

■ 多空论剑

# 流动性告别最宽松阶段

□ 本报记者 张勤峰

近期市场对货币政策取向的看法出现变化,如何理解稳健的货币政策取向?对后续流动性走向有何判断?债市利率继续上行空间大吗?围绕这些热点话题,本栏目邀请申万宏源首席固收分析师孟祥娟和宏信证券资产管理部研究负责人臧旻进行讨论。

## 总量宽松已告一段落

**中国证券报:** 货币政策是否出现了边际收紧?依据是什么?对今后一段时间货币政策的取向有何看法?

**孟祥娟:** 近期央行对货币政策的表态确实出现了微调,但尚未出现趋势性转向。今年较为确定的目标是降低实体经济融资成本。近一段时间以来,实体经济融资成本已开始下降,但整体尚在高位,同时结构分化明显。票据利率和3年期企业债平均利率已跟随货币债券利率的回落而出现回落,但结构上,高低等级产业债信用利差回落幅度有限,利差仍处于高位。同时,2018年下半年非标融资成本仍整体上行,2019年一季度才出现小幅回落。此前对各类主体融资结构进行拆解后发现,随着主体评级下沉,企业融资结构中的非标比例会增加。综合来看,这一轮低评级企业融资成本修复相对较慢,改善幅度也比较有限,在企业盈利下行和债务到期压力下,违约压力仍在,在降低实体经济融资成本的目标导向下,货币政策难出现方向性逆转。

在第二、三季度经济仍有下行风险、小微企业融资环境尚未明显改善的情况下,预计未来一段时间货币政策将维持稳健的取向,维持流动性合理充裕。除非第二季度经济金融数据继续超预期,市场对于违约担忧出现大幅缓解,但这种情形目前来看较难出现。

**臧旻:** 近期在政治局会议对宏观经济的定调中,并未提及“六稳”转而强调搁置大半年的“房住不炒”与“结构性去杠杆”。与此同时,央行一季度货币政策委员会例会再次强调“货币总闸门”、“逆周期调节”和“注重在稳增长的基础上防风险”。从政策导向来看,货币政策进一步边际宽松的可能性基本没有,市场分歧集中在未来货币政策是回归中性还是会超预期收紧。

我们对货币政策中长期的判断更倾向于后者。首先从过往15年以来的利率周期表现来看,如果以1年或3年期国债收益率定位央行的货币政策,从未有过类似“中性”的状态,也就是每一轮利率周期中短端利率要么上,要么下,始终呈现一个摆动的状态。其次是货币政策态度的周期性变化,根本原因在于央行货币政策的多目标性。每一次经济企稳后,货币政策目标中的稳增长促就业权重就开始下降,转而完成决策层部署的其他阶段性任务。第三,中国央行货币政策工具仍以数量型工具为主,在经济复苏期,商业银行面对快速增加的信用扩张需求,基础货币处于供不应求的状态,以回购利率定位的资金面将会出现持续收紧的状态,进而快速推动短端无风险利率的上行,对长端形成向上的压力。



申万宏源首席固收分析师 孟祥娟

近期央行对货币政策的表态确实出现了微调,但尚未出现趋势性转向。

## 资金面波动性大概率上升

**中国证券报:** 后续央行流动性管理目标和工具手段是否可能出现调整?年内还有降准可能性吗?

**孟祥娟:** 短期内预计央行维持流动性合理充裕的目标不会发生大的改变,但工具手段可能会做调整,引入更多结构性货币政策工具,而不是单纯的释放流动性。

年内降准仍有可能,且对中小银行实施降准的可能性会更高一些,同时搭配定向宽松信用政策。一方面,第二、三季度地方债发行压力仍较大,流动性缺口很难单靠MLF或者TMLF来填补;另一方面,2018年下半年以来信贷改善集中在票据端和短端,中小企业再融资和违约压力尚未出现根本性好转,再融资压力和需求仍然较大。相比于其他有期限的货币政策工具,降准可为实体经济提供长期稳定且便宜的资金,因此年内降准仍有可能性,且为改善中小企业融资环境,年内对中小银行实施定向降准的可能性更高一些。同时,很大可能会搭配侧重于为中小企业提供融资的鼓励政策。

