

■ 多空论剑

# 经济有托底 股债难分伯仲

□本报记者 张勤峰

5月份主要宏观数据相继发布,经济运行总体平稳,继续运行在合理区间。接受中国证券报记者采访的研究人士表示,尽管短期内经济下行趋势尚未结束,但滑出目标区间的概率仍然非常低。当前权益市场估值水平不高但缺乏盈利支撑,基本面相对有利于债券资产。三季度无风险债券收益率存在下行机会。

## 经济运行压力犹存

**中国证券报:**5月份主要宏观经济数据相继发布,对当月经济金融形势有何看法?

**黄文涛:**5月份主要经济金融数据已公布,其中制造业PMI为49.4%,比4月回落0.7个百分点;新增信贷规模低于预期;5月份,全国规模以上工业增加值同比增长5.0%,增速比上月回落0.4个百分点;房地产投资一枝独秀,制造业和基建投资增长稍显乏力;出口数据好于预期,因市场预期关税政策变化,可能存在抢跑现象。整体来看,经济运行面临一定的不确定性,近期专项债新规也反映出有关部门提前应对,对冲经济下行风险的意图。

**臧昱:**5月宏观高频数据表现不佳,PMI数据走弱,金融数据也并没有出现一个明显的回升,现阶段经济基本面出现脉冲式上行的概率依然不高。

首先,虽然年初几个月社融与信贷数据表现不俗,但对后期形成了一定程度的透支,信用扩张后劲不足,对基本面企稳回升形成制约。

其次,不同于以往几轮经济周期的刺激政策是以房地产作为主要手段,本轮“房住不炒”的政策基调已经坐实,产业政策依然保持克制,叠加棚改货币化政策的边际减缓效果,经济基本面在缺少地产这一强势工具后,脉冲式上行的概率进一步降低。

第三,全球经济在美国周期性回落预期强化的条件下,共振回落的概率较大,欧元区虽然在2018年经历了一个漫长的下行过程,但目前仍然看不到企稳迹象。这将对国内出口产业链形成一定的负面影响。

## 宏观政策在托底

**中国证券报:**海外宽松氛围渐浓,市场强烈预期美联储将于年内降息。这一背景下,我国是否存在放松货币政策的可能性?是否可能降息?

**黄文涛:**海外货币宽松预期有助于缓和外部制约因素,但央行货币政策独立性较强,货币政策维持中性态度基于平稳国内稳增长和防风险的目标考量。短期来看,外部环境存在不确定不稳定因素,政策仍处于观望期;社会融资基本稳定,且GDP增速年内压力不大,这一局面下,货币政策大幅转向宽松的概率不大。

**臧昱:**国内货币政策进一步宽松的概率相对有限。海外主要经济体在2019年基本已经确认进入了降息周期,全球利率中枢



中信建投证券宏观固收  
首席分析师 黄文涛

权益市场受益于科创板推出因素,政策支撑强化市场信心,短期内股票性价比更优。



宏信证券资产管理总部  
研究负责人 臧昱

基本面变化相对有利于债券资产,下半年可能会处在一个股债周期性轮动的拐点阶段。

下行相对比较确定,外部环境对国内债市比较有利。但国内实际GDP增速跌破6%—6.5%的目标区间概率也不大。货币政策目前仍然维持在一个松紧适度的状态,如果进一步放松的话,可以理解为应对极端危机发生的最后一步棋,但是也需要付出相应代价,即放弃外部汇率以及内部宏观杠杆率的改革目标。因此,只要宏观基本面风险不至于失控,货币政策难以进一步宽松。

今年看到再次普降准备金率的可能性比较低,更多的是采用定向降准的方式,进一步对金融系统的内部结构性进行优化,达到精准调控的政策目标。

**中国证券报:**最近,财政政策有新动作,如何看待地方债新规?

**黄文涛:**对于专项债新规,总体看法是——仅为对冲,绝非刺激。由于新规要求“地方政府按照一一对应原则,将专项债券资金严格落实到实体政府投资项目,不得将专项债券作为政府投资基金、产业投资基金等各类股权基金的资金来源,不得通过设立壳公司、多级子公司等中间环节注资,避免层层嵌套、层层放大杠杆。”据

