

■ 多空论剑

股债轮动大戏是否正式开演

□本报记者 张勤峰

A股市场忽如一夜春风来，权益资产躁动会否给债市行情造成冲击？股债轮动大戏是否已经开演？中信资本资产管理首席策略师赵巍华和中山证券固定收益事业部副总经理陈文虎在接受本栏目记者采访时表示，当前债券牛市下半场特征明显，收益率进一步下行的想象空间有限，今年股票的机会好于债券，债守股攻可能是今年投资的大方向。

经济有望在下半年企稳

中国证券报:1月金融数据引起广泛关注，如何看待宽信用取得的进展？

赵巍华:1月份金融数据总体超预期，显示政策不断发力有助于信用扩张；但巨量票据融资、融资增速仍较低，表明宽信用进展有限。宽信用最大的难题还是缺乏有较强融资需求的合格融资主体。经过2009—2018年间的多次宽信用周期，目前无论地方政府、非金融企业部门以及居民部门杠杆率都已偏高，加杠杆空间有限。目前经济仍处于下行期，产业层面新的增长点仍有限，不足以支撑信用融资快速恢复。

陈文虎:1月金融数据在数量上全面超预期引起广泛关注的原因可能是在数量上全面超预期，但从结构上看，票据融资及短贷大幅增长，显示信贷结构仍不稳定，债券融资可能依旧以高等级为主。一般来说，偏短的信贷结构说明银行风险偏好较低，实体经济的中长期投融资需求可能未能得到满足，而中低等级特别是民企债券信心恢复仍任重道远。单从1月金融数据来看，宽信用在量上取得一定进展，但从质的角度难言获得实效。

中国证券报:对未来经济运行有何判断？

赵巍华:从长期看，实际经济增速的中枢还未完成探底。经济增长的结构性问题和质量问题较单纯的速度问题更为重要。市场希望看到中国经济能妥善化解高债务等存量问题、深化改革降低各类制度成本和激发各经济部门的活力。从短期看，一方面是政策不断发力去托底经济增长，一方面是始自2018年下半年的短期经济下行压力还未充分释放。两者对冲，年内经济增长仍偏弱，下半年可能出现短期经济增速探底回升的过程。

陈文虎:此轮中国经济下行，主要是金融严监管、去杠杆背景下整体信用收缩叠加外部贸易环境恶化、整体需求下降所致。2019年以来，监管层加力提效疏通政策传导机制，有利于社会融资及经济运行的企稳。

■ 市场连线

程小勇：美联储“变脸”不改商品长期走势

□本报记者 王朱莹

近期，美国经济见顶预期渐起，市场预期美联储将暂缓加息。作为大宗商品的指挥棒之一，美联储暂缓加息对于商品走势将带来何种影响？中国证券报记者邀请宝城期货研究所所长程小勇就此话题进行分析。

中国证券报:美联储加息拐点是否来临？

程小勇:回顾1980年以来美联储加息周期，美联储有过加息之后又再次降息的情况。对比历史，当前美国经济甚至全球经济类似于2000年互联网泡沫破灭时期，但又有不同的特点。共同点包括：一是全球都出现了资产价格泡沫，且都表现在股市（中国股市泡沫破灭在2015年）；二是都经历或者正在经历货币紧缩周期；三是全球贸易格局都处于重塑阶段。

但当前美国经济和全球经济更加复杂；一是2000年全球化处于顺境启动阶段，当前出现逆全球化的趋势；二是中国等新兴经济体都面临转型，2000年中国等新兴经济体还处于城镇化和工业化加速阶段；三是在2008年金融危机



中信资本资产管理首席策略师
赵巍华

当前收益率水平下，投资机构在债市获得进一步较好收益的压力很大，会更多尝试其他资产类别。



中山证券固定收益事业部副总经理
陈文虎

当前债券市场行情进入了牛市后半程下半场，但结构性行情依旧可期，尤其是信用债、可转债等品种可能将受益于当前的政策环境。

但央行在2018年第四季度中国货币政策执行报告中强调，经济要实现稳健运行仍面临很多深层次的难题：“从国际环境看，世界经济形势错综复杂，地缘政治风险依然较大”；“从国内看，房地产、汽车等传统支柱产业进入调整期，大部分新业态和新动能在量级上仍弱于传统支柱行业，消费增长相对乏力，经济内生增长动力有待进一步增强”。个人推测，在宽货币和宽信用政策的助推下，中国经济有望在2019年下半年企稳。

