

■ 多空论剑

破3%后时代 政策利率已成债牛“拦路虎”

□本报记者 张勤峰

踏着全球债市收益率迈向2016年历史低位的脚步声,本周国内市场上10年期国债收益率一度跌破3%。债市收益率能否回到甚至跌破2016年三季度低位?当下债市机会和风险各来自哪里?利率债、信用债、可转债,哪类债在牛市尾端更有表现潜力?本栏目请建信信托有限责任公司证券市场事业部固收研究总监程亦涵和合众资产管理股份有限公司高级债券投资经理张辰尧进行讨论。

数据欠佳 逆周期政策应适时加码

中国证券报:7月份经济金融数据相继披露,总体表现如何?请结合经济金融形势,展望后续财政货币政策走向。

程亦涵:7月数据呈现经济下滑速度可控、融资需求疲弱的特征。短期来看,随着高温天气减少和季末季初波动因素减退,8-10月经济活动有望出现季节性回暖,但中长期来看,经济增速温和下行的判断未发生变化。

2019年以来,市场对财政政策加力提效存在一定预期,但从年内新增赤字额度和基建投资增速来看,财政政策体现为“托底”的特征,对经济增速拉动的效果并不十分突出。此前市场对年内上调地方政府赤字、发行特别国债和利用以往年度地方债券债券剩余额度等方式均有过探讨,但考虑到政府债务率的约束、经济增速下滑和减税降费对财政收入的约束、新增项目来源的约束,财政政策发力的空间实质上较为有限。方向上,预计政策将体现出“宽财政”的意愿,但力度上,更可能是以“稳”为主。

货币政策方面,短期内“稳货币”的基调相对明确,年内定向降准等工具仍将作为主要选择,目前的内部环境仍然具备货币政策保持定力的基础,在“两轨并一轨”的制度建设完成前,降低公开市场操作利率的必要性并不强。但外部因素来看,需观察贸易形势变化和对国内经济的冲击,全球经济增速下行对国内的传导,一旦不利局面持续发酵并对经济增速形成明显冲击,不排除央行提前降息的可能。

张辰尧:7月经济及金融数据多不及市场预期,年内经济增长仍面临较多负面因素影响,尚需逆周期政策适度加码来托底经济。

在7月底的政治局会议和二季度货币政策报告中均体现出政策虽然偏向于“稳增长”,但对经济增速下行的容忍度在提高,强调政策保持定力,调控将更有针对性。

今年以来实体经济信贷利率虽然边际下行,但下行幅度较小,根本原因在于经济下行压力较大,企业信用风险溢价居高不下。下调政策性利率虽然有助于降低企业融资成本,但并未解决信用风险溢价问题,且容易引起流动性过剩等副作用。相比而言,更有效的政策组合可能是央行通过定向降准等结构性货币政策工具引导商业银行向实体经济投放资金,同时财政支出发力托底经济,降低企业信用风险,使银行放贷有利可图。受经济增速放缓、减税降费政策落实以及土地市场调控影响,财政收支平衡压力上升,再加上年内地方政府债发行接近尾声,后续财政支出发力还需依靠专项债扩容等手段支持。

政策利率已成债市上涨主要约束

中国证券报:本周10年期国债收益率



建信信托有限责任公司证券市场
事业部固收研究总监 程亦涵

资金利率对现券收益率的制约已经明显。若央行逆回购操作利率维持当前水平,债市收益率下行的空间较为有限。

一度跌破了3%。债市收益率能否回到甚至跌破2016年三季度低位?当下与彼时所处环境有何不同?

程亦涵:共性因素来看,2016年与当前债市均体现出“资产荒”的特征,本轮叠加了“包商银行”事件冲击和债市“核心资产”的概念,资金相对充裕而符合投资者风险偏好的资产有限,随收益率下行,估值洼地被逐步填平。

但与2016年相比,目前的基本面环境和投资者仓位状况仍相对有利。基本面来看,2016年三季度工业、投资等经济指标均呈现企稳迹象,M1增速达到25.4%,供给侧改革拉动PPI回升,房地产价格快速上涨并触发地产政策全面收紧,债市转熊具备宏观经济基础;目前来看,政治局会议明确了“不将房地产作为短期刺激经济的手段”,贸易摩擦对国内经济的影响还将长期反复,货币政策的效果仍然处在观察期,基本面对环境和货币政策维持在有利于债市的方向。

