

■ 多空论剑

权益资产正从政策底转向盈利底

□本报记者 王朱莹

美债期限利率倒挂,土耳其货币危机牵动人心;而国内企业营收增速和价格涨幅回落,但有积极财政托底、货币环境保驾护航。二季度宏观环境错综复杂,招商银行研究院资本市场研究所所长刘东亮、招商证券首席宏观分析师谢亚轩和长江证券首席宏观债券分析师赵伟等认为,权益资产目前正从政策底转向盈利底。政策底在2018年11月出现,1月上旬基本确认。盈利底的确认需要观测政策何时见效:主要体现在量价两个方面,即经济增速底部和PPI底部的确认。

工业企业利润下滑并不意外

中国证券报:如何看待2019年1-2月工业企业利润下滑?

刘东亮:主要受两因素影响:一是春节因素,今年春节刚好位于1、2月的中间,节前节后企业普遍收工早开工晚,导致前两个月的开工受到较大影响,企业营收也相应受到影响;二是PPI涨幅出现明显放缓,且与CPI显著倒挂,由于PPI更多体现上游行业的价格,PPI较低意味着上游行业企业难以通过涨价将成本压力传导至下游,且从历史规律来看,无论是PPI下行还是PPI与CPI倒挂,同期都对应着企业盈利的下滑,因此1-2月工业企业利润下滑并不意外。

不过,前两个月工业企业利润的降幅还是超出了市场预期,这里面反映出当前总需求偏弱,供给侧压力较大的情况,如果后续稳增长政策持续落地,减税降费措施逐步兑现,那么企业盈利是有可能出现改善的,但能够改善到什么程度,还是要依据届时的宏观经济表现特别是总需求的表现而定。

谢亚轩:预计3月之后工业企业利润同比增速会逐步上行,二季度由负转正。理由有三方面:第一,2018年11月起逆周期调控政策逐步落地,PPI增速已于2019年2月阶段性企稳,工业品通缩压力缓解。第二,4月之后减税降费政策逐步落地,预计利润率会逐步改善;第三,从库存和产能利用率的角度来看,虽然当前库存去化程度还不充分(1-2月产成品库存累计同比增速为6.2%,尚未至负值),但目前工业产能利用率(2018年四季度时为76%)高于此前通缩时期,有限的过剩降低了通缩的概率。

赵伟:企业营收增速和价格涨幅均回落,盈利增长放缓的同时,结构表现加速分化。分企业类型盈利来看,1-2月国有企业盈利较去年全年回落36.8个百分点至-24.2%,连续第8个月下滑;民营企业盈利同样出现回落,但幅度明显小于国有企业,国企民企盈利“剪刀差”持续缩窄。盈利结构分化的同时,资产负债率也在持续分化,1-2月国企资产负债率继续回落,而民企资产负债率明显回升。考虑到近期支持民营企业政策措施密集落地,民企融资较前期已有明显改善,盈利和杠杆率的结构分化或将延续。

中国证券报:美联储加息拐点来临,美债期限利率倒挂,如何点评?对中国有何影响?

刘东亮:当前的美债期限利差倒挂,是1957年以来的第十次倒挂,需要高度关注这次倒挂是否会再次引发美股的剧烈波动,其对全球风险偏好都会有强烈外溢效应。

中国央行的货币政策预计会维持偏宽松的状态,央行会通过公开市场操作等手段向市场

本报记者 张利静

今年以来,猪周期及糖价拐点预期一度点燃投资者热情,相关股价一度大幅走高,近期有所回落。业内分析人士认为,无论是猪周期还是白糖周期,基本面拐点来临的预期十分确定,投资者可持续关注两板块股投资机会。

生猪白糖概念“起风”

区别于一般商品,农产品由于生长周期、季产年销等原因,有些品种价格具备较强的价格波动周期。中信期货相关研究指出,这其中比较有代表性的行业为生猪养殖行业、白糖行业。就目前来看,生猪养殖行业正处于新周期上升阶段,此外值得注意的是,肉鸡养殖行业虽价格周期性特征不显著,但近

