

■ 多空论剑

# 流动性造牛 债市还能牛多久

□本报记者 张勤峰

得益于超级充裕的流动性推动,近期,国内债市走出一波像样的行情。超低货币市场利率是否可持续?货币政策再次放松了吗?债券市场上涨空间还有多大?本栏目邀请中国人民大学国际货币研究所(IMI)研究员孙超和宏信证券资产管理总部研究负责人臧旻进行讨论。

## 债市演绎跨季行情

中国证券报:近期,债市走出一波像样的行情,而且股债齐涨,驱动力何在?

孙超:预期与现实交汇,是近期债市走强的核心原因。预期方面,美联储降息预期与国内降息预期均较强,境内外情绪交相呼应。现实方面,经济基本面依旧疲软,支撑了机构投资者对货币政策宽松的预期。再加上资金面极度宽松,DR001与准备金利率倒挂的情景前所未见,尽管市场普遍认为货币当局将适当回笼流动性,但绝不至于形成流动性冲击的场景。前段时间市场上个别中小金融机构出现短期流动性困难,在监管机构采取了果断措施以后,风险已经得到化解。监管机构认为“现在市场是非常平稳的”。“宽信用”依然是当前的话语主流,真正滴漏到中等等级信用主体的资金依然有限,在这样的大背景下,货币政策很难真正大幅度收紧。至于股票市场,近期则主要由大国关系博弈的进展驱动,与债券市场的上涨逻辑并不完全在同一频道。

臧旻:权益与固收市场一般是此强彼弱的关系,均是宏观基本面的映射。但在短期内出现同涨同跌的现象也并不罕见,驱动力主要来自汇率因素和流动性因素。如果从经济周期的角度来看的话,股债同涨多出现在经济衰退向复苏切换的阶段,市场预期上市公司盈利触底,以及货币政策依然维持流动性的充裕,具有代表性的是2016年三季度。

近期出现的股债齐涨,均符合上述特征。首先现阶段宏观基本面并不支持央行边际上收紧货币政策,资金面表现甚至极度宽松。其次人民币汇率表现偏强,利好人民币定价资产。第三是PPI对标的上市公司净利润增速在三季度确定性探底后,企稳回升概率有所增加。

中国证券报:海外债市收益率持续下行,继续下行空间几何?

孙超:当前美联储降息预期极其强烈,海外债市收益率持续下行已充分反映了这一预期。进一步下行空间的打开需要配合合意的非农就业数据,以及平稳的全球避险情绪。近期国际局势尚不明朗,美俄、伊朗等国际议题前景仍难以预测。总体上,尽管可能有所反复,但海外债市收益率未来半年内仍有下行空间。

臧旻:目前,欧元区主要国家5年以下期限的国债收益率均已跌至负值。美联储年内降息也几乎是板上钉钉,随着联邦基金利率下调,各期限美债收益率继续下行也是大概率事件。但目前的核心矛盾在于,本轮美国经济增长放缓,



中国人民大学国际货币研究所 (IMI) 研究员 孙超

预计下半年货币当局大概率仍将维持中性偏松的货币环境,以定向工具、创新手段对中小微企业、中小金融机构提供支持。

能受到联储降息的提振效果有多大,这仍然是未知的。或者讲,美债收益率曲线倒挂反映的经济衰退预期能否兑现,存在极大的不确定性。

## 资金面将保持宽松格局

中国证券报:超低货币市场利率是否可持续?请展望7月份及下半年流动性形势?