金融监管环境方面也相对有利。2016年机构的久期和杠杆策略均较激进,同业融资链条延长,银行表外信贷规模迅速膨胀,累计了较明显的金融风险并最终引发监管全面收紧。今年踏空者众,且资金利率存在阶段性波动,并非像2016年持续处于低位,机构在债券的仓位和杠杆方面更加克制,债市拥挤交易特征并不明显,尚不存在金融监管大幅收紧的风险。

中长期来看,从经济增速中枢和利率债波动中枢下移的角度,债市收益率具备挑战2016年低点的可能,且本轮收益率下行存在外资流入,会在边际上对利率债需求形成更大支撑。

短期来看,国债收益率触及3%的整数水平后,不排除受到交易情绪带动进一步下行的可能。但资金利率对现券收益率的制约已经明显。若央行逆回购操作利率维持当前水平,债市收益率下行的空间较为有限。

张辰尧:2016年下半年国内经济增速初步企稳,美国经济进入复苏阶段并处于加息周期,债券收益率下行至历史低位、与经济基本面变化出现背离的主要原因在于,货币政策极度宽松、资金利率维持低位且平稳,金融体系大幅加杠杆,广义基金大幅增长引发“资产荒”,填平了各类债券收益率洼地。

今年的货币政策宽松程度不及2016年,虽然货币市场利率接近2016年的水平,但波动性明显加大,金融套利被有效遏制,债券收益率的下行更多反映了经济基本面变化,即国内经济内生增长动力不足,全球经济增速放缓且进入降息周期;此外,经济下行期市场信用风险偏好下降也导致高资质资产受到青睐。

当前债券收益率曲线平坦化明显,长端利率水平已隐含了经济下行压力较大的预期,短期内货币政策保持定力,长端利率继续下行空间受限。同时,在宏观政策保持定力的背景下,房地产融资严厉调控和中小银行资产扩张受限限制了经济增速短期企稳的力度,叠加市场信用分层利好无风险资产,长端利率反弹的可能性不大。

中国证券报:收益率回到低位后,当下债市机会和风险各来自哪里?

程亦涵:从机构久期和杠杆水平、二级市场成交量等指标来看,久期策略并不拥挤,收益率与基本面和政策环境相对一致,泡沫化不严重。风险因素方面,基本面出现断崖式下行的概率较低,房地产投资仍然呈现一定的韧性,且市场对经济增速下滑的预期已较为充分,经济增速超预期下滑并带动收益率下行的动力有限。未来债市的机会将主要来自于基本面的变动和国内货币政策的进一步调整。另外,境外机构对人民币债券的配置力量和中美利差的修复,对市场中期也会产生持续的积极作用。总体来看,债市调整风险相对可控,机会仍大于风险。

张辰尧:当前市场对经济疲弱,融资需求下行的预期趋于一致,这一点表现为债券收益率曲线显著扁平化,如果政策利率保持不动,长端利率再下一个台阶的空间有限。债市风险方面,如果经济下行幅度在政府容忍度之内,货币政策依然保持定力,促消费、支持制造业、补短板等结构性的稳增长政策逐渐发力,将对长端债券收益率形成上行压力。债市潜在机会在于若失业率上行突破了容忍度,倒逼货币政策提前进一步宽松,将再次打开长期利率下行的空间,债市将进入牛市的最后一程。

寻觅结构性机会

中国证券报:请提供投资建议。
程亦涵:利率债方面,维持中长期相

合众资产管理股份有限公司
高级债券投资经理 张辰尧

债券收益率曲线显著扁平化,如果政策利率保持不动,长端利率再下一个台阶的空间有限。

对乐观的观点,短期调整将带来买入机会。目前基本面因素仍然有利于债市,但估值偏贵,在收益率快速下行和利差压缩后,建议在板块选择上进行优化,选择相对价值更加明确的品种,可关注3-5年期品种,国债期货CTD券切换和相应债券流动性的提升,非关键期限、次新券、农发债与国开债等利差的压缩空间等。

信用债方面,较强的资产需求和对信用风险的规避是今年的主导逻辑,单纯的信用下沉性价比不佳,久期策略可提供一定超额收益。仍然持续看好城投债,中长期内该品种无系统性风险,精细化择券仍能提供较好收益;房地产债券目前估值水平尚未完全反映政策压力,还未到最佳切入时机;永续债条款博弈也可提供一定的波段操作机会。