“随着国际食糖供需逐渐出现缺口,国际食糖价格回暖,国内糖价的关注度也在逐步提高。”国泰君安证券相关研究指出,目前糖业周期反转已在路上,基于2019年-2020年榨季全球糖供给将出现缺口400万吨的预期,2019年国际糖价有望逐步回升,考虑到我国糖业在经历连续的亏损之后,行业兼并组合的步伐持续

本报记者 伍正兴

当前,南美大豆收割工作正在进行之中,新豆批量上市,大豆丰收,市场在南美农户丰收之际担心美国大豆需求疲弱,利空美豆。国内饲企经过集中补库后下游需要时间消化,而4月份大豆到港量或提升至830万吨,5、6月份月均更是超过900万吨,油厂开机率止降回升,未来两周周度压榨量或放大至170万吨以上,上述因素均将抑制豆粕反弹空间。

但值得一提的是,豆粕与杂粕价差过小使得饲料厂增加豆粕用量,豆粕对杂粕替代量大增在一定程度上弥补了猪瘟导致的需求减量,这或许是豆粕市场为数不多的利好因素之一。

南美大豆快速上市

美国中西部的洪涝灾害影响以及温度偏高,如果该问题持续,可能会导致玉米播种受阻,进而有可能在后期增加大豆的种植面积,加之玉米相对大豆的种植收益令人失望,或令美国本季度的大豆种植面积超过预期。此外,南美大豆丰收,上市速度较快,且美豆价格仍高于巴

西和阿根廷出口报价,这或将制约美豆需求,令美豆涨势受阻。

据天下粮仓调查统计,2019年3月份预报

到港106船671.1万吨。4月份预估830万吨,5月份初步预估900万吨,6月份初步预估维持980万吨。从整体数据趋势上来看,进口大豆量正呈

渐升攀升态势发展。

压榨货源供应有保障

大豆库存方面,截至3月22日当周,国内沿海主要地区油厂进口大豆总库存量372.04万吨,较前一周的386.57万吨减少14.53万吨,降幅3.76%,较去年同期425.59万吨减少12.58%。预计4月份中下旬大豆集中到港之前,港口大豆库存还将逐步下降,但降幅放缓。就全国油厂进口大豆而言,目前总库存量为424.06万吨,较前一周的432.71万吨减少8.65万吨,降幅在2.00%。如加上全国主要港口贸易豆及可转储进口豆,全国进口大豆库存将达到452.55万吨,较上周的455.6万吨减少0.66%。从数据及整体产业链供需来看,目前压榨货源供应依然有保障,包括豆粕在内的豆类产品暂且缺乏大幅上

扬的驱动力。

豆粕库存或小幅回升

3月22日当周豆粕成交量虽低于上周,但出库情况仍较良好,使得豆粕周度库存仍有所下降。统计数据显示,国内沿海主要地区油厂豆粕总库存量为62.31万吨,较上周的64.39万吨减少2.08万吨,降幅为3.23%,较去年同期79.99万吨减少22.10%。预计29日当周油厂豆粕库存或止降小幅回升。

未执行合同方面,22日当周油厂豆粕未执行合同量继续小幅增加。统计数据显示,国内沿海主要地区油厂豆粕未执行合同量为262.82万吨,较前一周的259.11万吨增加3.71万吨,增幅1.43%,较去年同期的533.75万吨大幅减少50.75%。

总体而言,全国油厂豆粕总库存量为66.33万吨,较前一周的69.29万吨减少2.96万吨,降幅在4.27%;全国油厂豆粕未执行合同量280.82万吨,较前一周的277.57万吨增加3.25万吨,增幅在1.17%。从库存以及未执行合同数据来看,维持平稳基调。

投资非常道

很多事上集思却无益

□金学伟

中国人有“集思广益”一说,还有“三个臭皮匠,顶个诸葛亮”一说,所以很多投资者特别喜欢讨论行情——在团队内部讨论,在朋友圈里讨论,在大客户或散户厅里讨论,还有去看各色人等的分析预测。由于每周要写一个专栏,所以也经常会有读者通过各种方式来表达他们的不同观点。凡此,我的态度都是:你正面表达的观点我都接受,但要讨论,那就免了,我从来不跟任何人讨论行情、讨论市场”。

