

■ 多空论剑

■ 投资非常道

“外患”平息 债牛能否卷土重来

□本报记者 张勤峰

美联储3月议息会议高声放“鸽”，美债应声大涨，全球低利率环境得以延续。我国货币当局会否有新举动？债券牛市到底有没有结束？投资机会在哪里？本栏目邀请中山证券固定收益事业部副总经理陈文虎、华创证券研究所固定收益组组长周冠南进行讨论。

政策收紧风险基本解除

中国证券报：如何看待美联储FOMC3月份议息会议透露的政策信号？如何看待全球流动性及利率形势？

陈文虎：美联储经济数据前调下调GDP增速和通胀预期、上调失业率，传递出对经济边际放缓的预期，或预示着全球经济增长放缓趋势已波及美国。伴随全球经济增长放缓迹象日趋明显，近期美欧日等央行货币政策均出现较为明显的转向，或预示着本轮全球流动性收紧周期进入尾声。美国经济增长放缓压力加大，美联储停止加息、放缓缩表，在一定程度上为我国货币政策腾挪打开空间。但仍需关注美国经济下行信号正式确立之前可能存在的超预期差。

周冠南：美联储暗示年内不再加息、9月暂停缩表，向市场释放了明显的宽松信号。全球货币政策再次站上“十字路口”，美联储携手其他央行走向宽松方向，无疑将增加全球流动性，宽松环境或利好主要债市收益率下行。但一季度美国经济受政府关门、极端天气等扰动较大，后续个别月份经济数据或存在修复的可能，美联储的态度仍可能出现微调，考虑到目前市场对于美联储重回宽松周期的预期较满，需警惕一致预期修正可能引发的利率波动。

中国证券报：2月末和3月中旬货币市场流动性出现短时收紧，是否意味着货币政策取向有调整？后续降准乃至降息的可能性大吗？

陈文虎：春节假期致2月税期后移，2月末流动性小幅收紧，而3月中旬因跨季需求增加，资金价格整体趋贵。央行公开市场操作相对谨慎，一方面，经过1月降准后，市场流动性整体合理充裕；另一方面，1月票据融资高企，相对谨慎的投放行为可能对市场预期套利起到一定的抑制作用。央行金融局局长王景武近日表示，要警惕市场主体形成“流动性幻觉”和单边预期，行长易纲也表示货币政策仍有空间，但空间相比之前已明显变小。



中山证券固定收益事业部副总经理 陈文虎

在央行货币政策空间进一步打开之前，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。

基本面向下压力犹存，当前的货币政策不具备转向的现实基础。今年的政府工作报告明确提出要通过降准乃至利率手段降低企业融资成本，4月是财政收入大月，预计央行可能会通过降准或MLF（中期借贷便利）投放手段来对冲财政的影响。

周冠南：1月金融数据大幅超预期后，市场对流动性的宽松预期较强，因此政策层适时提出防范“流动性幻觉”，政府工作报告发布后，央行降低了公开市场操作频率和投放量，但总体宽松取向或仍将维持，因为2019年“降低实际利率”的政策目标仍在。此外，从资金投放量看，央行并未显著减少总量供给，2月末和3月中旬流动性偏紧的状况主要由于资金波动性提高后，机构预防性需求增加，而流动性总量并未减少，仍处于“合理充裕”水平。对于央行之后的操作，考虑全年资金缺口和降低实体经济融资成本的政策目标，降准或调降政策利率概率仍较大，但基准存贷款利率大概率不会调整。

债券牛市下半场未完

中国证券报：年初以来债市陷入震荡，哪些因素制约债市继续上涨？

陈文虎：年初以来债券市场震荡走势可能主要是受以下三方面影响：一是全球货币政策转向带动风险偏好修复；二是1月贷款放量，社融数据初现企稳迹象，基本面企稳预期升温；三是外部环境出现缓和，进出口数据表现尚可；四是猪肉价格后续可能带动

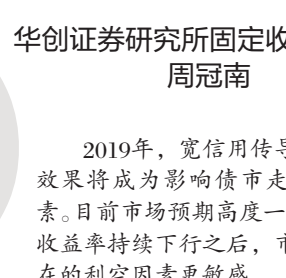
CPI对货币宽松形成一定掣肘。债券市场收益率在货币政策空间未进一步打开的情况下，整体可能较谨慎。

