后来提出2009年到2013年沪深股市的主要任务就是消化因股改解禁、大小非变现带来的供求压力。后来的事实证明,这个判断是对的。

二是公告的提示作用。张三或者李四卖出股票不会提前发一个公告:我要卖股票啦,打算卖出多少,但大小非必须公告。这本是为让投资者有个警醒,有个重新评估该公司情况和股票供求关系变化的窗口期。但客观上,也会让很多人把目光聚焦到这上面,把它特殊起来,触目惊心起来。尤其在弱势状态下,其“威慑与恐吓”作用显得更大。当然,我并不是说大小非减持不该公告,事实上,它属于“内部人交易”必须公告,我只是说,公告了就有了一个“失传传播效应”。

三是客观上的区别。股票的供求有两类:原本就在流通的股票买进后再卖出,称为相对供给;原本不在流通的股票卖出,称为绝对供给。与之相应,原本就是二级市场的存量资金买入股票,称为相对需求,而由增量资金买进的股票,称为绝对供给。

大小非的减持会增加绝对供给,这是毫无疑问的。但大市的供求状况不取决哪种性质的供给和需求,而是取决(绝对需求+相对需求)/绝对供给+相对供给)的天平会倾向哪一边。

从总供给和总需求来衡量,这10年,供求压力最大的其实是2011年到2013年,尤其是2012年底的1949点,是总供给对总需求倍数最高的时点,而目前的水准其实就相当于1849点前后的筑底盘整阶段。对市场供求状况,我跟踪研究20多年,还是有点把握,有点发言权的。

其实,关于减持,只要做道简单算术题就可以了:2019年预计将有1067家公司的257241亿股解禁,按目前股价,解禁市值约266万亿元,占现有流通市值的7.15%。其中会有多少解禁股会实际减持?根据2018年数据,实际减持的股票约为解禁股的4%,如果2019年依然维持在4%左右,那就是1000亿元。

2440点不是本次调整的最低点是可以继续探讨,也是需要继续观察的问题——直到目前为止,我还一直认为2440点是一个可以成底的位置,只是太强了一点,但把减持问题看得如此严重,就没有必要了,因为太早已不是主要矛盾和矛盾的主导方面。

临渊羡鱼,不如退而结网。有很多让我们纠结的事其实是很好解决的。拿减持来说,翻翻资料,查查数据,拿起计算器算算,就可以一边了。真正的结常常在,不在事。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年1月25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
508888	嘉实元和	1.1573		11,572,840,953.51	

注:1.本表所列1月25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。