

■ 多空论剑

债市“入秋” 两大思路觅“果实”

□本报记者 张勤峰

4月以来,利空接踵而至,债市大幅调整,情绪持续降温。目前看,基本面、政策面、资金面、市场情绪……各方面都在朝不利方向变化,但债市就没机会了吗?接受中国证券报记者采访的市场人士表示,债券市场仍有调整空间,但可关注盈利预期改善推动的信用利差修复以及市场超调带来的波段操作机会。

经济企稳概率上升

中国证券报:一季度主要宏观数据相继披露,对当前及未来一段时间的经济运行有何看法?

袁慰沂:今年经济实现平稳开局,一季度GDP实际增长6.4%,高于市场预期。经济增速阶段性企稳的主要原因包括:去年下半年以来货币政策持续宽松,社会融资增速明显企稳,带动地产投资和工业生产超预期回暖;融资条件改善和今年一季度财政支出提前发力作用下,基建投资增速持续稳步回升;外部环境不确定性下降,企业预期有所好转。

从全年来看,央行稳健的货币政策将松紧适度并保持一定灵活性,以结构性政策工具疏通货币政策传导机制,防止大水漫灌加剧扭曲和继续积累风险,并通过多种渠道补充银行资本金,提升银行的抗风险能力和信贷供给能力。在银行放贷能力提升、企业融资环境改善、减税降费政策的共同作用下,年内经济增长阶段性企稳仍是大概率事件。

李勇:一季度主要宏观数据出现回升。二季度经济仍有继续回升的动力,理由包括:首先,3月PMI数据有超预期和超季节性的表现。4月高频数据也显示出向好的迹象。其次,3月社融、信贷大幅回升显示宽信用格局逐步成型,根据历史规律,二季度社融存量增速有望继续走高。最后,生产、消费、投资均显示出超出季节性的回升,汽车、地产下游行业有复苏迹象。预计二季度经济继续企稳,三季度可能重新回落,但不会出现大幅回落。

货币宽松惯性思维被打破

中国证券报:降准预期下降,货币政策取向再度引发关注,对此,有何看法?

袁慰沂:央行货币政策委员会一季度例会重提“把好货币供给总闸门”,强调“保持战略定力”,货币政策取向出现了边际收紧的迹象。在短期内经济增长失速风险下降、社融增速企稳回升、通胀上行风险初步显现的背景下,逆周期政策对稳增长诉求有所减弱。此前易纲行长指出的降低小微企业实际利率主要在于降低信用风



合众资产管理股份有限公司
固定收益投资部副总经理 袁慰沂

未来债券市场的机会主要来自
于宽信用政策作用下,企业基本面边
际改善带来的中低等级债券信用利
差收窄。



东吴证券固定收益首席分析师
李勇

机会将主要来自于预期差,也就是快速调整的债市脱离了尚未快速复苏的基本面时,就有机会。

险溢价,单纯的货币政策大幅放松虽然对降低小微企业融资成本也有一定的溢出作用,但推升地产泡沫、金融泡沫等负面效应不容忽视。考虑到5、6月份MLF到期及缴税因素,二季度基础货币仍有较大缺口,央行推动利率并轨也需要降准配合,降低法定存款准备金率仍有一定必要性,但主要侧重于对冲性质而非货币政策进一步放松。但更加倚重结构性的货币政策工具,注重疏通货币政策传导,更多引导资金流向实体经济,避免流动性泛滥。

李勇:市场对于央行“惯性降准”的预期被打破。目前货币政策宽松步伐停止,但还未到大幅收紧的时刻,同时我们也要意识到,央行没有想要通过宽松来解决经济问题,而是希望通过结构性的货币政策做好货币政策的传导。

中国证券报:债市市场波动性上升,二季度流动性是否存在大幅收紧的风险?