此测算,杠杆难有进一步放大空间,政策属于有放有控制,仅为对冲而非刺激。

在经济高质量转型道路上,去杠杆仍初心不变,稳杠杆和移杠杆为权宜之计。但内外经济环境波动下,政策工具箱的创新和节奏有可能进一步修正投资者预期。

**臧昱:**首先,今年基建投资回升的预期是比较一致的。如果按照一般的测算,专项债新规出台,可以拉动基建投资1—3个百分点,仅仅是在幅度上有一些正面影响,但不会带来根本上的改变。

其次,基建投资本身就是一种典型的逆周期工具,从历史上看,每一轮基建投资同比回升的拐点,都是在名义GDP同比回落到半程左右的位置。也就是说,去年9月以来基

建投资的回升,并不意味着仅依靠基建投资就能逆转目前的宏观经济形势。后期重点还是在于政策的连贯性与有效性,外部需求以及地产政策能否出现一定程度的边际缓和,目前仍处于观察期。

最重要的是,专项债政策的出台,给予了我们一个从细节层面窥探政策的视角:从去年央行开始发行CBS以及鼓励商业银行发行永续债补充资本,到利用再贷款通道担保机构市场化地使用CRMW对发行主体增信,再到本次的专项债补充项目资本金,以上三个政策共有的特征都是在精准调控的基础上,充分发挥政策工具的杠杆作用,用尽量小的代价撬动乘数效果完成实际效果的放大。

因此,现阶段政策当局进行逆周期调控的工具还是比较多的,同时兼顾了市场化的改革方向。尽管短期内经济下行趋势尚未结束,但滑出目标区间的概率仍然非常低。长期来看,中国经济发展的前景依然向好。

## 无风险债券有机会

**中国证券报:**当前逆周期调节在发力,未来股票和债券谁可能有更好表现?

**黄文涛:**短期来看,5月底相关风险事件的影响还未完全消除,流动性分层现象较明显,近期同业存单集中到期加剧中小银行同业业务收缩压力,债券市场特别是民企、低评级债券承压;专项债新规后,地方政府发行专项债积极性增加,6月份面临较大地方债净融资压力;因此,尽管基本面边际变化对债市较为友好,但一方面逆周期政策引导市场预期,另一方面资金面波动上升,债市大概率将维持震荡行情。权益市场受益于科创板推出因素,政策支撑强化市场信心,短期内股票性价比更优。

**臧昱:**就债券市场而言,货币政策难实现进一步的宽松,意味着无风险利率即使存

破前低的可能,后续下行空间也会相对比较有限。但年内货币政策也并没有边际收紧的宏观条件,债市总体上依然可保持一个相对不弱的格局。

权益市场方面,目前的问题在于企业盈利在年内大概率还是维持一个寻底的态势,上涨的动力仅能来自于估值,这也是造成今年股市维持区间震荡的核心原因。

目前权益市场的问题在于估值水平不高但缺乏盈利支撑,基本面变化相对有利于债券资产,因此2019年下半年可能都会处在一个股债周期性轮动的拐点阶段。

**中国证券报:**对今后一段时间债券投资有何建议?

**黄文涛:**短期内债市大概率维持震荡,收益率缺乏大幅下行基础,需积极关注流动性结构性分化背景下,中小银行短期内是否存在缩表压力,以及流动性压力是否从目前低评级信用债进一步蔓延至利率品种。但中期来看,经济运行存在不确定性,货币政策对冲力度增强,市场风险偏好下行支撑利率品种,三季度利率存在波段下行机会。因此,若短期内无风险收益率出现向上调整,不必过于悲观,建议把握时机逢高买入。

**臧昱:**近期回购市场出现了信用分层现象,中小银行以及非银机构资金融入难度上升,但总量层面的流动性依然比较宽裕,预计短期内这一局面将会导致市场风险偏好下降,利好利率及AAA品种,信用利差走扩。在策略应对方面,建议顺势而为,且当前基本面总体上仍然对无风险利率存在正面影响。虽然货币政策难进一步宽松,但由于需求被动挤压至利率和AAA品种,因此不排除长债收益率在三季度跌破前低的可能性,建议适当提高组合中的长债持仓占比。