孙超:7月中旬公开市场操作、MLF均有较大数额到期,货币当局如维持公开市场零操作,将形成力度较大的净回笼;预计央行会通过灵活操作,适度回笼流动性,但仍将维系货币市场较为宽松的格局。监管层对于部分中小金融机构的流动性危机表态较为乐观,但实际运行中,流动性分层情况仍较为严重;货币当局应密切关注,在市场主体风险自担的前提下,确保个体性、局部性风险不会蔓延到更大范围。三季度的货币市场实际松紧程度,预计也将与可能的局部风险的应对有所呼应。

预计下半年货币当局大概率仍将维持中性偏松的货币环境,以定向工具、创新手段对中小微企业、中小金融机构提供支持,维系金融系统的整体健康稳定。

臧旻:近期超低的回购利率并不是一个常态。首先,货币政策的整体宽松并不是现阶段决策层的核心意图,今年的主要目标是在定向宽松的环境下,对小微企业信用进行修复,以及疏导货币政策传导效果。其次,造成回购利率显著回落的原因还是央行对信用分层采取总量宽松的做法进行对冲。在大量的公开市场操作之后,又缺乏相应的流动性回收工具。第三,对货币政策“大水漫灌”保持极度克制仍然是政策基调之一,否则将会对过去几年坚持的宏观去杠杆、“房住不炒”等政策产生较大的负面影响。



宏信证券资产管理总部研究负责人 臧旻

年内货币政策难收紧亦难大幅放松,利率债虽然整体风险不大,但净价空间也会比较有限,后期大概率维持震荡走势。

## 将牛市进行下去

中国证券报:请展望年内债市行情,并提出投资建议。

孙超:年内债市走势将与内外两大要素密切相关。内部来看,6月以来的部分中小金融机构风险事件发展进程将影响信用债机构投资者信心;外部来看,大国政经博弈料仍将有所反复。尽管当前债券市场行情火热,但这两大要素的发展都有超越预期的可能性。部分中小金融机构的困境背后,实际是中低等级信用债尤其是地方政府融资平台债券的困境:如果处理得当,则当前市场上一些折价抛售的城投信用债是绝对的价值洼地;如果由回购困难延伸到城投再融资困难,那么就绝不仅仅是个别机构的个体问题了,毕竟中低等级城投债存量巨大,持有机构众多,牵一发而动全身。大国政经博弈近期有趋缓的迹象,然而追赶方作为冉冉升起的全球力量,未来必定会面临各种各样的风险挑战。作为债券机构投资者,唯有在这样的大局观下谨慎把握机会,为投资者赚取稳健的回报。如果一定要预判年内债市行情,我们依旧认为发生系统性金融风险的可能性不大,基本面与政策面双管齐下,债市仍有机会将行情延续下去。

臧旻:年内货币政策并不具备边际收紧的宏观条件,总量层面的进一步宽松也难以实现,利率品种虽然整体风险不大,但净价空间也会比较有限,后期大概率维持震荡走势,交易价值已经完全不能与2018年相提并论。相对而言,信用品种在资金面预期相对稳定的情况下,无论是票息价值还是杠杆空间都相对要高一些,所以就组合管理来看,加强对信用品种的精细化管理将是下半年的重点。

■ 投资非常道

## 股市是只不死鸟

□金学伟

证券之死,指的是20世纪七八十年代美股的一段表现,尤其是1978到1980的三年间,道指在最高911点、最低736点之间,上下20%的空间里整整运行了30多个月。其后虽然冲高到1021点,但又回到了770点。真正摆脱盘局,走出证券之死困境,让股市又恢复活力,恢复它对投资人,对一般民众吸引力的,已是1983年后的事了。

在那以后,美股又经历了2次大熊。一次是2000年的互联网泡沫破灭,一次是2008年金融危机。但总体上,这30多年里是牛长熊短。2次回调,一次从最高到最低31个月,一次是17个月,标普500累计升幅超过28倍,年均复利10.1%。

引起如此巨大反差的关键因素还在产业结构的变化。简单地说,就是去工业化、去低端化,轻量化、高度化与全球化,由此带来的是全员劳动生产率的提高,经济发展对投资的依赖性降低。一方面是企业盈利能力提高,一方面则是有更多的溢出资本来支持股市。尤其是近十年来,伴随着牛市,是上市公司大量的回购,更是反映了资金的溢出效应。