袁慰沂:近期央行货币政策委员会例会中重新提及“把好货币供给总闸门”,强调“保持战略定力”,稳增长与防风险的政策天平可能会阶段性地适度向“防风险”端倾斜,货币政策出现预调微调。但是,4月16日以来央行连续重启公开市场逆回购操作,以对冲缴税期高峰的影响,维护银行体系流动性合理充裕的意图并未改变。整体来看,经济内生增长动力仍然较弱,政策底线思维仍在,二季度地方债发行规模仍然较大,需要相对宽松的流动性配合,预计当季流动性大幅收紧的可能性较低。

李勇:二季度流动性大幅收紧可能性不大,但小幅收紧有一定可能。央行货币政策目前仅是停止宽松步伐而非大幅收紧,从经济形势来看,货币政策也未到收紧的

时机。目前的资金面波动更多的受缴税缴准、流通中现金、公开市场操作到期与回笼等方面的影响,站在月度平均来看,资金面其实并没有大幅收紧。但伴随实体融资的回暖,资金面小幅收紧可能性不低。

调整压力待释放

中国证券报:如何看待后续利率走势?债券牛市是否已彻底结束?

袁慰沂:经济增长内生动力较弱与逆周期政策调控力量的博弈下,经济增速大概率窄幅波动,债券收益率的变动更多受到市场预期的影响。前期合众资产固收团队提出“债券市场对经济增速下行预期较为充分,政策底已经确认、社融企稳趋势初现,整体债券市场偏弱”的观点得到市场验证,10年期国债收益率大幅上升20BP以上。短期来看,由于一季度经济增长超预期,全年经济增速维持在“6%—6.5%”区间目标的压力有所缓解,货币政策微调也将对经济增长预期的改善产生压制,政策观察期内,不排除短期内债券收益率小幅回落的可能性。从中期来看,金融条件改善、减税降费等政策效果将逐步显现,预计全年经济阶段性企稳仍是大概率事件,债券收益率仍有一定上行空间。

李勇:目前基本面、政策面以及市场情绪对债市均相对利空,尤其是基本面变动是驱动债券收益率表现的核心因素。经济确有企稳态势,因此,短期仍然持偏谨慎的态度。

但与此同时,预计利率上行空间有限。一方面,经济增长动力还不强;另一方面,美联储态度“转鸽”,人民币资产吸引力提升,中国债市将吸引外资流入。若前述利空有所缓和,债市可能仍有一波机会,债牛不能说彻底结束,却已经到了这一轮的尾部。

中国证券报:债市还有机会吗?机会在哪里?转债经过明显上涨后,后续表现空间如何?

袁慰沂:未来债券市场的机会主要来自于宽信用政策作用下,企业基本面边际改善带来的中低等级债券信用利差收窄,建议在保持组合流动性的前提下,选取具备票息保护的中等信用债,具有一定风险偏好和负债稳定的投资者可在高收益信用债中择券。政策观察期内,在债券收益率出现阶段性超调后,可适度进行波段操作,获取预期差形成的收益。

今年以来,随着权益资产的估值修复至历史中位数附近,转债资产价格也明显提升。由于正股定价逻辑由前期“政策刺激、外部不确定性下降叠加流动性宽松”推动的估值修复转向关注盈利改善预期,未来转债资产的进一步走强更需要业绩改善预期的支撑。建议重点关注5G、科技创新、新能源等政策重点支持的行业以及非银、消费等景气度好转,基本面较为稳健的行业。

李勇:机会将主要来自于预期差,也就是快速调整的债市脱离了尚未快速复苏的基本面时,就有机会。主要宏观数据预计在二季度达到阶段性峰值之后有可能有所下行,会对市场造成一定扰动。如果美联储货币政策转向宽松,资金会流向中国资产,对中国债市产生助力。同时,美国经济如果进入衰退阶段,外需将受到影响,进而对基本面造成压力,也会对债市产生影响。

年初以来转债上涨主要受估值修复和正股行情的驱动。当前转债估值处于历史中位数水平,未来表现更多取决于股票市场,对于A股后市持谨慎乐观的态度。站在当前时点,建议投资者积极关注价格低于115元的优质转债个券。

资金不追高 煤炭板块迎“补涨”

