

■ 多空论剑

# 风水轮流转 股强债弱格局或生变

□本报记者 张勤峰

开年以来，经济数据波动较大，原因何在？货币政策预期不断变化，走向如何？股强债弱格局有变，大类资产谁能笑到最后？本期栏目请长江证券固收总部副总经理孙超和中山证券固定收益事业部副总经理陈文虎进行讨论。

## 经济磨底难免出现反复

**中国证券报：**开年以来，经济数据单月波动大，原因何在？未来将如何发展？  
**陈文虎：**年初以来经济数据单月同比波动较大，统计原因是其中一个重要影响因素，主要包括春节错位和4月下调增值税税率的影响。2018年春节在2月下半月，今年春节提前至2月初，因春节停工导致生产错位使得3月的PMI和工业增加值数据好于预期；另外4月增值税税率下调使得企业为了多抵扣增值税在3月突击采购并提前出口、推迟进口，上游企业增加生产，透支了4月的部分生产和订单，4月生产相关数据出现回落并弱于预期。此外，“五一”小长假的错位使得4月节假日较去年减少两天，影响当月社会消费品零售总额增速。

除去统计因素外，财政支出和货币投放在一季度加力提速后，在4月有所收敛，一方面是宽信用政策持续推进，地方债提前发行支撑基建投资，减税降费政策托底实体经济，货币政策保持相对宽松，在良好的政策环境下市场预期和实际需求有所改善；另一方面，今年以来主要发达经济体的需求转弱，外贸环境不确定因素上升，而民营经济面临的融资困境仍未实现扭转，“房住不炒”的政策取向决定了地产调控仍将延续，这就决定了经济磨底的过程会出现反复。

由于政策托底，实体经济不会出现失速下滑，调结构中实现转型升级仍是主线。4月数据的阶段性回落和外部风险因素可能使得政策对冲再度加码，后续经济发展进程仍要看外部风险因素演变和政策的导向和决心。

**孙超：**今年一季度各项经济、金融数据表

■ 记者观察

□本报记者 陈晓刚

美股市场机构投资者的2019年一季度13F持仓报告本周全面披露。对839只对冲基金(美股持仓规模达到1.67万亿美元)的季度13F持仓报告数据进行分析后发现,金融、科技、医疗保健、非必需消费品、通讯五大板块最受对冲基金的青睐。

截至一季度末,对冲基金对于金融板块的持仓规模2648亿美元,高于前一季度的2397亿美元,占对冲基金的持仓比重为16%;科技板块紧随其后,对冲基金当季的持仓规模2577亿美元,高于前一季度的2254亿美元,持仓比重为16%。

对冲基金一季度持仓比重较高的板块还有医疗保健、非必需消费品、通讯。其中,医疗保健板块的持仓规模为2258亿美元,高于前一季度

□本报记者 叶涛

猪价低迷盈利下滑，禽链景气超预期。2019年一季度起，鸡苗价格不断创新高，行业盈利暴增。展望后市，业内人士认为，禽链行情有望延续2019年全年，建议把握鸡苗共振，持续关注禽畜养殖板块。

**价格维持高位**

4月下旬，部分地区鸡苗、肉毛鸡价格大幅上涨。进入5月，商品鸡苗、毛鸡价格高位震荡，但市场仍旧认为，行业景气将大超市场预期。

数据显示，5月13日山东地区鸡苗价格为9.28元/羽（报价范围在9.35—10.10元/羽间），环比下跌2.52%。商品代毛鸡价格为5.25元/斤，

现良好，尤其是3月份社融和信贷数据大超预期，经济似有企稳迹象，而近期公布的4月份经济金融数据表现不及预期，出现回调，月度宏观数据表现出较强的波动性。4月份经济数据偏弱一方面与增值税税率下调促使企业在3月份提前生产备货，从而导致4月份工业增加值增速明显弱于3月份有关，另一方面与春节错位、今年开工较去年提前使得3月份工业增加值强于4月有关。一季度社融明显好转是由于政策刺激下的金融条件修复，而4月社融增速较一季度尤其是3月份社融增速回落明显属于正常调整，符合政府工作报告中提及的“社融增速要与名义GDP增速相匹配”的要求。国内宏观基本面保持稳定，4月经济数据走弱不具有代表性或与指向性，亦不会对政策的调整产生影响，往后需关注5、6月的高频数据，倘若外部环境风险出现极端情况，二季度经济数据可能会波动加剧，但在政策呵护下预计仍可保持韧性。