周冠南：2019年债牛进入震荡调整期，主要是受宽信用政策加速出台提振风险偏好的影响。其一，年初以来各部委加速出台“六稳”相关政策，从宽信用、宽财政、促消费、稳就业多方面缓解经济下行压力，特别是地方债提前发行使得市场对于基建企稳托底经济的预期加强；其二，1月社会融资和信贷数据均创历史新高，且大幅超预期，社融数据企稳使得投资者开始修正春节前对于经济过度悲观的预期，甚至出现超预期超调的情况；其三，股市出现“春季躁动”，市场风险偏好明显抬升，开始挤压债市配置资金。

中国证券报：这一轮债券牛市是否已经结束？

陈文虎：当前债市行情进入牛市下半场，在货币政策空间进一步打开之前，资本利得想象空间可能有限；在货币政策暂时不存在收紧前提下，票息价值依旧可观。美联储3月议息会议的“鸽派”表现可能将进一步消除央行货币宽松的外部掣肘，建议关注后续央行公开市场操作和经济数据表现。

周冠南：尽管债市进入震荡期，但轻言债牛结束尚早，目前仍处在债牛后半段。从基本面数据看，尽管一季度数据大概率表现平稳，但去年底以来土地成交面积明显下滑或导致房地产行业新开工增速在二季度出现显著下滑，从流动性环境看，在守住经济增长底线的前提下，央行仍将维持总量流动性充裕，并在年内



华创证券研究所固定收益组组长 周冠南

2019年，宽信用传导路径及传导效果将成为影响债市走势的重要因素。目前市场预期高度一致，可能导致收益率持续下行之后，市场对后续潜在的利空因素更敏感。

继续实施降准和降低实体经济融资成本的操作，或带来利率的波段交易机会。进入债牛后半段，债市的波动加大，对利好的反应敏感度也有所降低，此时利率下行弹性减弱，波段操作空间有限，不能贪多。

关注信用债和转债投资机会

中国证券报：对今后一段时间债券投资有哪些建议？

陈文虎：就相对价值而言，在央行货币政策空间进一步打开之前，纯债类资产资本利得想象空间相对有限，但票息价值可能仍可观，结构性特征明显。信用债受益于宽信用政策，品种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，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，加之估值水平不高，年初以来走势较好。可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性价比高的品种进行配置。

周冠南：短期来看，前期风险偏好回升对债市带来的利空影响正在减弱，市场将回归流动性和本面的定价阶段，二季度初央行或再次开展宽松操作，带来波段交易机会；中长期看，伴随着宽信用政策逐步显效，今年信用环境好于去年，利率债波段交易提供的收益空间相对去年较为有限，建议投资者关注信用债和转债提供的弹性空间。

超出能力圈的问题 不是问题

□金学伟

提出问题、定义问题、聚焦问题的能力是最重要的专业能力。准确地提出问题，能把我们导向正确的方向，所谓“问题导向”，就是这个意思。

准确地定义问题，能使我们准确地把握系统边界——我们究竟要分析什么，是系统的哪个局部、哪个子系统，不牵丝攀藤、旁枝横溢、胡子眉毛一把抓。

聚焦问题的能力，就是把分析的边界准确地限定在当前正在研究的问题上。头痛就该医头，脚痛就该医脚。是肝的毛病就该先把肝诊断清楚，对症下药，不能轻轻一按，粗粗一看，肝的问题没弄清楚或搞不清楚，就说你全身都有毛病，肾也不好，血压也偏高，体质太虚。

聚焦程度越高，解决问题带来的收益越大。比如上周我们说的“熊市结束的条件有哪些”，不如说“熊市结束的条件是什么”来得好。因为前者过于宽泛，会把我们引向普遍真理、一般原理、学理，让我们在无意间趋向完美主义、本本主义，罗列出一二三四五……根本无法在现阶段实现的条件。