就A股来说,自2007年10月上证指数6124点到今年,已近12年。这12年经历了2个阶段。前6年是6124点到1849点,经历了2波下跌,一波是6124点到1664点,一波是3478点到1849点,年K线上是2阳4阴,表现为阴长阳短,阴多阳少。而后6年则相反,4条阳线,2条阴线,阳多阴少,阳长阴短。

这样的K线组合变化,可以给我们第一个感觉:虽然大市整体仍弱,但已有变强迹象。如果说,它还没有进入像1982年中的美股那样的阶段,至少,它已进入了像1980年时的那一段。

即使从短期来看,这种变强的苗头也非常明显。从3587点到2440点,历时近1年;但2440点,仅3个月就修正了其中的约74%。随后,从2440点到3288点,涨848点,回到2822点后,回吐了0.55倍后,又出现了反弹。同期国证A指的回调比例更小,为0.533倍。

摆荡幅度,常常是我们考量市势强弱的一个参考指标,其中0.5倍是一个最重要的参考值:回调比例明显小于0.5,基本上就是个强市;回调比例明显大于0.5,则是个弱市。一般在0.4到0.6倍之间,可定义为一种平衡市格局。

涨,回拉0.74倍;跌,回调0.55倍。虽然市场仍一惊一乍,对同一事件的好解读坏解读满天飞,但用真金白银表现出来的实际行动则透露出了他们内心的真实想法——思涨不思跌。

再回到前面去,上证指数3288点、国证A指4781点下跌,市场普遍的定论是一个“岛型反转”的头部。这其实是一种不求甚解结果。任何形态,它的成立都离不开某些特定的细节,没有相应的细节,这个形态就无法成立。岛型反转的最不可缺少的细节是:上去和下来的2个跳空缺口都在同一水平线上,使缺口之上的一组K线整体脱离,飘浮在空中。但这个伪岛型反转的后一个向下的跳空缺口却远远地低于前面向上的跳空缺口,使其不能整体脱离。

本周,这个向下的跳空缺口,国证A指已全部封闭,上证指数只差2点,基本上也已封闭。

反过来,今年2月25日的上涨缺口,无论国证A指还是上证指数,都没有被封闭。用缺口原理来衡量,也可以看到市势强与弱的变化。

病来如山倒,病去如抽丝。乍暖还寒时节,最难将息。当前的市场其实是最考验人的耐力和定力的。买了股票,需要耐力和定力。持币观望,同样需要耐力和定力。最忌猜的是一惊一乍,买了怕跌,稍有风吹草动就割。卖了心又痒,又去追高。来回折腾,折损的不仅仅是自己的本金,更是一种精气神,一种自信。和前者相比,后者更为重要。

去年底,我在自己的小圈子里跟大家讲股市和经济大周期,对2019年的定义是“又一个见底年份”。从开年到现在的走势上看,这一判断似乎正在得到点点滴滴的验证。

日本人对股市有一个称呼——股市是只不死鸟。A股市场30年,经历了5轮50%以上跌幅的熊市,跌幅最大的是1558点到325点,跌80%;最小的是1952点到512点,跌51.3%。每一轮调整都让我们以为股市再也不会好了,但每一次都从悲剧演化为了喜剧。目前在进行的是第6轮熊市,最大跌幅约53%。之所以给我们的感觉特别惨烈,一是出现了叠加效应——跌势接着跌势,自6124点后上证指数没有创过新高;二是很多个股和分类指数的跌幅特别巨大。而这跟宏观经济周期有关,也跟当前股市的上市结构有关。

宏观经济周期就是个时间问题、周期问题,它不会改变股市的本质。真正重要的倒是由经济周期和上升结构缺陷带来的个股风险,这才是我们需要下大力气关注并解决的问题。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年7月5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	富实元和	1.1553		11,553,288,965.03	

注:1.本表所列7月5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。

■ 市场连线

## 清和泉资本钱卫东:A股正面临最好投资时代

□本报记者 王朱莹

“在存量经济下和外资的引导下,市场越来越开始关注公司的质地而非业绩的单纯变化。下半年仍然扰动会比较多,但可能震荡偏强。”清和泉资本创始合伙人钱卫东在接受中国证券报记者采访时表示。

中国证券报:近半年来,A股市场发生了哪些变化?