## 宏观政策难现实质性转向

**中国证券报：**央行在对中小银行定向降准之余，超额续做了到期MLF，如何展望后续货币政策操作及流动性？  
**陈文虎：**自1月降准后，货币政策进入了观察期，央行在操作上整体偏谨慎。5月，央行对中小银行实施定向降准，并超额续做了MLF，一方面是落实4月17日国常会抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架的要求，另一方面则意在对冲外部风险因素对国内金融市场的影响。

4月份经济金融数据的回落显示经济下行压力犹存，后续货币政策将根据外部风险因素以及经济内生动能的变化进行操作，保持松紧适度。预计在外部风险因素消除以及基本面数据企稳前，货币政策不会出现实质性的转向，但不排除部分时点上趋紧的可能。

**孙超：**央行在5月6日宣布对部分县域农商行实施定向降准，符合去年以来加强金融服务民营和小微企业的政策导向，表明央行仍在着力解决小微企业融资问题。5月14日央行超额

的1975亿美元，持仓比重为14%；非必需消费品板块的持仓规模为2255亿美元，高于前一季度的1953亿美元，持仓比重为14%；通讯板块的持仓规模为1637亿美元，高于前一季度的1601亿美元，持仓比重为9.8%。

其他板块方面，工业板块占对冲基金的持仓比重为71%、能源板块为51%、原材料板块为44%、必需消费品板块为43%、公共事业板块为2.7%。

从美国股市历史来看，金融板块一直经久不衰，只要经济基本面上不发生大的波动，该板块一直是机构投资者的主要资产配置方向。源于科学技术的进步，医疗保健和科技板块在近几十年间逐渐异军突起。

医疗保健板块方面，尽管在美国存在相关监管政策收紧或放松的担忧，但随着制药和生

# 涨价+替代效应 禽链板块景气看涨

环比下跌3.85%。目前阶段，商品鸡苗和毛鸡供应依然偏紧，以外购毛鸡为主的屠宰企业现阶段处于亏损中，屠宰企业和毛鸡养殖短期或仍以博弈为主，后期鸡肉冻品价格的上涨与否仍是关键因素。业内判断，二季度商品鸡苗仍将维持高价。

申万宏源证券分析称，供给方面，由于2018年上半年祖代鸡更新量较少，传导至2019年二季度商品鸡苗供给仍然偏紧，短期内仍难以解决。需求方面，由于集团化和养殖大户新建养殖小区的增加，这部分是商品鸡苗稳定的需求，尽管鸡苗价格高涨，补栏需求仍然较稳定。同时还有部分养猪场由于非洲猪瘟疫情的担忧而转养禽，也是商品鸡苗的新增需求。盈利方面，从现阶段来看，商品肉鸡养殖仍能盈利，也是支撑养

续做到期MLF，释放增量流动性440亿元，但考虑到当天及前一天共有400亿元逆回购到期，实际净投放仅40亿元。4月以来央行货币政策根据形势变化进行多次微调，表现出其“相机抉择”的灵活性，在4月公布的3月份社融数据明显好于预期时，央行在4月份的公开市场操作上有边际收紧的倾向，但随着4月底股市出现回调以及5月外部风险加大的情况下，央行操作又有所放松。后续来看，稳健货币政策将保持松紧适度，维持流动性合理充裕，同时不排除央行继续通过定向降准及TMLF等方式支持民营及小微企业融资。

## 债牛下半场或长于预期

**中国证券报：**债券市场行情处在哪一阶段？潜在机会和风险点有哪些？  
**孙超：**4月初至4月中下旬，各期限国债收益率震荡上行，在4月底受外部环境影响出现小幅下行，截至5月15日，1年期和10年期国债收益率较4月初仍上行24bp和14bp，目前来看利率存在一定下行空间。各期限利差仍高于历史中位数，5年期的利率债相对而言价值更高。信用债方面，全体产业债信用利差中位数处于历史较低水平，但AA+和AA等级信用利差处于历史较高水平，同时考虑到央行为进一步解决民营及中小微企业融资问题，信用利差走阔的风险较低，因此中低等级信用债或仍有机会。行业分布上，部分行业如轻工制造、农林牧渔、电子等信用利差处于历史高位。信用利差处于显著高位的行业可能存在利差回调的机会。整体来看，在外部风险加大的情况下债市迎来机会，但考虑到债券违约仍时有发生，仍需警惕类似主体信用风险进一步发酵对信用市场造成的后续影响。