# 暑期将至 旅游板块上涨动能增强

□本报记者 张枕河

暑期将至,A股中的旅游板块上涨动能逐步增强。本周,该板块表现好于大市以及其它多数板块。从今年整体表现来看,其近期表现明显好于年初时,显示出市场乐观情绪升温。

## 餐饮旅游股表现优异

截至14日收盘,Wind统计显示,过去五个交易日以来,餐饮旅游指数累计上涨4.83%,表现位居所有指数的第8位。其中不乏表现出众的股票,三特索道股价累计上涨15.75%,西藏旅游股价累计上涨12.26%,中国国旅股价累计上涨7.48%,大连圣亚股价累计上涨7.17%。

值得关注的是,今年以来,餐饮旅游指数

累计上涨15.13%,表现位居所有指数的第38位,仅能算是中游水平,可见近期资金对该板块乐观情绪升温。

分析人士指出,暑期将至,出游人数预计将进一步上升,有望全面拉动旅游业和相关上下游产业。山西证券分析师刘小勇、张晓霖表示,端午节期间国内旅游总人数、旅游总收入齐增长。假期期间,全国国内旅游接待总人数9597.8万人次,同比增长7.7%;实现旅游收入393.3亿元,同比增长8.6%(环比提速17.8%);端午节期间日均出境旅客达到205万人次,同比增长7.6%。即将到来的暑假将带动景区、酒店等子行业表现更加向好。

## 机构看好板块前景

业内分析师表示,看好餐饮旅游板块前景。

相关公司主动调整自身业务结构,探索留客环节和二次消费,使观光游形态向休闲度假游模式转变。

财富证券分析师杨甫指出,纵观全球旅游市场,尽管一季度全球游客增长速度有所放缓,但仍然维持增长态势,其中中国市场表现强劲,增长态势领先于全球行业水平。端午假期旅游行业数据向好,增长稳定,出游放松持续成为人们出行目的首选,带动周边游、自驾游、高铁游成出行主流。维持看好具有业绩支撑以及具备外延内生双轮驱动能力的龙头个股。

中信建投分析师贺燕青表示,随着即将迎来旅游旺季,看好该板块前景。从具体细分板块近期的表现来看,从强到弱排序依次是餐饮、景区、免税、酒店、出境游。

# 天风期货周耀臣:今年是钢厂利润保值的关键一年

□本报记者 王朱莹

巴西矿难叠加中国需求强劲,造就了今钢矿石期货牛市。年内铁矿石期货累计反弹了57.8%,已是技术性牛市。但作为钢企主要成本来源,铁矿石价格上涨也大幅压缩了企业利润。对此,天风期货研究总监周耀臣建议钢厂提早进行原料库存的保值以及热轧卷的卖出保值。“今年是钢厂利润保值的关键一年,谁能有这个意识,采取行动,谁就能避免利润的大幅萎缩。”

**中国证券报:**铁矿石期货为什么表现如此强劲?

**周耀臣:**巴西矿难是最大的导火索,市场呈现供需失衡局面,巴西矿山供应的恢复将是漫长的过程。淡水河谷从自身需求角度申请复产,但巴西政府并未同意,若某一天巴西政府同意了,到时候供应拐点便要来临。需求端也非常乐观,去年以来,螺纹钢产量整体维持增长态势。最新数据显示,中国5月份粗钢产量增长10%至8909万吨;1—5月份钢材产

量增长11.2%至4.8036亿吨。

在强劲的需求之下,叠加巴西供应短缺(预期4000—7000万吨),目前供应缺口仍未补上,澳洲的几大矿山虽然在全力发货,但是受制于自身产能、硬件限制以及今年飓风的干扰,供应并没出现一个明显的增量。

巴西各大矿山对中国的供应策略也发生了改变,他们知道中国需求是非常强劲的,供应紧缺会导致价格进一步上涨,于是矿山发货的时候优先满足日本、东南亚等地的需求,导致中国的供应紧缺程度加重。