转债方面,权益资产相对债券资产的估值优势较为明显,转债作为进可攻退可守的品种,目前处于加仓较好时机。预计未来较长一段时间内权益市场分化的情况大概率会延续,因此在挑选具体标的方面,侧重于转债正股的研究,同时结合转债的估值水平,力求挑选到估值合理、同时正股质地又较好的转债标的。

张辰尧:当前利率债收益率整体处于低位,10年与1年期期限利差很低,10年期利率债收益率缺乏进一步下行空间;30年与10年期期限利差尚有一定收窄空间,超长期利率债尚具备一定交易性机会。

信用债的绝对收益水平和信用利差均处于历史较低水平,缺乏绝对价值和相对价值。目前收益率曲线扁平化,主要期限利差较窄,中长期信用性价比低于短端,建议采取信用精选策略,在中短久期信用品种中择券,降低估值波动风险。

转债方面,7月下旬以来,转债上涨与正股下跌的背离导致转股溢价率上升。短期来看,权益市场维持震荡的概率较高,转债继续上涨还需依赖权益市场上涨来消化估值。考虑到低利率环境下转债具有一定的债底保护,权益市场的风险因素正在逐步消化,转债价格下跌风险不大。建议配置转股溢价率和纯债溢价率适中、正股基本面良好的个券。

■ 瞭望塔

A股底部渐明

□本报记者 吴玉华

本周沪指综指在2800点关口展开了反复争夺,近两个交易日,在外部因素的扰动下,连续两个交易日展开反弹,底部信号愈发明显。从中期来看,有多个分析人士认为,应该持有积极态度,A股中长期向好逻辑未改。

从影响近期市场的因子上来看,除了外部因素,还有流动性。近期股市的弱势表现和2018年还是有很大不同。2018年A股面临的是盈利和流动性双杀,而2019年A股主要是对经济下行的担心,对外部宏观的冲击,流动性层面的担心少很多。2018年股市先后面临社融下降、股权质押、私募赎回等流动性层面的问题,背后主要是去杠杆的影响,但随着政策的变化和利率持续近一年的下行,2019年A股流动性出现问题的可能性很低,同样的股市下跌,面临的股权质押等问题会比去年小很多。

市场每一轮大的调整后后期都会出现强势股补跌,本轮市场调整自4月下旬开始,前期强势行业食品饮料自7月以来也开始调整。从近期市场的调整来看,强势板块调整似乎已经结束,贵州茅台连续五个交易日收得阳线并站上1000元关口,8月16日,贵州茅台盘中创下历史新高1075.58元,收盘报1054.60元,创收盘历史新高,市值达到了1.32万亿元。与贵州茅台一样,五粮液也在悄然接近历史高点。从2018年的走势可以发现,每一轮调整过程强势行业完成补跌之后,一般也意味着市场调整进入到尾声。而从目前来看,连创新高贵州茅台带动了食品饮料板块的连日攀升,本周申万一级食品饮料指数上涨了6.54%,位居行业板块第二,仅次于电子行业。强势板块的补跌使得指数风险减小。

而从大盘来看,在强势板块补跌的过程中,大盘逐渐探底,并在8月6日达到近期低点的2733.92点,而后大盘开始震荡攀升,前期强势行业食品饮料也在8月6日开始告别近期低点连日震荡上涨。在多重因素的打压下,A股市场展现了顽强的韧性也显示了市场对底部的确认。从估值上来看,上交所数据显示,截至8月15日,主板平均市盈率为13.15倍,深交所数据显示,截至8月16日,深市主板平均市盈率为15.94倍,中小板平均市盈率为25.2倍,创业板平均市盈率为40.51倍,均处于历史较低水平。

在这样的背景下,对于下一阶段的市场应该如何来看?有机构表示,从基本面、估值、流动性总量及分配来看,配置机会渐显。还有机构表示,市场基本处于底部区域,未来一个阶段经济韧性较强,流动性维持宽松,政策将在供给侧继续优化与发力,维持地产调控基调与打破刚兑都有利于资本市场中期发展,当投资者走出悲观情绪,看到积极因素,A股市场也将在经历这个阶段的震荡筑底之后,有望迎来新一轮上升行情。