**臧旻:** 2018年央行主要采用降准的方式,通过数量型工具引导回购利率下行,进而压低无风险利率。根据易纲行长在两会记者会上的表态来看,2019年央行工作的一个重心在于降低风险溢价,也就是通过疏通货币政策的传导,降低中低信用资质的中小微企业融资成本。在逆周期调控见效,社融回升的情况下,进一步使用全面降准的可能性已经基本不存在了。后期大概率就是采取TMLF以及对小微贷款占比符合要求的商业银行进行结构性的准备金率调整,总量层面的宽松已告一段落。

**中国证券报:** 对后续流动性走向有何判断?二季度货币市场流动性都存在哪些潜在风险点?会否出现大幅波动?

**孟祥娟:** 后续金融市场资金面中枢有望保持低位震荡,但很难出现超预期宽松的情形。



宏信证券资产管理部研究负责人 臧旻

在逆周期调控见效,社融回升的情况下,进一步使用全面降准的可能性已经基本不存在了。

益率继续上行的空间已经有限。

对于债市后市,市场分歧最大也是预期差最大的两点就是经济基本面和货币政策走向,货币政策很大程度上又是依据经济走势来进行灵活预调微调,接下来应重点关注二、三季度经济数据。

站在当前位置,我们对债市后市不完全悲观,预计第二、三季度出口和投资数据仍存下行压力,市场预期和风险偏好一定会出现反复,虽然当前货币政策开始强调预调微调,但也并非完全转向,在疏通货币政策传导和降低实体经济融资成本的目标下,无风险利率也很难出现趋势性上行,维持债牛未完的观点,整体看多5-8月债市。随着第二、三季度经济数据揭晓,预计期限利差会出现一定回落,收益率曲线略微走平。策略上,如果债市悲观情绪继续演绎,调整过程中建议不必对债市过于悲观,可适当拉长久期配置中长期利率债、中高等级产业债,城投债可适当区间内下沉。

**臧旻:** 本轮10年期国开标杆券受到来自于宽信用、经济企稳、食品通胀等诸多利空因素的影响,自年内低点反弹幅度接近40基点,尽管多数利空已有所兑现,但行情仍然受制于目前并不明朗的货币政策态度的约束。

未来曲线形态大概率会向平坦化演进,短端1年期国债收益率中枢水平将自一季度末的2.6%-2.7%回升至3.2%附近,参考历史相似阶段的期限利差波动区间,给予80至100基点的期限溢价,10年期国债收益率的合理位置在4%-4.2%,相比当前仍有较大回升空间。调整过程也并非一蹴而就,大概率是根据宏观经济数据的表现以及货币市场利率的变化,呈现渐进式调整。

对于配置机构而言,当前需更多考虑对调整久期,适度规避未来可能会出现利率风险,同时建议对杠杆做减法。对交易盘而言,目前进行波段操作的胜率与赔率都会比较低,短期博弈的难度加大,对止损和止盈的灵活性要求更高,特别是对于盈利仓位不得贪胜,减量牌桌上的筹码。

## 债市分歧加大

**中国证券报:** 经近期调整,债市收益率继续上行空间大吗?收益率曲线会如何运行?机会可能来自哪里?有何投资建议?

**孟祥娟:** 我们在4月债市月报中就提示4月债市震荡偏弱,主要利空点就在于:经济数据和社融反弹、通胀预期发酵,市场对货币政策宽松预期落空。当前,这些利空点一一揭晓,债市收

# 清和泉资本:市场调整属正常现象

□ 本报记者 王朱莹

4月26日,上证综指失守3100点,全日下跌1.2%至3086.4点;深证成指跌1.28%至9780.82点;创业板指跌0.73%至1657.82点。从周K线上看,上证综指全周累计下跌5.64%,深证成指全周累计跌6.12%,双双创近27周单周最大跌幅。清和泉资本创始合伙人钱卫东表示,市场的过快上涨情况下出现调整属于正常现象,这并不代表行情的结束,当前经济数据在好转,市场越来越接近盈利底,业绩推动的阶段在路上。