**陈文虎：**目前债券市场仍处于牛市下半场阶段。今年以来市场对经济的预期相较于去年有明显改善，一季度经济金融数据的良好表现以及股票市场的春季行情，让债券市场投资趋于谨慎，加之货币政策进入观察期，央行操作趋于谨慎，资金利率波幅增大，4月份债券市场

物技术领域不断取得突破，能够带来高回报的预期始终存在，机构投资者一直对于医疗保健板块，特别是其中的生物技术公司趋之若鹜。

科技板块更是近年来美股市场最热门的板块，FAANG组合（脸书、苹果、亚马逊、奈飞、谷歌母公司Alphabet）成为了美股十年牛市的中流砥柱。值得注意的是，美股市场行业分类标准目前已发生变化。标普道琼斯与MSCI建立的全球行业分类标准（GICS）于2018年9月进行了重新分类，主要有三个行业板块受到影响：一是科技板块，家庭娱乐和互联网服务类公司将被移到新的通讯板块；二是非必需消费品板块，传媒类公司将被移到新的通讯板块，同时还将纳入电商平台和电商服务提供商；三是通讯板块，将纳入上述两个行业转移过来的部分公司。由此可见，非必需消费品、通讯板块的大部分品

殖户和养殖场补栏积极性的重要原因。

从白羽肉鸡行业各上市公司公布的2018年年报和2019年一季报来看，营收净利双高增。特别是2019年一季报增长大幅超市场预期，尤以上游更为突出。

## 替代效应显著

此外，生猪涨价强预期使鸡价维持高位，这亦为本轮鸡价景气周期持续奠定了基础。

浙商证券认为，需求方面，非洲猪瘟造成的猪肉消费被动下滑难以避免，其他肉制品的替代效应增强，且从绝对价格来看，尽管鸡价不断创新历史新高，但仍低于猪价，相比其他替代品牛羊肉等价格优势较明显，随着后期猪价快速上涨，鸡价也将保持高位。从供给角度看，尽管

现金流量变动，与客户协议约定合作套保资金的管理和使用，不得为客户提供合作套保资金。

赵文浩向中国证券报记者分析认为，《指引》之所以不再允许为客户提供合作套保资金，可能源于市场上对合作套保存在两个误解：变相配资和变相银行贷款。

就第一个误解来说，“高杠杆配资肯定是不允许的，但合作套保配资比例较低，风险可控，与券商的融资业务比较类似。”赵文浩说。

“合作套保配资造成了变相银行贷款，抢了银行的业务，这种观点更可笑。”赵文浩解释，目前商业银行不允许给中小企业的贷款进入期货市场，而且众多企业没有期货套期保值的管控能力和人员。期货公司的风险管理公司通过合作套保，有效提供了人员、资金、专业服务，从而发挥自己的专业优势，帮助中小企业解决经营困难，让中小企业真正享受到金融改革的红利。

“方星海副主席在‘第十三届中国期货分析师暨场外衍生品论坛’上明确肯定，风险管理公司开展合作套保业务的保值标的须与客户现货生产经营相关，且使用的套期工具公允价值或现金流量变动预期能够抵销被套期项目全部或部分公允价值或

出现较大幅度调整。而5月份因外部风险因素增加，债券市场止跌回升。

当前债市机会与风险并存，一方面货币政策取向仍偏宽松，资金利率大幅上行的可能性较小，可转债和信用债明显受益于目前的市场环境；另一方面，广义财政加码后地方债等利率债供给放量，未来如果外部风险因素趋于稳定，经济基本面企稳，货币政策逆周期调节将逐步收敛，猪周期启动带动通胀上行或将成为货币政策宽松的掣肘，这对利率债和衍生品的灵活操作提出了要求。

**中国证券报：**近期股强债弱格局有所改观，请展望今后一段时间大类资产表现。  
**陈文虎：**4月中旬以来，权益市场进入调整阶段，估值修复告一段落，行情的进一步演化需要上市公司盈利底的确认，股强债弱格局有所改观。债券市场在前期利空集中释放后，随着外部风险因素带来政策预期的二次修正而有所回暖。可转债和优质信用债仍是当前政策环境下最受益品种，利率债和衍生品也具备一定的交易价值。目前外部风险的不确定性使得市场风险偏好下降，黄金作为避险资产或具备一定的投资价值。