□本报记者 陈晓刚

4月19日股指全天先抑后扬,表现相对强势,但成交量方面略显不足,说明场外资金观望情绪依然比较浓厚。分析人士认为,在目前的市场环境下,不太可能出现大的趋势性机会。新入场的资金在不追高的前提下,会主要针对一些前期上涨不多,基本面明朗的板块来进行运作。

煤炭板块近期受到资金关注的迹象明显。19日,煤炭开采指数上涨3.27%,名列申万二级行业指数涨幅第四位。个股方面,大同煤业、永泰能源涨停,冀中能源、西山煤电涨幅均超过7%。

煤炭市场淡季不淡

4月16日相关数据显示,一季度,油电煤运基础供应稳步增长。其中,商品煤销售量同比增长3.8%。对此,分析人士指出,在进口减少及环保施压之下,煤炭供应端收缩局面开始显现,下游火电及水泥行业采购积极促成煤炭市场淡季不淡。

一天以后,国家统计局发布的数据显示原煤生产加快,进口下降,煤炭价格小幅上涨。3月份,生产原煤3.0亿吨,同比增长2.7%,1—2月份同比下降1.5%,增速由负转正;日均产量962万吨,比1—2月份日均增加91万吨。3月份进口煤炭2348万吨,同比下降12.1%,连续两个月降幅达两位数。1季度煤炭进口量同比下降1.8%。价格方面,与3月初相比,4月初秦皇岛5500大卡煤炭综合交易价格为每吨592元,上涨21元;5000大卡煤炭每吨516元,上涨2元;4500大卡煤炭每吨461元,上涨4元。

近期,受大秦线春季集中检修以及电力故障等因素影响,煤炭外运受阻,市场短期看涨氛围较浓,期货盘面上,焦炭期货及动力煤期货近月合约震荡偏强。

川财证券建议,继续关注大秦线发运量及港口煤炭库存变化。后期港口煤价或仍有小幅上涨可能,煤价趋势性上涨机会或仍为5月中下旬电厂的季节性补库。申万宏源证券则认为,煤炭市场淡季不淡特征明显。国际国内供给均收缩,导致沿海煤炭市场价格上行动力强劲,预计4—6月煤价将至少上涨至670元/吨。

板块或有超额收益

随着部分主流板块的冲高回落,股指快速拉升的步伐暂被压制。逐步放弃前期遭爆炒的旧题材,寻找低位可能补涨的板块已然成为当前场外资的主要操作思路。

Wind数据显示,煤炭开采指数3月仅上涨2.99%,4月以来上涨16.16%,涨幅明显落后。但最近10个交易日中,该指数上涨表现已可排入申万二级行业指数前十名。最近3个交易日,永泰能源、潞安环能等个股的主力净流入额居前。

国泰君安策略团队表示,后续市场主线要从资金驱动的热点轮动,向基本面支撑的估值洼地切换。在此逻辑之下,持续推荐周期板块。中泰证券指出,在大规模的信用扩张和经济周期性复苏的背景下,周期股作为盈利和估值有向上修正空间的板块,预计将会存在超额收益,继续看好煤炭板块超额收益。

中信证券首席分析师祖国鹏认为,历史数据显示,M1与M2的同比增速之差领先中周期煤价变动,也可很好地解释煤炭板块超额收益,社融规模的持续扩张或带动M1增速的加快,或在中期带动煤价上涨,加之目前供需预期的双向修正利好煤价预期改善,且板块估值水平接近历史底部,板块近期表现有望持续活跃。他指出,煤炭板块估值仍处于低位,估值修复带动的反弹还在继续。

装置检修扰动市场 PTA市场震荡加剧

□中信期货研究部 许例

3月中下旬以来,PTA呈现小波回升走势,整体走势延续了今年年初以来的上行趋势。不过,主力合约换月后,新的主力合约涨势略有放缓,短期PTA走势波动有所加剧。而近期装置变动是扰动市场的主要因素之一。例如上周初,在台塑芳烃爆炸、桐昆检修消息的影响下,PTA走势一度涨停,但随着逸盛大化、恒力石化PTA装置重启消息公布,PTA涨幅缩水。此后,福海创450万吨/年PTA装置、160万吨PX装置检修计划以及韩国PX装置计划外检修,提振市场信心,PTA走势整体维持高位震荡。