目前长江沿岸港口现货库存极低,几大海港的库存受制于到货量的减少,库存也捉襟见肘,贸易商惜售心态严重,导致价格一路走高。

**中国证券报:**有评论说“铁矿石牛市”来了,你如何看?

**周耀臣:**铁矿石期货价格接近800元/吨,应该说已经处于牛市之中,趋势是非常清晰的。未来趋势的转折主要取决于矿山能否出现实质性的供应增加,另外也取决于中国

钢厂的开工率,中国的产量增速会不会降低。目前来看,矿山的供应目前没有清晰的时间表,国内需求还保持强劲态势。

未来如果说国内的铁矿石需求下降,要观察两个指标:一是钢厂的利润,如果钢厂利润太低,可能会引发全面的减产;二是临近国庆节,北方地区存在限产预期,开工率下降引发需求降低。

但十月之后,天气如果不错的话,钢厂可能恢复生产,形成新一轮补库预期,如果此时各大矿山的供应还未跟上,铁矿石还有望继续冲高。

**中国证券报:**铁矿石价格上涨,下游行业应该如何应对?

**周耀臣:**铁矿石在钢铁企业成本中占比较大,价格上涨导致钢厂的成本大幅上升。但钢厂面对这一局面无能为力,中国对铁矿石的进口依赖程度高达93%以上,国内的铁矿石产量一直无法恢复,既有国内环保的原因,也有成本原因,国内的产量无法弥补淡水河谷矿难的供应缺口。

去年钢铁企业有着丰厚的利润,主要享受了供给侧的红利、环保的红利以及铁矿石高库存的红利。去年铁矿石库存一度高达1.6亿吨,导致价格一直在低位徘徊。

今年之后,库存已经降到1.18亿吨,库存总体下滑之后的结构性矛盾也非常突出,价格随之大涨,即便一些低品位的铁矿石价格也跟随上涨了,这是非常罕见的。

在这么昂贵的铁矿石面前,钢材的利润从800元/吨,跌至200—300元/吨低位。目前钢铁利润的形式非常严峻,我一直在行业里倡导钢厂提早进行原料库存的保值以及热轧卷的卖出保值,因为今年汽车、家电的消费一直不太乐观。

今年是钢厂利润保值的关键一年,谁能有这个意识,采取行动,谁就能避免利润的大幅萎缩。

铁矿石在这个位置趋势上还是上行,但后期涨幅和涨速会放缓,后面6、7月淡季结束后,钢厂恢复增产,如果铁矿石库存仍然未上行的话,铁矿石价格仍有上行空间。钢厂要做好对原料和利润的保值。

■ 投资非常道

## CES观感

□金学伟

每年的CES(国际消费电子展)我都会去看,今年也不例外。

今年的CES给我三个感觉。

一是参观的人数少了,主观的感觉是比前两年少了一半以上,有些展馆显得有点空荡荡。相同的景象也出现在上海的两条主要购物街——淮海中路和南京东路步行街。2008年金融危机最严重、人心最悲观的时候,我去这两条街逛了一下。初冬季,行人熙熙攘攘,脸上都洋溢着轻松、快乐的神采。“哪有什么金融危机?”从身旁经过的一位年轻人,如此跟他倾诉说。我把这个细节写进当周的分析报告中,强调:媒体和专家都喜欢关注那些大的,足以吸引眼球的大事件,却忽略身边的细节和每天都在发生的平凡小事。如果我们能跳出舆论场,去感受一下,就会发现,这场金融危机对我们来说,影响甚微。但今年在参观CES前,我也去这两条街逛了一下,发现行人少了。毫无疑问,根据“长裙子”、“短裙子”理论,这是经济趋冷的表现。

二是国内参展公司展出的产品层次大大提高。有个别公司从参展的产品来看,今年和去年相比,判若两家公司,去年还显得比较低级、老套,今年已显得非常有型,不复吴下阿蒙。

三是国外参展公司的产品更新,公司更新。过去的CES,前来参展的都是一些著名的、成熟的公司,展出的产品也都是一些成熟的产品。但今年的CES,国外公司拿来参展的几乎是清一色的新产品,有的非常前卫,并且不少来自欧美的新公司——初创企业,前来设展(展会特辟了一个“初创企业馆”)。