而“熊市结束的发促因素是什么”则能使我们目光聚焦在特殊的这一波”上。理论总是带普遍性的，建立在归纳和演绎基础上，而我们面对的却总是特殊的这一波。所以，“哪些”会把我们导向学理，只有“是什么”才能把我们导向当前，具体问题具体分析，立足现实，把握当前。

市场分析的过程就是一系列设问的过程，投资过程就是解答一系列问题的过程。好的问题总能帮我们直击核心，直击本质，直击当前，聚焦特殊的这个，而不是泛泛而谈，同时不超越自己的能力圈范围。

很多让我们心神不宁、信惑困惑、举棋不定的问题其实都可以通过正确的设问来解决。而且以我的经验，绝大多数让我们纠结的总是下列几个问题。

是牛市还是熊市？萨缪尔森说，做一个经济学家是简单的，只要会说供给和需求。换言之，做一个投资者是简单的，只要会说牛市还是熊市。又或者像威廉·欧奈尔说的，投资者要把90%的精力放在重大顶部和底部判断上。再换言之，除了重大顶部（之后就是熊市）、底部（之后就是牛市），其他的都没必要花太多精力去关注。

何为牛市，何为熊市？或者说，牛市的特征是什么，熊市的特征是什么？一旦我们把思考引向这方面，就可以很轻松地归纳出一些具有普遍性的特征：牛市的主流方向向上，熊市的主流方向向下；牛市能涨的股票多，熊市能涨的股票少；牛市顶在顶上，熊市底在底下；牛市中的下跌时间短——日线级或周线级，很少有月线级的，熊市中的下跌时间长；牛市起买之后还会起买，熊市起买之后还会起买；牛市看涨容易看跌难，熊市看跌容易看涨难；牛市中的回调带有随机性，三次预测下跌一次就算高手，熊市则相反；牛市风水轮流转，这轮不涨有下轮，区别只在时间早晚幅度大小，熊市错过了第一轮就错过全部；牛市买进机会多，卖出机会多，熊市卖出机会少，买进机会少；牛市对利好敏感，对利空麻木，熊市对利空敏感，对利好麻木；牛市看个股基本面，做“什么”重要，做“怎样”不重要，熊市看个股基本面，做“怎么样”才是重要的。

一旦把问题导向“牛市还是熊市”，导向“何为牛市何为熊市”，基本的倾向就清楚了——牛市以追求盈利为主，熊市以规避风险为主；牛市重个股轻大盘，熊市重大盘轻个股；牛市买进宽标准，卖出严要求，熊市买进严要求，卖出宽标准；牛市多寻找战机，少研究大市，熊市多研究市场，多养精蓄锐；牛市测算上涨目标，在高中低三个选项中尽可能选高的，熊市则可能选低的，至于中途可能会出现的变故，可用观察判断系统来解决，这样的好处是避免作茧自缚，过于谨慎……

投资就是和不确定性打交道。有些不确定性可以随着时间推移而消除，比如2440点是底吗？处在2440点的位置上时它是不确定的，但随着2018年11月19日2703点被突破，它就变成确定性的低位。有些不确定可以通过模型，在理论上加以消除。有些不确定即使是在理论上也无法消除，是系统自适应不确定性的结果。比如，本轮牛市的最高点在哪里？它的第一波会到什么位置终结？第一波结束后是宽幅震荡调整，还是高位横盘整理？类似这样的问题，就超出了我们能力圈范围。

投资就是承担相应风险，获取相应的收益。哪些风险是必须要避免的，而且可以避免的；哪些风险是必须要承担的，是投资的一部分，而且穷尽人类的智慧，也是无法避免的。这种超出能力圈的问题实际上已不是问题，而是我们必须承担的一部分。否则，我们就总会处于进退维谷、首尾两端、心神不宁的纠结状态。

张毅：期权有助于丰富股市投资策略

□本报记者 张利静

今年以来，伴随A股走牛，相关市场如股指期货、50ETF股票期权投资热度随之升温。尤其是股票期权，其功能得以初步发挥，市场成交量、持仓量不断创新高。光大期货期权部张毅在接受中国证券报记者采访时表示，股票期权不仅能更好地满足机构投资者和个人投资者的个性化投资需求，还能与股票、股指期货等工具一起构建更为全面高效的资本市场。