中国证券报:近期，全球央行再宽松氛围趋浓，我国货币政策会否继续放松，政策利率是否可能下调？

赵巍华:政策利率可能调整，但不是优先选择。在本轮政策宽松周期中，央行在选择各类政策工具时有明显的先后次序，表现为优先使用数量工具，其次使用价格工具；在价格工具中，优先调整央行资金工具利率以逆回购利率，对存贷款基准利率的调整较为谨慎。这既受到美联储政策和美元利率走势的制约，也受到国内利率市场化进程的制约。近期美联储货币政策表态偏鸽派，使得我国货币政策的选择空间有所扩大。但考虑到中美各期限无风险利率利差已显著收窄，我国调整政策利率的空间仍是受限的。此外，由于基准利率是最受限、排序靠后的选择，如果出现基准利率下调，大概率也意味着本轮货币政策宽松临近尾声。

陈文虎:近期全球央行纷纷调低经济展望并倾向宽松，美联储1月会议纪要也显示官员们支持今年公布停止缩表的计划，释放了结束缩表的信号。

在经济下行压力犹存的背景下，我国货币政策可能仍会保持宽松格局。在外部货币条件偏宽松的背景下，一般来说，人民币贬值压力降低，可能为国内宽松货币政策腾出一定空间。当前，央行可能更倾向于采用结构性政策进行调控疏导，如经济下行压力加大，央行可能会下调公开市场利率，并进一步调降商业银行的存款准备金率。但个人认为，在1

月份新增贷款井喷的背景下，短时间内降息的可能性不大。

债券牛市下半场特征明显

中国证券报:A股市场忽如一夜春风来，权益资产躁动会否给债市行情造成冲击？

赵巍华:2015年以来，股、债市场存在较明显的跷跷板现象。如果权益资产持续躁动，会对债市有一定冲击。目前看，本轮权益资产躁动更多是去年大跌后的级别反弹，而货币政策宽松和经济下行还在进行，因此对债市的冲击有限。后续如果经济出现短周期复苏而宽松货币政策触底，股市上涨对债市的压力会加大。

陈文虎:2019年开春，A股市场走出了一波较为顺畅的行情。权益市场的躁动可能主要得益于国内宽松的政策环境及全球货币政策转向带动风险偏好修复。相对而言，债券市场长期行情略有颠簸，但整体尚未明显受到冲击。

个人认为，在相对宽松的货币环境及基本面未明显修复的情况下，债券市场可能牛市基础犹存；但受宽信用政策在量上取得进展影响，债券牛市下半场特征明显。若利率债收益率保持低位震荡，信用利差可能受益于宽信用政策而得到压缩。

中国证券报:债市面临的风险点还有哪些？对当前行情所处阶段及后续走向有何看法？

赵巍华:需关注的债市风险点主要有以下几方面：第一，目前以利率债为代表的高评级债券收益率已经大幅下降，期限利差较低，收益率进一步下行的空间有限且难度加大。

第二，货币政策进一步宽松的空间有限，市场资金面非常宽松的状态已持续一段时间，未来进一步宽松并继续压低短端收益率的难度较大。第三，中美利差仍会对债市下行空间有一定制约作用。第四，当前收益率水平下，投资机构在债市获得进一步较好收益的压力很大，会更多尝试其他资产类别。

今年权益类资产较债券类资产的吸引力更大，境外中资美元债的绝对收益率较境内也较高，灵活的交

易类资金会更偏向从其他资产上挖掘收益。以上因素会使得债市空间有限，近期可能维持偏强震荡格局。

陈文虎:当前债券市场行情进入了牛市的后半程下半场，收益率大幅下行的想象空间有限，但票息价值依旧可观。债券投资者对社融企稳和经济触底可能有所顾忌，但结构性行情依旧可期，尤其是信用债、可转债等品种可能将继续受益于当前的政策环境。