**孙超：**一季度经济金融数据表现良好，当前进入政策观察期，逆周期调节政策有所减弱，债券市场出现调整，同时市场预期基本面向暖仍有反复，4月份中下旬权益市场也持续走弱，一度出现了股债双跌的现象。而随着外部风险的加剧，市场风险偏好下降给债市带来上涨空间。今后一段时间，外部风险因素或难以消除，全球贸易或进一步受影响，加之4月份经济数据走弱，市场风险偏好下降，央行对于冲外部风险或将保持一定的市场流动性，未来债市表现或强于股市。但也应看到，在猪肉价格持续上涨的带动下，CPI或将继续上升，一定程度上对国内进一步宽松形成制约，且现阶段货币政策处于“相机抉择”阶段，因此利率下行空间有限。整体来看后续经济基本面仍存下行压力，预计货币政策将中性偏松，对债市的支撑较强，而股市受外部因素影响或将维持震荡。

种都可以归纳在一个“失科技股板块”范围之内。

对冲基金一直有“聪明钱”(smart money)的称号，其在股票市场中的资产配置方向通常能成为整个投资行业的风向标。从多年来的历史数据观察，虽然经济周期起伏不定，一系列炒作概念风云更迭，但对冲基金的股票配置方向从来没有偏离主线，那就是：保稳健，求“贝塔”收益，选择金融板块；高回报，追“阿尔法”收益，选择医疗保健、失科技股板块”。

市场上的“聪明钱”数十年如一日，股票配置三大板块不放手。在美股市场上的道理，到了中国股市一样说得通。市场涨涨跌跌，散户如何生存？其实，把握“板块轮动”并从“中盈利，说起来容易做起来难，而学习一下对冲基金的配置之道，”坚定“上述三大板块，可能是更好的投资抉择。

引种量增加，但当前的引种转化成供给需1年左右，当前生猪产能下滑最剧烈的时期鸡产品供给依旧偏紧，进一步支撑鸡价。

东北证券认为，白羽肉鸡行情有望延续2019年全年。2016年、2017年白羽肉鸡祖代引种量连续两年维持低位，导致上游产能收缩逐渐传导至下游商品代。从白羽肉鸡祖代一日龄苗引种到商品代鸡苗供应的周期推算，2018年10月份的祖代高引种将在54周后传递至商品代鸡苗供应，预计2019年11月份前商品代鸡苗仍将保持供给趋紧状态。

据国盛证券测算，假设猪肉供给量减少20%产生1108万吨肉类消费缺口，则分到白羽肉鸡约134万吨，提振白羽肉鸡消费量21.5%，产业保持高景气度。

构调整，切实改进中小企业的金融服务。”赵文浩说，近5年来，风险管理业务创新发展成效显著，已成为期货行业服务实体经济的有效手段，尤其是在服务中小企业方面，更是值得肯定。

赵文浩的另一个建议是，应允许期货公司在多地设立多家风险管理公司，发挥各自的专业地域优势，更加充分地服务中小企业。“例如，在天津的风险管理公司可以专注于煤炭品种业务。如果要注册化工类衍生品业务，可能就无法得到批准。”此外，通过制度完善，也不用担心出现利益输送等违法违规现象。

谈及先融期货的发展，赵文浩表示，公司去年盈利8000多万元，今年目标是1.2亿元，公司已经制定了“三年评级提升行动方案”，争取经过未来三年的努力，进入国内期货公司第一梯队。目前因分公司一些业务合规问题，影响了分类评级，目前公司已制定了合规管理提升方案，加大合规完善工作力度；坚持问题导向和目标导向，追根溯源，标本兼治，做好分类评价指标分析工作；同时要加强监管沟通，建立沟通和联络机制，确保信息畅通。以更大的创新力度、信心和决心来推动整个先融期货和整个行业的发展。

■ 投资非常道

## 换个角度谈牛熊

□金学伟

今天继续上周话题，还是谈牛市和熊市问题。由于转势确认和趋势确立是两个互有关联又不尽相同的概念，前者是指旧趋势结束，后者更多是指新趋势的确立，所以它们之间，有时会前后相连，一气呵成，有时则会有很长的过渡期。