这三个感觉勾勒了当前中国经济的一个完整图景:经济在趋冷,产业结构调整速度很快,在科技产业领域的竞争力在增强,工程师红利和市场红利正在发挥它的作用,为我国产业结构调整、新的经济增长点的形成提供无穷动力。

还有一些观点是我近几个月在朋友圈里反复讲的。

一个是关于好消息与坏消息的。坏消息是我们的经济偏弱,好消息是别人的日子也不好过,除了少数几个亚洲新兴国家。而且一位在国外工作的朋友说,他们的日子比这儿更难过。在过去的几十年里,中国经济一路高歌猛进,它养成了我们的“骄骄二气”。骄傲,动辄就是厉害了我的国;娇气,视花团锦簇为常态,以为前途就该洒满阳光的。因此一遇逆境就惊慌失措,就怨天尤人,怪天怪地,诅咒咒西,仿佛末日来临。其实,经济的周期性波动是再正常不过的事。过去四十年我们已经创造了一个奇迹——最长的连续高增长周期。这个奇迹打破了康德拉季耶夫的长波理论对一般扩张周期的时间界定。那么,今天的增长动力消失,出现一些调整也是正常的。它不以人的意志为转移,也是非人力可以掌控的。

另一个是在这轮产业更新周期——康德拉季耶夫周期的最后一个阶段,我们很可能还会创造一个奇迹,用最平缓的波动、最短的时间、最小的代价跨过这道坎。这既和我国经济结构的充分多样化有关,一个经济体,其内部类越齐全、多样性越大,其系统的适应能力就越强。也和当今世界大背景有关。

决定产业更新速度和代价的因素通常有这样几个。科技本身的进步速度和方式。如果科技本身发展的步伐非常缓慢,呈现方阵式特点,来了就是一大波,这一大波过去就停止了,剩下的只是把它做得更精致更完善而已,那么,产业更新的方式也就是方阵式的。这样,在新旧产业的衔接处,就会产生一个断层。这个断层就是经济的崩盘时刻、危机时刻、萧条时刻。如果新技术、新产品是以散兵线列方式源源不断地开进的,这种旧去新来就会以源源不断的方式进行,经济结构调整就如一次次微创手术,在较小痛苦的情况下完成。幸运的是,我们当今正是处在这样一个时代。

决定产业更新,即经济结构调整速度和代价的另一个因素是市场空间。新技术、新产品落地是要有市场空间的,俗话说“旧的不去新的不来”,如果市场空间,包括资本、人力资源都被旧的、传统的产业占据着,那么,新技术、新产品很可能就会消弭于无形中,被扼杀于襁褓中。有些美国政客抱怨全球化让它们吃亏了,其实,正因为全球化促进了世界性产业转移,为发达国家、先行国家提供了无痛的“去旧”管道,才使得它们的科技与产业进步更加顺畅,使它们本身也经历了有史以来最长的经济繁荣。

适时而适度的产业转移,有助于及早去掉已不具备比较优势的产业,腾出更大的市场空间和资源去发展新兴产业,加快产业升级和经济结构调整。这种转移,可以是主动的,也可以是被动的。由于惰性以及路径依赖,一般来说,等内部各方因素逼迫你不得不把一些已不具有比较优势的产业转移出去,以腾出力量和空间来发展新兴产业时,大多为时已晚。从这个角度说,贸易摩擦不仅可起倒逼改革的作用,也可起加快我国产业转移、产业结构调整步伐的作用。至于由此将引发供应链被移出中国的“忧虑”,我觉得既缺乏制造业常识,也不符合系统论观点。塞翁失马,焉知非福。失之东隅收之桑榆的事多得是。

工程师红利和市场红利,是继人口红利之后中国的又一个红利。工程师红利,大家都知道,先进制造业需要大量受过高等教育和高素质的劳动力,这方面中国有优势。市场红利,我们都明白,新技术、新产品只有经过大量应用才会成熟、完善;只有获得相应的营业收入才能支持它不断改进,最后生根、成长、壮大,这方面我们同样有优势。这次我在CES看到的这些变化,正是中国的市场红利散发其新的魅力,我们有什么理由对中国的前景失望?

## 证券投资基金资产净值