钱卫东:从市场风格来看,价值蓝筹上半年整体表现非常优异,在存量经济下和外资的引导下,市场越来越开始关注公司的质地而非业绩的单纯变化。市场的估值体系也在发生很大的变化,市场越来越开始关注ROE、ROCI和现金流等这些财务指标以及DCF和DDM等估值模型。整体来看,A股的投资生态在慢慢地发生变化,且变化是良性的,但价值投资的趋势也不

会是一帆风顺的。总之,虽然外部环境可能是历史上最复杂的,但A股面临的投资时代可能是最好的。

中国证券报:从估值角度看,A股估值是否仍具吸引力?

钱卫东:上半年A股虽然估值修复明显,但仍然处于历史相对低位,上证50、沪深300和全A指数的PE(TTM)分别为10倍、13倍和18倍左右,均处于2010年以来的20%分位数上下。换个角度来看,当前10年期国债收益率低于3.2%,整个市场隐含的ERP达到了2.6%,股市相对债市的吸引力仍处于相对高位。其次,相对国际市场,A股估值也处于低位,例如标普500处于22倍、欧洲STOXX50为17倍、富时100为18倍、日经225为16倍。所以,当前的配置价值会受益于两个核心趋势:一是实体投资回报率下行推动利率中枢下行,二是国内金融市场开放带来外资的持续流入。

中国证券报:流动性、宏观经济方面将对A股市场带来何种影响?

钱卫东:流动性总量宽松,结构性偏紧持续;盈利有望三季度见底,四季度企稳。

外部的不确定性和不稳定性在增多,内部的就业压力加大和中小企业的融资条件并没有明显改善,央行在政策层面也表态会综合运用多种政策工具和适时适度实施逆周期调控。同时,结构性可能会感受偏紧,未来提升金融体系与供给体系和需求体系的适配性应该是一个长期的过程。中小行被动缩表带来的部分信用收缩,这块政策和市场存在一定偏差,需要密切跟踪政策推进的节奏和市场的风险偏好变化。

信用周期下半年应该还处于扩张的周期中,但强度有限,主要受需求难以大幅反弹,其中制造业低迷、出口下滑和地产放缓形成拖累。另外前边提到的中小银行资产扩张受限,信用

派生预计也会打折扣。但信用周期不发生大的问题,对市场的估值是有支撑的,同时对于实体经济阶段性企稳的预期是可以期待的。

名义GDP何时底部会出现在三季度,四季度会有所企稳。其中投资端,基建仍然可以高看一点,以此来对冲地产的高位回落和制造业的低位震荡;消费下半年在汽车周期的改善下有望小幅回升;出口预计压力仍较大;库存周期处于底部位置。

中国证券报:下半年走势展望?

钱卫东:下半年扰动仍然会比较多,但可能震荡偏强。当前影响市场最核心的三个要素是外部因素、经济稳增长和金融供给侧改革。外部因素放在最前边,经济稳增长和金融去杠杆是一个政策组合。综合来看,市场内生的风险不是很大,外生的风险相对不确定性更高,但基于三种情形的概率加权,市场整体属于震荡偏强,但无论是行业之间还是内部都会分化比较严重。

## 从库存角度看2019年大宗商品三季度走势

□国信期货 顾琛

历史经验表明,工业品利润领先于价格,利润见底之后会带动价格的下跌。通过对比我们发现,中国经济产出缺口领先于PPI指标大约6个月左右。即在中国,工业利润对于价格的传导时间大约在6个月左右。