然而,装置检修变动带来的扰动并未结束,多空博弈令PTA走势维持区间震荡态势。近期市场多空博弈的焦点,主要集中在PTA自身供应上。一方面,为支撑PTA价格,本周原计划将有297.5万吨的装置进入检修。另一方面,在PTA高加工费的利好下,PTA装置的检修兑现不足。目前PTA现货加工费在1100—1200元/吨,05合约的盘面加工费也在1100元/吨以上,05合约的盘面加工费在900元/吨左右。截至目前,除天津石化、亚东石化检修日期明确外,新增仅征化纤维检修,但原本计划检修的一套220万吨装置出现延迟。因此,本周实际进入检修产能暂只有110万吨,PTA检修的利好不及预期,对PTA价格的提振预期也随之减弱。

虽然PTA装置检修的兑现存疑,但PTA供需格局仍维持向好趋势。

聚酯需求回暖带动了聚酯行业开工的走高,4月聚酯的整体负荷达到90%以上,高于去年同期86%的负荷水平。在聚酯产能基数也较同期增加的情况下,今年PTA的需求量有明显的增加。而PTA本身的产能供应增量相对有限,且PTA库存也较同期低。因此,今年二季度PTA的去库前景较为乐观。但若二季度PTA的检修能充分兑现,对PTA价格的利好来说,无疑是锦上添花。下周,河南洛化和亚东石化PTA装置的检修若兑现,短期看,PTA的检修利好作用仍将发挥作用。

油价偏多影响持续,而PX偏空拖累暂缓。原油偏多格局,给化工品形成的偏多基调仍有效。原油自身基本面向好趋势暂时维持,即欧佩克超预期减产导致供应维持低位,委内瑞拉、伊朗、利比亚地缘冲突继续发酵,检修季结束后炼厂开工逐渐回升。PX方面,虽然供需逐渐宽松的局势难改,但新的利空出现前,PX季节性检修,令PX价格在一轮的下跌后进入调整平台期。因此,PTA受成本端的偏空拖累略有弱化。

整体而言,PTA短期上行放缓,但也未彻底打破偏多格局。主要是其自身供需格局基本平衡,且二季度去库有望令供需渐显偏紧态势。预计,短期PTA主力震动重心或在6200—6400区间。中长期PTA走势震荡重心仍有望延续上移趋势。

此外,虽然近期原油和PX偏多共振,给PTA成本支撑增强,但仍需警惕成本端偏空情绪的反复。一是关注原油价格强势的持续情况,二是PTA加工费偏高后,加工费的修复需求是否压制PTA涨势的继续扩大。PTA供应方面,则需要关注新产能的投产情况,即四川晟达PTA装置计划在4—5月投产,若投产兑现,或对短期市场造成一些偏空的拖累,但暂不会对PTA—聚酯整体供需平衡产生质的影响。

短期市场利空风险在于:原油价格大幅下挫,PX供应量大幅增加,PTA检修大规模不兑现,聚酯需求回暖受阻。

■ 市场连线

兴证期货林惠:供需矛盾累积将压制螺纹钢期价

□本报记者 马爽

兴证期货大宗商品研究总监林惠4月19日在接受中国证券报记者采访时表示,在钢厂处于高利润水平叠加环保限产边际宽松、需求季节性走弱的情况下,供需矛盾将会不断累积,后市螺纹钢价格仍将较大下行压力,并有望对原料价格形成一定的抑制作用。

中国证券报:近期黑色系期货走势集体“歇火”,背后的驱动因素有哪些?

林惠:由于3月宏观经济数据超预期,制造业PMI指数重回枯线以上,生产指数和新订单指数的回升强于季节性等因

素,促使市场情绪向好,从而促使黑色系商品价格在上月表现较为强势。但4月16日,巴西VALE官方称法院已允许Brucutu矿区重新运营,铁矿石价格随之快速下挫。随后在钢厂高利润、强供给的背景下,黑色系市场情绪有所降温。螺纹钢也在去库速度趋缓的情况下,价格开始有所走弱。

中国证券报:如何看待2019年黑色系行情演变的逻辑?