防御性凸显 医药板块走势强劲

□本报记者 倪伟

本周,由于外围市场不确定性因素仍未落地,A股市场震荡中小幅上行。在此市场背景下,医药板块防御性优势凸显,个股走势强劲。万得数据显示,8月16日中信一级行业中的医药指数上涨0.80%,涨幅在29个中信一级行业中位居第七,其成分股中,人民同泰、戴维医疗、易明医药16日强势涨停。该板块年初至今上涨24.59%,大幅跑赢上证指数。

分析人士表示,经过一段时间回调后,医药行业估值回到低位,且短期波动不改行业业绩向好趋势。医药板块的良好防御属性,护航个股震荡市中保持强势。

板块个股走势强劲

本周,A股市场震荡中小幅走高,29个中信一级行业中,医药股表现强势。万得数据显示,本周的5个交易日,中信一级行业的医药指数涨幅高达4.68%,位居第四,该指数年初至今涨幅24.59%,位居第七。16日该指数的涨幅0.80%,板块中中药、眼科医疗、化学制药、基因测序、生物医药等细分行业个股悉数大涨,人民同泰、戴维医疗、易明医药3股强势涨停;九州药业涨9.49%;博腾股份、安图生物、辰欣药业等另外7股涨超5%。据万得数据显示,8月以来股价创历史新高医药板块个股超过10只,其中包括昭衍新药、泰格医药、欧普康视等。

国家有关部门日前已就全国范围内“4+7”带量采购试点进行相关部署,要求未实行地区上报公立医疗机构相关药品2017年、2018年实际采购数据。据悉,我国已确定全面跟进“带量采购”,此次采购价格不得高于此前“4+7”带量采购试点中标价。业内人士表示,带量采购能够促进药品行业转型升级,推动医药企业结构和产品结构的优化、保证及时回款、规范流通秩序、推动药企规模化、集约化和现代化。这不仅是对消费者的优惠政策,也是对国内医药企业的一次转型升级。

中期向好确定性高

在国内医药企业方面,也存在着优势逐渐向头部集中的趋势。而面对人口逐渐老龄化、全民医疗能力的逐步提升、生活观念和消费能力的提升,医药行业在刚需和政策扶持的背景下防御性凸显,市场人士表示,医药行业或受外围因素影响有限,中期向好确定性高。

上海证券分析师表示,经过前一阶段持续回调之后,医药行业整体的估值溢价率已回归至近5年的中低位水平,短期波动不改医药行业基本面业绩增速回暖的本质。医药板块下半年仍有望保持强势,此外,上市公司进入半年度业绩报告密集披露期,医药板块各细分领域业绩呈进一步分化的态势,建议关注业绩与估值匹配度相对合理的优质标的。中长期来看,市场对宏观经济的变化愈发敏感,医药行业正处在行业变革的起始阶段,创新药面临的产业环境不断改善,研发储备深厚的药企将持续享受政策红利,新药上市加快也将促进公司业绩的快速提升,行业有望凭借良好的防御属性继续受到资金青睐。

天风证券认为,不确定性背景下医药相对优势明显,坚守细分领域龙头标的。该机构指出,年中以来,在内外环境充满不确定性背景下,医药板块的相对比较优势较为突出,建议投资者可继续配置相对安全的医药板块,尤其是各个细分领域的龙头标的。结合中报业绩,建议投资者坚守包括景气度较高的创新药及其产业链领域的龙头标的(恒瑞医药、药明康德、泰格医药、凯莱英),稳健增长的医疗器械领域龙头标的(迈瑞医疗、安图生物),医药大消费领域龙头标的(片仔癀、爱尔眼科)。

平安证券认为,在市场避险情绪浓厚的背景下,业绩成长确定且可持续的公司有望获得资金青睐。建议紧抓中长期景气的细分领域,短期市场避险情绪浓厚,建议布局中报业绩突出、成长确定性较高的标的。长期来看,医药行业结构调整仍然在进行中,建议聚焦影像、口腔、创新三条主线。

二季度持续调仓换股 对冲基金“扎堆”美股四大板块

□本报记者 陈晓刚

美股市场机构投资者的二季度13F持仓报告本周全面披露。通过对824只对冲基金(美股持仓规模达到1.66万亿美元)的二季度13F持仓报告数据进行分析后发现,金融、科技、健康医疗、必需消费品四大板块最受对冲基金青睐,占对冲基金的持仓比重分别为16%、15%、14%、14%。其它板块中,通讯板块占对冲基金的持仓比重为10%、工业板块为7.2%、能源板块为4.9%、必需消费品板块为4.2%、原材料板块为4%、公共事业板块为2.7%。