从价格与利润历史运行规律来看,经历每一轮库存周期触底回升的上行期之前,会经历一轮利润和价格同跌的下行期,价格与利润同跌最平均时长11个月左右。但是从二季度来看,当前或正在进行第三轮“量价同跌”的情况,并已经进行了4个月左右。预计到2020年1季度或会迎来新的一大波大宗商品的大行情。

从细分行业来看,化工行业仍处于价格回落状态,黑色和有色行业有望率先迎来上涨行情。

和库存的持续减少,产成品价格开始有所反转,由于产量调整速度一般慢于销售增长,库存将面临被动消耗的局面,企业进入被动去库存阶段。当经济繁荣时,产品价格持续上扬,企业经营策略从保守转向积极,生产和采购更加积极,同时增加存货投资。此时,企业进入主动补库存阶段。当经济衰退时,需求拐点出现,产量和库存的双增加,导致产成品价格向下调整。由于生产调整的滞后性,生产量依然在短期内保持在高位。随着经济由繁荣步入停滞,需求不再旺盛,产品滞销将导致库存积压,此时,进入了被动补库存的阶段。当经济萧条时,需求持续回落,经济下行压力不断加大,企业库存水平达到了顶峰,促使价格持续下行。企业开始调整经营策略,生产和采购行为趋于谨慎,以减少产成品增量,进入了主动去库存的阶段。

首先,来看煤炭行业。2010年开始,黑色上游产业链由于销售利润下行,经历了6年左右集体去库存的阶段,目前库存处于相对的低位。根据历史经验我们发现,历史上煤炭行业库存周期一般会维持35个月左右,从2016年到

2019年二季度,煤炭已经走完了一轮完整的库存周期。所以根据库存周期数据测算,新一轮煤炭上涨周期可能会在2019年三季度出现。随着此阶段的开始,量价齐升,或会迎来煤炭价格一轮新的上行。

其次,来看化工行业。根据库存周期理论,目前化工行业在处于主动补库存阶段,由于需求拐点出现,产量和库存的双增加,导致产成品价格向下调整。由于生产调整的滞后性,生产量依然在短期内保持在高位,出现了价格和库存量不匹配的情况。但是库存周期即是价格周期的体现,预计三季度随着价格周期率先回落,库存周期有跟随回落的可能,三季度化工品的价格或延续震荡下行的走势。

最后,来看有色金属行业。本轮有色去库存周期从2019年二季度结束,当前价格方面已经出现了触底企稳的走势,但是由于产量调整速度一般慢于销售增长,库存方面依然偏弱。根据历史经验,有色去库存周期至补库存的周期,过渡时间一般在8个月左右,本轮有色去库存从2018年底开始,预计到2019年四季度初左

右,会达到去库存的低点。也可能是有色行业新一轮上涨的起点。

目前来看,化工行业处于被动补库存的周期中,价量齐跌,黑色和有色行业处于去库存的周期中,未来可能会迎来一波上涨行情。但由于每个行业去库存周期长短的不同,各行业开始上涨的阶段也不一样。综合两个因素考虑,黑色行业或会领先有色行业率先迎来上涨周期。

综上,通过量价理论和库存周期的研究发现,中国大宗商品在2019年三季度价格并没有完全调整到位。根据量价理论,当前整体大宗商品正处于第三轮去库存周期,预计2020年一季度左右,大宗商品或会迎来一波上涨行情。同时通过行业库存周期数据的研究,我们认为化工行业仍处于下行周期中,但有两个上游资源类行业或会领先于整体大宗商品的价格,率先进入上涨周期,我们认为黑色上游行业价格的反弹或会领先于有色行业。其中黑色上游行业价格上涨的起点可能在2019年三季度末,有色行业在2019年四季度左右。