中国证券报：如何看待当前金融期权市场发展现状？当前股票市场迎来牛市，对股票期权市场有何影响？

张毅：当前我国金融期权市场发展平稳，风险管理功能和投资功能逐渐被投资者了解和认可。据统计，2019年2月，50ETF期权单日

日均成交量达257万张；单月日均持仓量为243万张，分别创出上市以来的单月日均成交量和持仓量新高，可以期待未来股票期权市场发展空间更加广阔。

A股市场自去年四季度走出低迷格局，在投资者信心增强等诸多因素综合作用下，迎来牛市行情。通常而言，在牛市中，部分投资者基于保有胜利成果的想法有运用期权投资策略的需求；也有投资者基于中长期看好股票市场走势运用期权锁定成本的策略，来提前部署相应的牛市策略；还有部分投资者可能基于对大涨后震荡行情持续的预期，希望运用相应的期权策略来赚取时间价值，把握震荡行情中的投资机会。总之，A股走牛期间，投资者学习及投资金融期权的热情高涨，对金融期权这一重要的创新工具的发展创造了良好的氛围。投资者在股票牛市中总体收益增长，也为适当参与包

括金融期权在内的新兴金融工具提供了资金保障和心理保障。

中国证券报：股票期权在同类别资产（股票、期指）投资中的应用价值如何？

张毅：股票期权在此同类别的金融工具投资中的应用价值很高。股市在全社会有广泛的认知基础；股指期货（也称期指）作为管理股票系统性风险的重要金融工具，自2010年上市以来，有近九年的历史。不过，股票和期指均是线性工具，无法将权利与义务分开进行更具个性化的风险管理和投资管理组合。而股票期权首先就将买卖双方的权利与义务分开，能够更为细致地进行风险定价与投资管理，是一种非线性的金融投资工具，能够更好地满足机构投资者和个人投资者的个性化投资需求，能与股票、期指等工具一起构建更为全面高效的资本市场，也能为吸引外资参与中国资本市场

提供基础性的风险管理工具和投资工具。

中国证券报：对我国金融期权市场未来发展有何建议？

张毅：建议在50ETF期权成功案例的基础上，进一步开发包括其他ETF期权产品、各种股指期货、个股期权品种在内的新风险管理工具，丰富金融期权产品线，更好体现出期权服务资本市场的功能。此外，在金融期权品种丰富的同时，也可以更好地发挥国内以公募基金、保险机构为主的专业机构投资者群体的专业技能，运用金融期权能够细化风险管理和投资管理的功能，开发完善相应的金融期权策略产品，将复杂的金融工具与市场普遍的避险需求和投资需求结合起来；更好地发展我国期权市场，使得期权市场能够更多容纳机构投资者，改善过去资本市场历史原因形成的散户投资比重过大问题。

设立科创板并试点注册制下的投资者权益保护

□中国人民大学法学院教授、金融科技研究中心主任 杨东

近期，证监会及上交所集中发布了相关配套规则，设立科创板并试点注册制工作正在积极推进。作为符合国家战略目标、市场需求、技术升级的关键决策和推动资本市场基础制度改革创新、疏通新兴科创板企业融资渠道的重大举措，如何在设立科创板并试点注册制下切实保障投资者权益，是亟待关注和思考的重要问题。对此，我们需顺势而为，借鉴、利用伴随金融科技改革而来的区块链技术和大数据、人工智能等先进创新手段，更有效地保障投资者权益。

借助金融科技实施投资者适当性管理

根据规定，个人投资者参与科创板股票交易需满足申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币50万元以及参与证券交易24个月以上的适当性要求。对于未满足上述要求的投资者，可通过购买公募基金等方式参与科创板。其实，科创板投资者适当性管理在主要依据财务条件和投资经验设定相应准入要求之外，也提出要对个人投资者的风险承受能力进行评估。

对于上述投资者风险承受能力的评估，可结合目前大数据、云计算、人工智能、机器学习等科技手段日益渗透金融领域的趋势，在大数据技术运用的基础上进一步量化分析投资者交易行为等产生的动态数据集合，以确立相应评估其投资风险系数和相应的风险