林惠:2019年,黑色系行业利润较2018年将会有所回落,预计商品价格大概率会较2018年水平略低。

一季度,钢厂利润整体收窄,随后在巴西VALE矿难后,钢材成本抬升对钢价形成

支撑,带动整个黑色系商品价格上涨。进入二季度,供暖季环保限产结束叠加钢厂高利润,钢厂生产仍将维持强劲状态。随着高炉开工率及电炉开工率快速恢复且超去年同期,钢铁产量可能继续攀升,强供给有望保持。但由于今年终端需求提前释放,库存去化速度也开始放缓,后期需求强度大概率难以匹配供给强度,供需矛盾逐渐累积,预计在5月下旬需求季节性走弱后,螺纹钢价格会面临较大下行压力。2019年环保限产虽不可能完全退出,但相较2018年力度或将继续宽松,2019年供给端收缩力度或大幅减小,产量将维持高位,供需矛盾的博弈可能会重新回归至需求端。

此外,3月国家统计局的房地产各项数据,释放较大利好。与钢材密切相关的,房屋新开工面积、施工面积以及商品房销售面积均有不同程度的回暖。尤其是3月楼市小阳春大大刺激了商品房的销售,去年的销量新开工在今年逐步转化到施工进度上,2019年的整体需求表现在宏观逆周期的政策调节下,中期无忧。

产量高位运行 隐患逐渐兑现

据国家统计局数据显示,中国3月粗钢总产量8033万吨,同比增长10.0%,1至2月同比增长9.2%。中国1—3月粗钢产量23107万吨,同比增长9.9%,1至2月同比增长9.2%。

钢厂的生产表现符合市场的预期,3月现货钢价表现稳中趋涨,吨钢毛利在500元/吨的水平,钢厂生产积极性较高。从3月整体的情况来看,北方钢厂有大部分时间处在采暖季限产中,高炉的复产进程在4月全面铺开;此外电炉在3月份的开工率也远不及4月。即便如此,3月的粗钢产量增速仍较快。结合目前4月份的产量水平,以及Mysteel连续增长的周度钢材产量数据,预计4月的粗钢产量绝对值和增速还有上行空间。

高供给逐步兑现 钢价震荡下行

示,建材全国统计仓库报577.13万吨,环比上周减少50.09万吨,跌幅7.99%;钢厂建材库存190.71万吨,较上周减少4.7万吨,跌幅2.4%。热卷方面,统计仓库库存量报179.62万吨,环比节前减少9.87万吨,跌幅5.21%。

Mysteel公布的数据显示,截至4月18日,螺纹钢社会库存报709.09万吨,较上周减少58.07万吨,钢厂库存报204.15万吨,减少2.71万吨;热卷社会库存212.96万吨,减少10.77万吨;钢厂库存报89.47万吨,减少3.2万吨。

连续三周Mysteel的两库库存跌幅均在60万吨以上,随着宏观情绪的转暖,钢材价格的回升,贸易商加速出货,下游成交持续放量。二季度初的整体需求表现明显好于3月,表明有大量的贸易商在3月捂盘不出,在4月集中出货,钢厂直供工地

□国信期货 蔡元祺

二季度开启,黑色系在商品钢矿的双重带动下重心抬升,其中螺纹钢期货受宏观氛围转暖和下游需求爆发的提振,延续上涨趋势;铁矿石更多反应的是供给收缩产生的平衡表变化。钢市目前供需两旺,市场的焦点在于远期需求的悲观预期何时能反映到盘面上。供给侧改革下,钢材产量屡创新高在过去三年对价格产生的压力甚微。因此,在4月末,即5月合约进入交割月前,螺纹钢期货盘面运行逻辑将由资金行为和基差修复,转向供需大基本面,中线在3700元—3800元区间内布局空单的机会显现。

库存稳健下行 需求表现良好

找钢网发布4月第3周的库存数据显示

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年4月19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 | 1.1598 | | 11,598,182,745.34 | |

注:1.本表所列4月19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+基金建立以来累计净值金额。