**中国证券报:** 近期市场调整的原因是什么?

**钱卫东:** 经过2018年的下跌后,A股市场的估值一直处于历史低位,年初以来,由于各项政策、经济数据以及外部环境的不断超预期,再叠加低估值,使得市场出现了以估值推动的牛市

初期行情,整体来看前期处于普涨状态,我们认为市场的过快上涨带来过热现象,这种情况下出现调整属于正常现象,这并不代表行情的结束,当前经济数据在好转,市场越来越接近盈利底,业绩推动的阶段在路上。

**中国证券报:** 如何看待近期外资净流出、股东减持?

**钱卫东:** 从中长期角度来看,无论是MSCI增加纳入因子还是富时罗素指数纳入A股,都决定了外资长期流入A股市场的肯定性,且占比会逐步加重,A股也会由以散户主导的市场慢慢转型为机构投资者主导,总体来看市场朝着理性健康的方向发展,A股国际化的趋势是不可逆的。

从短期角度来看,无论外资流出还是股东减持,都与以下几个因素有关:

一是海外市场波动:3月以来,包括美国、法

国、欧元区在内的多底出现经济数据低于预期的情况,叠加3月期和10年期美债收益率出现倒挂,全球经济放缓的预期对股票市场产生冲击,美股的调整风险影响了外资流入。

二是高位兑现收益:今年以来上证、创业板等指数均实现超30%的涨幅,且估值较年初修复明显,部分外资及股东阶段性获利流出的概率大。

三是货币政策担忧:近期关于货币政策力度和节奏调整引发市场担忧,导致投资者风险偏好再次降低。

**中国证券报:** 后续行情展望、投资策略?

**钱卫东:** 从A股历史上来看,每一轮市场从底部走出来,都有非常明显的特点,第一段基本为β行情,行业表现为普涨;第二段偏向α行情,行业表现为分化。我们认为市场经过调整后或即将进入第二阶段,以盈利推动的α行情,需

要精选个股。

具体看下半年行情,首先,根据历史过往A股自身的盈利周期和宏观的库存周期来看,2019年下半年存在盈利企稳改善的预期。其次,从历史先行指标的规律来看,5大领先指标(社融、基建投资、PMI、地产销售、汽车销售)一般领先盈利两到三个季度。当前来看,4个指标出现了拐点,分别是1月份社融企稳回升,2月份基建投资开始回升,3月份官方PMI超预期回升、汽车销售低点也已经出现,只剩下地产销量仍然在下行,但从3月地产公司的销量以及一、二线城市二手房的交易数据来看,回暖势头较为确定。所以,现在基本可以确立下半年盈利周期将触底回升。最后,唯一不确定性在于改善的幅度,这个需要持续的跟踪和调研,我们整体的结论是持续性会好于预期,反弹的力度可能不及过往。

## 关注三主线机遇

在近期大盘调整期间,科技股行情不断升温,沉寂许久的云计算板块再度回到市场视野,在此背景下,云计算板块有哪些投资机会值得关注?

从产业链构成来看,华创证券表示,IaaS服务提供商向寡头格局发展,但在芯片、服务器等环节的产业机遇亦不容忽视,而SaaS的通用和行业型公司也存在各自的发展机遇。近年来,我国云计算下游需求达到较大体量并保持快速增长对产业链的拉动作用将更加可观。从爆发增长期切换至快速增长期可能经历增速暂时波动,但行业长期成长趋势不变。IaaS领域重点关注浪潮信息、中科曙光、等;SaaS领域重点关注广联达、用友网络等。

■ 投资非常道

## 成功投资 离不开时机把握

□ 金学伟

“买好的”与“买得好”,是股票投资的两个基本问题。一个是指买的公司要好,一个是指买的时机要好、价位要好。股票投资的一切问题和绝大多数技巧,归根到底都指向这两个点。

“买好的”和“买得好”,究竟哪个更重要?在有些人看来,是“买好的”更重要,“买得好”则不重要。因为只要公司好,即使时机错了,价格买高了,凭借公司本身的增长,也能最终获得盈利,即所谓“穿越时间的玫瑰”。

但在另一些人看来,“买得好”才重要。因为事实是,无论公司好坏,选对了时机,照样可以赚钱,而且能赚大钱。反过来,再好的公司,买的时机不对,也照样亏钱。因此,“买得好”才重要,“买好的”不重要。