承受能力的指标，对投资者进行“精准画像”。上述评估手段或方式，除可应用于申请开通科创板股票交易权限前的适当性评估，还可帮助其实现交易过程中的提醒和适当性管理后续评估。

强化信息披露要求与中介机构的责任约束

在科创板试点注册制下，信息披露是注册制的核心要求。在《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》中更是明确了要制定更加全面深入精准的信息披露规则体系。在试点注册制下的发行上市审核环节，信息披露制度的实施效果对投资者尤其是中小投资者的投资决定具有显著影响，是市场定价机制发挥作用的根本前提，也是投资者风险自负制度的确立基础。注册制与核准制相比，具有全透明化披露信息、监管机构加强事前事中事后监管等特点。

对于科创板发行人的信息披露，采取“问询-回答”的形式有助于确保其全面详实和完全透明。交易所通过对其不断提出问题，并要求发行人在规定时限内回答，方便公众投资者了解该科创企业的运营管理、知识产权、关联交易、研究开发等内容。在信息披露质量未达到要求时，交易所可对其反复问询，直至所有问题都能清晰作答。问询回答的信息均可在网上查询，特定的专业机构投资者据其给出定价，个人投资者对在信息披露的基础上作出的投资决策责

任自担。

上市后，根据规则要求，科创板上市公司和信息披露义务人须以合规方式公平地披露信息，架设在投资者之间有效沟通的桥梁，在满足条件但未现金分红、股票交易异常波动并停牌时以各种方式向投资者说明并采取相应措施保障投资者权益。这些规定均是对科创板公司实施事中事后监管的重要体现，也说明了上市后信息披露的必要性，有利于消化市场利好或利空，减少市场波动。后续，诸如关于科创板上市公司简明信息披露、前瞻性财务信息披露、财务和非财务匹配性等指引需进一步细化或明确。

此外，在已发布的设立科创板并试点注册制业务规则中，可以了解到在试点注册制下，关于新股发行上市审查的权力下放到证券交易所，对于中介机构而言也要切实承担起相应的职责。在此基础上，监管机构、发行人和中介机构三者间的权益关系和职责分配格局重新调整。中介机构要切实履行与其角色相关的义务，承担对信息披露内容的中介职责，对于发行人或上市公司虚假陈述、重大违法披露等违法行为承担连带责任。

监管科技助力投资者权益保护

设立科创板并试点注册制意味着监管重心的转移。强化事中事后监管将是一个持续、动态的过程，辅之以配套机制有助于保证监管实效。面对可能出现的证券违法违规现象，监管科技

（Suptech）作为证券监管领域和科技领域的有机结合体，是在审慎监管、行为监管等传统金融监管维度之外增加科技维度所形成的双维监管体系。在此体系下，监管部门可充分利用大数据、云计算、人工智能、区块链等技术，在事中事后监管阶段构建起科技驱动型监管体系。

具体来说，包括在投资者适当性管理中架构全面完善的数据收集系统，利用人工智能和自我学习程序具体应用于与评估投资者风险承受能力等数据处理和收集，从以往依靠复杂现场检查、滞后监管行动的监管转变为主动、精准化、前瞻性的监管，同时，也可据此构建投资者行为的大数据分析 and 风险预警机制。

此外，在信息披露环节，遵循分布式的平等监管机制，由监管机构与上市企业形成平等的信息共享机制，由单一、层级化结构治理转向多元、扁平化结构治理，避免在“自上而下”的监管体系下出现信息披露不实或急于提供的弊端；此外，监管科技的运用也有助于最大化地优化事中监管的效果，监管机构可以获取实时数据，使用智能化方式分析评估，从而能迅速采取相适应的监管措施，同时，可通过将监管规则嵌入被监管公司的业务信息系统，从而即时、自动地对其进行监管，而不是只能在事后采取处罚措施纠正其违法行为。在境外，已有证券交易所将监管科技手段运用于交易报告系统和反洗钱监测系统的实践，有效地推动了投资者权益保障以及金融市场秩序的稳定。

证券投资基金资产净值周报

截止时间：2019年3月22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	基金份额
508888	鑫源实和	1.1591		11,591,087,399.69	

注：1. 本表所列3月22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：按照基金所持有的股票的当日市价计算。
3. 累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。