

■ 财富圆桌

债市愁云密布 阳光总在风雨后

□本报记者 张勤峰

近期债市快速下跌,通胀阴影挥之不去,定向中期借贷便利(TMLF)引而不发,刺激市场对货币政策收紧担忧。货币政策将出现怎样的变化?现在是否应弃债转股?接受中国证券报记者采样的研究人士表示,CPI上行构成货币政策宽松的掣肘,且短期内这一局面难以明显改善,但政策收紧可能性也不大,债市虽无趋势性机会但调整之后波段交易机会依然存在。从这个角度看,跌一跌未必是坏事。

多重利空打压债市

中国证券报:近期债市连续快速下跌,主要原因何在?

臧曼:触发因素主要是两个,一是猪肉涨价导致市场对CPI预期继续上修;二是在今年四季度往后的半年时间内,主要宏观经济数据在基数快速降低的情况下,同比增速大概率企稳回升。宏观经济基本面有望修复,对交易盘的情绪也产生负面冲击。

此外,在市场下跌过程中,由于此前商业银行出于免税效应,认购了基金公司发行的大量利率品种公募产品。在市场下跌、净值回撤的情况下,商业银行止损赎回产品,导致公募基金被动卖券,形成小规模踩踏,也是市场在近几日加速下跌的重要原因之一。

李勇:近期债市快速下跌主要由以下四方面因素导致。第一,猪肉价格持续回升驱动CPI高企。无论从历史周期规律还是部分前瞻指标来看,猪价短期内难以见顶,在猪肉价格驱动下,年内CPI同比涨幅将维持在3%以上。第二,部分经济数据有所改善。第三,受通胀制约,央行货币政策出现了放松预期差,中期借贷便利(MLF)利率下调、贷款市场报价利率(LPR)下行、TMLF操作预期相继落空。第四、10月出台的一些政策再次引发市场对严监管的关注。

货币政策不会大幅收紧

中国证券报:如何看待未来一两个季度经济与物价走势?

臧曼:生猪存栏持续下跌导致猪肉价格上涨,甚至对CPI其他分项产生传导,以及宏观经济数据面临基数下降的影响出现同比修复的这两个情况,客观来讲都是存在的。



宏信证券资产管理总部研究总监
臧曼



东吴证券首席固定收益分析师
李勇

但宏观经济数据和CPI回升并不存在很强的内生性逻辑。一方面在“房住不炒”的政策定力之下,国内在尝试摆脱以往过度依赖的房地产,海外需求也没有明显回升,因此宏观经济数据不存在很强的上行动力。另一方面,目前是结构性通胀,食品通胀与工业品通胀并存。在这种情况下,缺乏内生的需求驱动将会导致物价上涨并不具有长期可持续性。

李勇:预计经济增速仍将延续平稳下行的趋势,全年GDP增速在6.1%~6.2%之间。2019年第四季度与2020年第一季度维持结构性通胀与经济下行并存的状态。

当前通胀主要驱动因素在于猪肉价格。预计本轮猪周期将在2020年9月达到高点,因此到2020年一季度之前猪价均处于相对高位。春节受囤货及需求等因素刺激,预计猪价会达到高点,2020年1月CPI将达到高峰水平,之后开始回落,但整体仍会保持在相对高位。

中国证券报:货币是否可能收紧?

臧曼:央行大幅度收紧货币政策的可能性偏低,后期仍然会以稳健中性为主基调,主要原因在于以下三方面。第一,导致本轮通胀的主要因素是猪肉供给端的扰动,并非来自于总需求层面或者货币因素,收紧货币政策并不是对症下药的良方。第二,货币政策的边际收紧,势必要产生抑制经济增长的负面影响,然而在当前宏观基本面尚未完全摆脱下行压力的情况下,宏观调控政策还应当以“稳增长”为主要侧

重点。第三,目前货币政策的重心在于利率并轨,而利率并轨的重点在于压缩信贷端利率和货币市场/无风险利率之间的利差,如果收紧货币政策的话,利率并轨将面临较大的不确定性。

李勇:央行近期未下调MLF利率,也没有开展TMLF操作,但这些并不意味着货币政策将收紧,理由主要有三。第一,美国债券收益率倒挂预示经济下行压力较大,预计2020年下半年美国经济有进入衰退的可能,美联储降息难言结束。

第二,LPR改革定价方式以来,利率下调幅度有限,5年期甚至没有调整,远未达到降低成本的目的。预计未来随着通胀压力逐渐缓和,货币政策仍有继续放松的可能。第三,当前CPI上行属于成本驱动型的结构性通胀,下游需求整体依旧疲弱,核心CPI保持在低位。货币政策收紧难以解决猪价高企的问题,还可能进一步打击需求。

非牛非熊 震荡行情

中国证券报:债市收益率是否可能继续上升,上行空间有多大?