债守股攻可能是大方向

中国证券报:对于大类资产配置有何投资建议？

赵巍华:在目前的政策和市场环境下，债守股攻可能是大方向。

利率债仍将维持偏强震荡格局，上半年走势预计好于下半年；纯债类投资机构会更为关注信用债和转债等品种，以期获得超额收益，但信用风险仍是需要密切关注的因素。

今年股票的机会好于债券，对股市谨慎乐观，但难言牛市。近期的股市行情，是内外部有利环境下，市场和机构对前期过于悲观情绪、偏低估值和过低股票仓位的修正带来的结果。金融数据虽有改善，但经济和盈利复苏的前景短期仍不乐观，股市的趋势性机会还较难出现，大级别的波段机会和结构性机会很值得关注。

陈文虎:就相对价值而言，纯债类资产资本利得想象空间相对有限，但票息价值可能依旧可观，结构性特征明显。信用债受益于宽信用政策，信用利差可能仍有压缩空间，但需注意控制信用风险；利率债可能存在一定的交易机会，但久期策略需保持灵活。

权益市场受益于宽信用政策、监管放松和市场对经济回升预期好转，加之估值水平相对较低，年初以来走势较好。个人认为，转债兼具债券和权益属性，进可攻、退可守，在控制信用风险前提下可选择相对性价比高的品种进行配置。

■ 投资非常道

股市的系统论思考

□金学伟

上周我们从股市年均涨幅和经济年均增幅角度，讨论了底部的合理性问题。它既不是传统的技术分析，也不是以因果论为主的基本分析，而是建立在“经济理性”基础上的一种基础分析，属于天道论的一部分。它和我们前几周讲的2478点以下就是本次调整的“低价圈”，以及998点以来波浪形态的框架性分析结果具有高度一致性。

从系统论的角度说，它也是一种以存量为主、增量为辅的分析模型。

任何一个系统都是由存量和增量两部分组成的。存量是大头，增量是小头。存量保持了系统稳定，是系统赖以存在的生命基础；增量则提供了系统活力，或增强，或减弱。存量越大，增量对系统的影响力越小，效果显示的时间延迟性越强，系统的稳定性越强。

我们对系统现状的把握、前景的评估，很大程度上取决于我们对存量和增量关系的认识及其处理。

这种关系几乎体现在所有层面。工业化早期包括我国建国头30年，经济波动很大，在正增长和负增长之间大幅波动。但越到后来，波动越小。经济学家普遍将它归结为制度的进步和治理方式的改变，这或许是对的，但并不全面。

如果只是制度和治理方式问题，那为什么清朝会成为2000年封建制度下经济最平稳的朝代？制度没有改变，管理的方式也没有根本性变化。从系统论的角度说，唯一的变化就是经济规模极大地增大了；产品的种类更加丰富多样，尤其是一些关系民生的如玉米、红薯、棉花的引进与普及；生产单位数量增多，经济领域扩大。一句话，是存量——经济规模的存量、产品种类的存量、生产单位的存量、经济领域的存量变大了。它增加了系统稳定性，增量波动对系统的影响力减弱，影响速度延迟；提高了系统内部结构的复杂性，使“刺激—反馈”过程变得更加复杂，更不容易受单一因素影响；也提供了更多的“生态位”，是系统的适应力增强。

因此，光从制度和治理方式本身去解释是不完的，从制度、治理方式等“外部施力”和系统本身的状态，这两个角度去评价，才是恰当的、完整的。

很多改革要从基层单位开始，从“试点”开始，不能靠“一道令下，全面铺开”来进行，原因同样和存量增量的关系有关。旧的方法是存量，新的方法是增量。增量是给系统注入活力、注入新的动力的；存量则是保持系统稳定的。对存量大置换、大换血式的改革，即使路子对、方向对，代价也十分巨大，弄不好就是大翻盘。反之，从试点开始，从小范围的试点到更大范围的试点，不仅仅是可以取得经验，进行实践检验，更重要的是从系统论角度看，它能较好地兼顾存量和增量的关系。