值得注意的是,标普道琼斯与MSCI建立的全行业分类标准(GICS)2018年9月下旬进行了重新分类,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。此次行业分类标准发生变化,对于对冲基金很长一段时间内的调仓换股会产生深远影响。

对冲基金青睐VICI Properties

第二季度,对冲基金在美股金融四大板

中的持仓规模为2678亿美元。在以对冲基金新增仓位计算的金融股中,博彩物业投资信托公司VICI Properties二季度被对冲基金增仓最多,增仓4200万股;富国银行位列第二,增仓1300万股;新上市不久的固收及衍生品交易平台Tradeweb受到对冲基金的青睐,排名第三,增仓1040万股。若以对冲基金新增市值计算,富达国际、VICI Properties、维萨排名前三位,对冲基金新增市值分别达到14亿美元、9.4亿美元和9.1亿美元。

在以被对冲基金减持仓位计算的金融股中,房地产投资信托公司Annaly排名第一,被减持1800万股;主营地区性业务的五三银行被减持1250万股,位列第二;中概公司开心汽车被减持1230万股,排名第三。若以对冲基金减持市值计算,金融服务技术提供商Fiserv排名第一,巴西在线支付公司Stoneco和房地产投资信托公司Welltower紧随其后,三家公司分别被对冲基金减持市值5.7亿美元、4.7亿美元和2.6亿美元。

第二季度,对冲基金在美股科技板块中的持仓规模为2579亿美元。在以对冲基金新增仓位计算的科技股中,赛普拉斯半导体、印度软件公司Infosys、办公沟通软件提供商Slack名列前三,分别被增仓5650

万股、2760万股、2090万股。若以对冲基金新增市值计算,赛普拉斯半导体同样名列第一,云计算商业软件公司Anaplan和电商公司Sea Limited排名第二、三位,对冲基金新增市值分别达到13.4亿美元、10.4亿美元和1.97亿美元。

在被对冲基金减持仓位计算的科技股中,Marvell、微软、赛门铁克被减持的股份最多,三家公司分别被对冲基金减持3070万股、1690万股、1610万股。若以对冲基金减持市值计算,英特尔、信息技术咨询公司Cog-nizant、美光科技被减持的市值最大,分别为8.78亿美元、7.53亿美元、6.31亿美元。

辉瑞被大举减持

第二季度,对冲基金在美股健康医疗板块中的持仓规模为2276亿美元。在该板块中,Adaptive生物技术、医疗仪器耗材公司艾万拓、专注遗传疾病药物研发的BridgeBio Pharma公司被对冲基金新增仓位最多,分别为6520万股、5420万股、4070万股。若以对冲基金新增市值计算,Adaptive生物技术、艾尔建医疗、Bridge-Bio Pharma公司排名前三,对冲基金新增市值分别达到31.5亿美元、21.4亿美元、11亿美元。

在以被对冲基金减持仓位计算的健康

医疗个股中,辉瑞、动物保健公司Elanco Animal Health以及日本武田制药美国存托凭证(ADR)被减持的股份最多,分别被减持3130万股、1600万股、1050万股。若以对冲基金减持市值计算,辉瑞、两大健康保险公司Anthem和Cigna被减持的市值最大,分别为12.5亿美元、6.85亿美元、4.96亿美元。

第二季度,对冲基金在美股非必需消费品板块中的持仓规模为2255亿美元。在以对冲基金新增仓位计算的非必需消费品个股中,福特汽车、IAA、新上市不久的宠物用品公司Chewy、京东和阿里巴巴被新增仓位最多,分别为3620万股、2100万股、1700万股、1680万股、1320万股。若以对冲基金新增市值计算,亚马逊、阿里巴巴和IAA排名靠前,市值分别增加30亿美元、15.6亿美元、8.1亿美元。

在以被对冲基金减持仓位计算的非必需消费品个股中,凯撒娱乐、梅西百货、连锁餐饮公司Restaurant Brands International被减持的股份最多,分别被减持3270万股、1260万股、1100万股。若以对冲基金减持市值计算,家居用品公司劳氏、前进汽车零部件公司和Restaurant Brands International被减持的市值最大,分别为10.4亿美元、7.7亿美元、5.4亿美元。