臧曼:并不认为后期债市会进入熊市,无论基本面亦或者货币政策都不支持,这是一个最基本的判断。但客观来讲,货币政策不存在进一步大幅放松的可能,所以债市收益率很难向下突破上半年的低点,后期大概率就是区间震荡的行情。

就调整空间来看,目前10年国债收益率最大调整空间超过30基点,后期能否在目前位置上企稳仍难以定论,取决于猪肉价格向上的空间,

以及对CPI其他分项的传导。另外,经济数据后期的向上修复幅度也会对市场预期形成影响。

李勇:维持债券收益率震荡波动的判断,目前10年期国债收益率已升至3.31%,年内仍有上行的空间。但也应看到,需求端依旧疲软,投资、消费、出口均没有明显回暖,经济下行压力仍大,因此债券利率虽会上行,但上行空间相对有限且中间会出现波动,预计年末之前上行空间还有5~10基点。10年期国债收益率波动范围将在2.8%~3.4%之间。

中国证券报:对债券及主要资产的投资建议是什么?

臧曼:就四季度利率行情来看,波段交易机会还是存在的,潜在的中期利好因素包括优质资产荒的现象并未出现实质性缓解、地产和城投作为传统的高收益资产提供者正在萎缩以及全球负利率蔓延叠加国内金融开放,使得国内债券的全球配置价值提升等等。在市场兑现大部分利空因素后,出现利空钝化迹象后,可以视作波段交易的一个比较好的入场点。

除利率品种之外,信用品种在市场调整后票息价值回升,配以适当的信用下沉策略,以部分优质城投为配置标的,是具有一定性价比的策略。

就权益市场而言,在企业盈利回升幅度有限的判断之下,后期很难见到趋势性的大行情,更多的还是以区间震荡为主。风险偏好不宜提升得太高,优先建议配置一些低估值的板块。

李勇:对债券投资保持谨慎态度。目前来看,2019年第四季度影响债市的因素复杂,预计市场总体将呈现震荡格局,缺乏趋势性机会,需谨慎应对。

其他资产方面,短期内黄金有望稳守于1500美元/盎司大关,仍有较大上涨空间;长期来看,欧央行再次强调经济下行风险,美国经济失速预期正在强化,黄金作为良好的避险资产,在当前宏观环境下,上行趋势明显,仍有配置价值。在经济下行、通胀制约货币政策的背景下,同样需要谨慎对待股票行情,相对看好消费龙头、TMT、金融板块。另外,美国石油库存下降超出市场预期,叠加欧佩克减产预期,原油价格预计短期内上扬;长期来看,全球经济的不景气依旧给原油施加压力,原油需求保持疲软,更重要的是,美国页岩油产量激增已使其成为全球最主要的石油生产国和净出口国之一,其对国际油价的影响日趋明显。对原油持短期看多、长期看空的态度。

■ 投资非常道

宏观 价值 供求

□金学伟

2009年10月底,上证指数收盘2995.85点。本周四(10月31日)收盘为2929.06点。若以此计算,十年股市几无涨幅。前两周还有一个段子是“这十年A股进步了,不是进步了,而是两点”,按这个算法,到本周不是进步了,而是退步了66点!

于是有人不服,写文章来辩:谁说A股十年没涨,那是因为上证指数已失真了。在这十年中,国证A指涨了47%,深证综指涨了54%,按年均复合收益率算约4%。

任何事物都是这样,选取不同样本,就可得到不同的观察结果,进而得出不同结论。就像上证2638点~3587点(2016年1月下旬至2018年1月下旬),有人觉得这是牛市,因为他看的是上证50指数,做的是大盘股、蓝筹股;有人却感到寒意一阵深似一阵。

不过,无论是进步一点、两点,还是退步了多少点,其实都是一种玩笑,一种无奈的调侃。值得分析的倒是当前这个点位有什么意义以及A股当前面临的主要问题、主要矛盾在哪儿。

过去我曾不止一次讲过价值中枢问题。它有几种计算方法。

一种是“时间价位”——TPO点核法。无论涨跌,一个价位被K线穿越过一次,就计为一个TPO点,然后看哪个价位累积的TPO点最多,哪个就是核心价值中枢价位。

到目前为止,以日线做样本,累积TPO点最多的是2900点,包括2900以上,2999点以下,总共382个TPO。其次是3000点,总共360个。再次是2800点,总共339个。毫无疑问,2800~3100点之间,就是上证指数的核心价值中枢区。