这种二元论的观点其实都很偏颇。所谓失意的价值投资者和失败的投机者,常常产生于此。事实上,“买好的”和“买得好”是可以统一起来的。在这方面,我欣赏两句话。

一句是一位老朋友说的,“价值投资其实就是算账,资产折现,现金流折现,算得过来,就是价值投资,不用管它是不是大家眼中传统标准的好公司和坏公司”。好公司不等于好股票,算账的过程就是平衡好公司与好股票的过程,能算得过来的,一定是“买好的”与“买得好”能够兼容的。这是价值投资的一个基本功。而他的风格是,每一个阶段都会重点做一个股票,时间短则2年左右,长则3年、5年,每做,必有不菲的斩获。

另一句是史泰米亚的,“聪明的投机者总是和长线投资者站在一起”。投资与投机的界限不会超过一张纸的厚度,有时,它们之间的区别只在主观的动机上:长线投资者是因为看好公司的长线前景,想长线持有;而投机者只是想捞一把,并不打算长期持有。还有主观的标准:长线投资者看好它,是算账的结果;投机者看好它,是因为走势上出现了好的买进机会。和长线投资者站在一起,就是投机者不要和投机者去扎堆——投机者总是雷声大雨点小,气势汹汹却虎头蛇尾;而是要和长线投资者为伍,他做长线的价值,你做短线或中线的交易机会。这也是一种“买好的”与“买得好”的平衡方式。

真正的好公司又遇到好机会的时间是不多的,大多数情况下我们面对的都是这样一些选择:好公司,但机会不是很好;好时机,但公司不是很好。这就需要做一个取舍。

过去我们认为,巴菲特只选股不选时,这其实是一种误解,或者说是一种知其一不知其二的半吊子的巴菲特的研究结果。其实,巴菲特是很会买股票的”,这几乎是华尔街的一种共识。他的“五分钟决策”中所包含的对时机的判断与把握不是一般的书上看看就可以理解的,只有深入地研究过他大部分的成功投资,尤其是买入的时点,才能真正领会到,一个成功的、理想的投资绝不是一个简单的选股或者选价所能解决的。

如果仅仅是一个好公司、好价格,那么近些年来,巴菲特先后的IBM、苹果等,我相信也绝不会差,但它们远谈不上成功的投资。原因,就在于时机。由于资产极其膨胀,市场的容量相对已太小,加上长期的牛市使他只能舍弃“时机”这个要素,满足于好公司和好价格。

作为股神级投资大师,在舍弃了“时机”这个要素后,尚且只能取得这样的结果,那么,作为一般投资者,就更没理由信心满满地把自己的投资押在“买好的”上面了。所以,霍华德·马克斯说,“买好的不重要,买得好重要”,包含了非常深刻的投资哲理。

好公司不可多得,绝大多数好公司其实都是周期性公司,几年风光,几年落拓,在其看上去最好的时候,常常就是它最风光的时候。即使非周期性公司,也会被市场创造出周期来。尤其在资本过剩时代,蓝海常常都很短暂,会很快被大量资本淹没,变出一片红海。科技进步加快,保住优势,保住领先地位,保住盈利的成本非常高昂,投资的时机变得比以往更加重要。

但凡好公司,尤其是众所周知的好公司,其股价都不可避免地会带有“好公司溢价”,有时合理,有时则不尽合理。由于买入价格决定投资收益,所以即便在合理状态下,好公司也未必会成为一个好股票,成为一桩好投资。好公司的判断抓手少,难度高,或多或少地要靠我们的主观判断,要以“未来”做基础,好时机的判断有很多客观标准,更易于判断,易于把握。由于其买入的依据是客观的,投资的基础是现实的,属于先得见,后望蜀,立足现实,再谋长远,因此它具有更强的获利性,更大的回旋余地,占据更主动且有利的地位。

投资需要有一定准则,不能是纯机会主义的,不管什么股票,只要能涨就好,就买。这样的投资,长期看,一定是失败的。但投资也绝不是简单的买入好公司,然后长期持有。在同属“买得好”的前提下,尽可能选择好公司;在符合投资标准和准则的前提下,尽可能选择时机更好的股票,这可能是最好的投资策略,尤其对研究力量不强的散户,具有更重要的意义。

## 证券投资基金资产净值周报

截止时间:2019年4月26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	1.16		11,599,696,030.50	

注:1.本表所列4月26日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。  
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。