我在自己的小圈子里表达过不讨论的原因。

市场永远存在不确定性,没有一个人可以时刻把握住市场,把握住大盘,把握住行情。任何人对后市的预测都有可能是错的,既如此,就没必要讨论,因为讨论的目的无非就是统一观点、统一意见,让别人了解并接受自己的观点。

投资是充分个性化的事,各有各招,各有各路,各有各的风格、理念。对张三是不可错过的机会,对李四来说,也许是该舍弃的。再进一步,我们对市场的分析判断严重地依赖于我们的市场哲学、我们所掌握的信息,以及我们所掌握的模型。按系统论的“有限理性”说,即使拥有相同的理念、相同的信息,因处境和地位的差别、角度的差别,对同样的事也会做出完全不同的决策,最简单的如“该不该”和“能不能”,同一件事的看法可以有天壤之别,哪怕他们具有完全相同的理念。最简单的如历任美国总统对中国的态度,上台前与上台后都会发生一些变化,在台下时强硬,上台2年后开始软化。很多人都说上台前强硬是为了选战需要,其实不完全。更完全的说法是因为处境和地位不同,面临的惩罚与激励体制不同,在台下时只需考虑“该不该”,上了台后就要考虑“能不能”与“行不行”的问题了。这种台上与台下的差别,是系统论解释“有限理性”的案例之一。

有限理性决定了,如果两个人的市场哲学不同、理念不同、体系不同、模型不同,甚至是处境不同、对信息的理解不同,根本就谈不到一起,所谓讨论,不是鸡同鸭讲,就是一方强制性地要另一方接受自己的观点。如果是这样,那就回到“任何人对后市的预测都有可能是错的”上去,打消这个念头为好。因为你对了,一点好处没有。你错了,会招致别人的怨恨。自己的水平很一般,对别人却很苛求的人多得是。所以不讨论也是一种自我保护。

在成功的投资中,(主要用于分析→预测)的理性所占的成分并不高,大量的是否性(根据某种概念、模型做出判断),以及少部分的感性(对市场的感知)。或者说,成功的投资是分析→预测系统、观察→判断系统、决策→交易系统三者协同的结果。分析→预测系统给我们提供的是一个大的框架、大的趋势性预测,在这个框架范围内,就是观察判断系统和交易系统的事。

有人也许会问,预测和判断有什么区别吗?当然是有区别的。比方说,上周我在朋友圈里说警惕大盘回拉,根据是大盘广度指标连续27个交易日处于0以上,创下了历史最高水平,这就是判断,根据某种模型做出的判断。如果说“反弹到位了、结束了”,那就是预测。

在分析预测系统帮我们确定了大框架、大趋势后,要尽可能关闭大脑,多利用模型,做知性交易,少去做分析预测。市场就是这样,只要你愿意分析,你总能找到一大堆理由来证明正反两方的任何一方观点。

股票市场就是个共生市场,不管哪种风格偏好都能赚钱,只是窗口不同、周期不同。做概念的赚了钱嘲笑做价值的,做价值的赚了钱嘲笑做成长的……都不可取。而最最不可取的是做钟摆。只要做到了风格、理念、行为、方法体系的一致性和连贯性,股市,不说是个提款机,让我们实现财务自由是没问题的。而要防止做钟摆的最好的办法,就是在大框架、大趋势确定后,尽可能少做分析,也尽可能不去跟人家讨论行情、讨论市场。

讨论行情的最大坏处:一是它会扰乱我们的心志,影响我们的风格、理念与行为的一致性、连贯性;二是它等同于群体决策。

群体决策有三个不可克服的弊端:低效率;平庸化;哪种意见会胜出,不取决于它是否更符合客观实际、更优,而是它是否更雄辩、更有煽动性。

不是所有的事都是集思广益。一般来说,在具体的技术性难题攻关上,集思是广益,而在其他的许多事上,集思是无益的。

投资,不是预测未来的游戏,而是利用适当的模型,把握眼前机会的游戏。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年3月29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	1.1595		11,594,513,186.80	

注:1.本表所列3月29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:基金成立以来累计派息金额。