在投资方面，我们也时时遭遇存量和增量关系。现有的价格状态是存量，预期的上升空间是增量；股票现有的价值是存量，预期的成长是增量。大多数的投资失败或失利几乎都和没有处理好存量与增量的关系有关，不是过于地关注了存量——形态底部坚实或估值低，忽略了增量——实际的上升动力空间或成长空间，就是过于地关注了增量，而忽略了存量。

从股市年均涨幅和经济年均增幅角度去考察底部合理性，也是一种存量和增量关系。从1994年到2005年，经济的年均涨幅为9.14%，它是一种存量。不管这种存量以有形的资产形式，还是以无形的盈利能力、技术、经验、商誉、客户资源等形式存在，都已化作了存量。如果我们承认1994年的325点是合理的，那么，在预期增量还会以更大的、超过10%的比例增加情况下，股市底部会略超10%的复利增长也就是合理的。在这里，存量提供的大头，预期增量只提供了很小一部分。

同样道理，从2013年到2018年，我国经济的年均复合增长率为6.9%，这已转变为存量部分。未来的预期增长多少是增量，它固然重要，因为增量减少意味着系统的整体扩张动力下降，还意味着经济的结构性调整加剧，会对很多公司产生重大负面影响。但说到底，它还只是增量比例的减少，不是绝对的存量减少。好比一个浴缸，已盛了很多水，只要不把出水的塞子拔掉，仅仅把进水龙头关小，影响的只是水的增加速度减缓了，存量是不会因此而减少的。换句话说，经济增长率的下降，不会减少底部的合理性。这就是我在1849点后说的，当估值（存量）和宏观经济增长率（增量）打架时，最后胜出的一定是估值，不是宏观经济增长率的道理。

人们在宏观系统分析时，往往对今天予以太多关注，对历史给予太少重视；对增量予以太多关注，对存量给予太少重视。德内拉·梅多斯在《系统之美：决策者系统思考》中引述的这个评价，反映了某些宏观分析者的缺陷——虽然有高学历，很高智商，但缺少系统思维，往往一木在前，不见森林。

存量决定系统现状、系统位置。增量决定系统活力和未来状态。增量增加意味着系统增强回路的增强，增量减少意味着系统增强回路的减弱。当我们考虑增量减少对股市的负面影响时，存量便构成它的限制因素，让我们的悲观有一个合理边界。当我们立足底部，预期未来市场的走势和高度时，增量减少便构成它的又一个限制因素，让我们的乐观也有一个合理边界。这就是系统论给我们提供的一种思维。

白银的机会在哪里

还是需求端。美联储加息步伐放缓，甚至转为降息，这有利于降低企业的资金成本，部分投资项目可能回暖，库存去化加快。从长周期来看，美联储紧缩力度放缓或逆转，这有利于全球经济在高债务压境背景下获得喘息机会，经济不至于出现断崖式下降，但商品需求放缓和库存去化还需要时间，长周期商品下行周期不会逆转。

2018年四季度，中国已经进入了主动去库存阶段，宏观数据显示2018年年底规模以上工业企业产成品库存累计同比增速回落至7.4%，此前在2018年1—8月该指标一度升至2015年以来最高水平（9.8%）。从规模以上工业企业产成品库存周转天数来看，到了2018年12月升至17.2天，为2015年以来次高纪录。而美国在2018年四季度是被动补库，到2019年一季度进入主动去库存，经济短期滞后中国一个季度。而从历史上看，无论是被动补库还是主动去库存，商品价格大概率是下跌的。

中国证券报:对于上半年商品走势如何看，哪些板块有机会，逻辑是怎样的？

程小勇:对于2019年1月至今的商品反弹，

还是需求端。美联储加息步伐放缓，甚至转为降息，这有利于降低企业的资金成本，部分投资项目可能回暖，库存去化加快。从长周期来看，美联储紧缩力度放缓或逆转，这有利于全球经济在高债务压境背景下获得喘息机会，经济不至于出现断崖式下降，但商品需求放缓和库存去化还需要时间，长周期商品下行周期不会逆转。