以牛转熊来说，5178点，转势确认之后，立马就是跌势的确立。而6124点，从2007年10月转势确认到2008年2月跌势确立，中间有4个月的过渡期。一般来说，经济的景气度越高，对股市的支持力度越大，估值水平越合理，市场供求状况越宽松、越实在——主要由真金白银而非杠杆支撑，牛转熊的间隔时间越长，从转势确认到跌势确立之间的反复越多，像美股，每一轮牛市结束后几乎都会构筑大双头、小双头才会真正地确立下跌趋势。同样，从熊市结束的转势确认，到牛市开始的趋势确立，间隔的时间也会有长有短。像512点，旧趋势的结束到新趋势的确立，几乎一气呵成，它的震荡主要在牛市中间进行。998点，从旧趋势结束到新趋势确立，则经过了半年有余。至于1849点，间隔时间更是长达一年。

总体上看，由牛转熊间隔的时间越来越短，由熊转牛间隔的时间越来越长。这当然有宏观上的因素，但笔者不太喜欢从宏观方面找原因，一来易流于空泛，甚至是托词；二来有违“系统结构决定系统行为”这个系统论观点。

而更重要的就是市场本身的结构性变化。一是规模越来越大，撬动起来的难度越来越大，这主要体现在熊转牛的过程中。二是长期的只进不退的上市政策加上经济结构调整，股市的负资产越来越多，很多公司其实已丧失了投资属性，只有资金非常充沛的时候借机炒一把。在熊转牛的时候，过了超跌反弹阶段就失去了上升动力，成为累赘。资金充裕的时候则要加紧炒，不停歇。一旦过了牛熊转折点，就毫无抵抗，成为熊转牛间隔时间越来越长，牛转熊间隔时间越来越短的重要结构因素。三是基金的大量涌现，且近亲繁殖，基金与基金之间的联系交流过于紧密，客观上加大了行为的一致性，形成牛市中的过度超涨，这是牛转熊时间间隔越来越短的重要原因。

## 车联网产业链机会涌现

□本报记者 周璐璐

5月17日，车联网板块开盘后短线冲高，随后受大市走低拖累而震荡回落。今年以来，车联网指数累计上涨24.82%，大幅跑赢上证指数同期15.57%的涨幅。

分析机构称，车联网作为5G落地的重要场景之一，已吸引了众多巨头布局，叠加政策指引，相关产业链的投资机会值得关注。

## 政策延续性较好

分析人士指出，我国政府高度重视车联网相关技术及产业发展，近年来相继出台了多项有关车联网领域的政策文件，为车联网及智能网联汽车的发展提供了支撑和引导。

2018年6月，工信部印发《国家车联网产业标准体系建设指南》，以充分发挥标准在车联网产业生态环境构建中的顶层设计和基础引领作用。随后，在2018年11月，工信部又发布了《车联网(智能网联汽车)直连通信使用5905—5925MHz频段管理规定(暂行)》，规划了5905—5925MHz频段共20MHz带宽的专用频率资源，以支持我国智能网联汽车产业发展。今年1月，北京市经济和信息化局发布《北京市智能网联汽车创新发展行动方案(2019年—2022年)》，明确提出2020年重点区域完成车联网建设，将北京打造成为车联网重点示范城市。

## 巨头入局加速产业链成熟

东方证券表示，车联网已经成为5G落地的重要场景之一，有望成为未来政策重点支持领域。伴随产业政策的不断落地和完善，相关产业链头部和通信巨头产品的新品发布，车联网行业加速成熟趋势化明朗，景气度也将持续提升。

据了解，2019年上海车展，传统整车厂、互联网大厂、ICT（信息通信技术）巨头以及新兴创业公司在单车智能驾驶和汽车网联方面的展示精彩纷呈。国内如华为、阿里等ICT巨头发布了各自的车联网战略，从芯片、设备、辅助零部件、到平台层均已商业化产品。市场分析人士表示，随着ICT巨头将其优势领域的底层技术向汽车领域的迁移，自动驾驶及车联网产业链将加速成熟。

川财证券表示，市场动态上，百度、腾讯、阿里巴巴等互联网巨头与整车厂商的合作日益加深，通信互联网技术在电动汽车产业链中的渗透不断加速，车联网产业有望取得技术突破，产业链相关投资机会值得关注。

东方证券建议关注以下三类标的：一是具备高精度位置服务能力地图导航概念股，如与华为签署战略合作协议的四维图新以及具有北斗高精度位置服务能力的高格通信；二是汽车智能网联概念股，如高新兴、移为通信；三是边缘计算与CDN（内容分发网络）概念股，如中兴通讯、网宿科技等。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年5月17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	1.1528		11,527,915,245.29	

注:1、本表所列5月17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+基金建立以来累计派息金额。