除了国际金银走势，影响国内金银价格的还有人民币汇率。以上可以看出国际金银走势与美联储货币政策息息相关，美联储主要关注就业和通胀，同时也会参考其他经济指标。

近期美国就业市场表现良好，通胀仍低迷，其他经济数据有放缓的迹象，美联储已经明确将放缓加息步伐，并且可能改变缩表进程。

人民币兑美元汇率近期波动不大，主要因美国经济数据偶尔会出现大幅不及预期，中国部分经济数据也并没有市场预期的那么差，同时中国央行近期又在香港发行了离岸央票，对于缓解人民币贬值压力有积极的作用。

未来重点关注外部因素、美国经济以及美联储3月19—20日的FOMC会议，建议波段操作白银，近期黄金ETF持续减持上涨动力不强，白银或将弱于黄金。当预期美联储政策将放宽时是做多白银的最佳时机，另外若美国经济持续变差，则白银可能出现趋势性大涨。

预计未来美国经济扩张仍将持续，黄金投

资需求或不强，对白银的利多影响有限。但同时其他国家经济增长放缓，各国政府普遍采取刺激性政策导致流动性泛滥，美国经济扩张也不强劲，因此黄金也很难出现大跌，白银也较难出现趋势性大跌。

人民币兑美元汇率近期波动不大，主要因美国经济数据偶尔会出现大幅不及预期，中国部分经济数据也并没有市场预期的那么差，同时中国央行近期又在香港发行了离岸央票，对于缓解人民币贬值压力有积极的作用。

未来重点关注外部因素、美国经济以及美联储3月19—20日的FOMC会议，建议波段操作白银，近期黄金ETF持续减持上涨动力不强，白银或将弱于黄金。当预期美联储政策将放宽时是做多白银的最佳时机，另外若美国经济持续变差，则白银可能出现趋势性大涨。

预计未来美国经济扩张仍将持续，黄金投

资需求或不强，对白银的利多影响有限。但同时其他国家经济增长放缓，各国政府普遍采取刺激性政策导致流动性泛滥，美国经济扩张也不强劲，因此黄金也很难出现大跌，白银也较难出现趋势性大跌。

人民币兑美元汇率近期波动不大，主要因美国经济数据偶尔会出现大幅不及预期，中国部分经济数据也并没有市场预期的那么差，同时中国央行近期又在香港发行了离岸央票，对于缓解人民币贬值压力有积极的作用。

未来重点关注外部因素、美国经济以及美联储3月19—20日的FOMC会议，建议波段操作白银，近期黄金ETF持续减持上涨动力不强，白银或将弱于黄金。当预期美联储政策将放宽时是做多白银的最佳时机，另外若美国经济持续变差，则白银可能出现趋势性大涨。

预计未来美国经济扩张仍将持续，黄金投

资需求或不强，对白银的利多影响有限。但同时其他国家经济增长放缓，各国政府普遍采取刺激性政策导致流动性泛滥，美国经济扩张也不强劲，因此黄金也很难出现大跌，白银也较难出现趋势性大跌。

人民币兑美元汇率近期波动不大，主要因美国经济数据偶尔会出现大幅不及预期，中国部分经济数据也并没有市场预期的那么差，同时中国央行近期又在香港发行了离岸央票，对于缓解人民币贬值压力有积极的作用。

预计未来美国经济扩张仍将持续，黄金投

资需求或不强，对白银的利多影响有限。但同时其他国家经济增长放缓，各国政府普遍采取刺激性政策导致流动性泛滥，美国经济扩张也不强劲，因此黄金也很难出现大跌，白银也较难出现趋势性大跌。

人民币兑美元汇率近期波动不大，主要因美国经济数据偶尔会出现大幅不及预期，中国部分经济数据也并没有市场预期的那么差，同时中国央行近期又在香港发行了离岸央票，对于缓解人民币贬值压力有积极的作用。

预计未来美国经济扩张仍将持续，黄金投

资需求或不强，对白银的利多影响有限。但