一种是目测法。看哪个价位最容易出现相持走势或成为一个相持区域的核心价格。观察结果,也是在2800到3100点之间。

另有一种是高低点平均法。我们一波一浪来算——998点到6124点:平均是3561点;6124点到1664点:平均是3894点;1664点到3478点:平均是2571点;3478点到1849点:平均是2663点;1849点到5178点:平均是3513点;5178点到2638点:平均是3908点;2638点到3587点:平均是3112点;3587点到2440点:平均是3013点;2440点到3288点:平均是2864点。

总共9个波段,平均3233点。如果去掉最后的一个2440到3288点,则是8个波段,平均3280点,刚好是今年4月最高点,价值中枢在股市运行中的意义可见一斑。

无数充分活跃分子的自由行动和群体无意识行为,产生了系统自组织和自选择结果,所以对市场,不用太去管它,管的结果,只会改变市场运行方式,不会改变运行结果。

以笔者的多年观察结果,当市场跳上跳下,最后僵持在了核心价值中枢区后,这个市场实际上已从熊市状态,转到了平衡状态。

关键是没有力量打破这个平衡状态。

遗憾的是,目前还没有。没有的原因很简单。无论宏观经济还是股市本身,连续几十年的高增长和高速发展留下了一些“负资产”,要清理这些“负资产”堪称高难度动作,也不是一两年、两三年所能奏效的。价值吸引投资,预期引导操作,无论是宏观经济,还是股市本身,当雷区还没排除干净时,投资者是不敢冲锋,也是不宜冲锋的。

价值吸引投资,在价值这一块,虽然有证据表明,目前的A股是一个价值洼地,但这只是相对来说的,相对美股,相对过去的平均值。对全球化投资的QFII来说,它具有一定吸引力的,也是资产配置的需要,但对更多具有自由选择权、可持有股票,也可完全不持有股票的资金来说,这个价值洼地是需要有宏观经济和股市自身条件配合,才会产生吸引力。这就是“一切依条件为转移”的思维。A股总体估值不高,但没有便宜到可让那些自由资金抛却一切其他因素,投入到股市中的程度。

其实价值问题不仅是一个股市宏观问题,它更是一个微观问题——谁?哪一个?哪一些股票?一旦扯到这问题,就牵出了股市的另一个问题,苗不齐的问题。高的太高,低的太让人不放心,这是影响市场向上拓展的又一个结构性问题。

除了宏观与微观条件之外,目前股市还有一个更重要的问题,就是钱的问题。笔者曾讲过价值中枢的双向引力,当股价处在它的下面,且远离价值中枢,它会产生向上的吸引力。但是,当股价要超越它而向上发展时,它就形成了地心引力。航天界把摆脱地心引力所需要的驱动力称为“冲量”。

从过去20多年的走势看,有效超越价值中枢所需要的冲量需要达到总成交的0.6倍。如果一波行情从开始,到冲过价值中枢,总成交额为10万亿元,那么,在冲过价值中枢后的最高5天成交量要达到这个波段总成交额的60%。而这次从2440点起来,冲过3000点后成交量最大的5天成交量只相当于波段总成交量的0.33倍,差了近一半。

我觉得,冲量不够的情况在今后很长一段时间内都会存在。而且由于减持不断,加上新股发行上市不断,近期市场的存量资金也有减少的迹象,如何平衡供求,平滑供求失衡的曲线,应该成为管理层需要考虑的问题。

唯有传世真国宝 赞歌盛世新华章
2020版熊猫金银纪念币
Issued by the People's Bank of China

把国宝带回家

中国金币总公司 总经销
Solely Distributed by China Gold Coin Incorporation
上海金币投资有限公司
Shanghai Gold Coin Investment Co., Ltd.
地址:上海市黄浦区龙华东路358号绿地企业中心17层
邮编:200031 电话:(021)53080101 传真:(021)53087770
网址:<http://www.chinagold.com.cn>

扫描二维码

中国金币总公司 总经销
Solely Distributed by China Gold Coin Incorporation
上海金币投资有限公司
Shanghai Gold Coin Investment Co., Ltd.
地址:上海市黄浦区龙华东路358号绿地企业中心17层
邮编:200031 电话:(021)53080101 传真:(021)53087770
网址:<http://www.chinagold.com.cn>

家电龙头“扬眉吐气”

行业智能化趋势值得关注

□本报记者 牛仲逸

司在份额压力下,依然发布高性价比产品布局低端市场,未来留给中小品牌市场空间或进一步压缩。

关注三主线机会

家电板块作为大消费品种的一个重要分支,一直以来受到投资者青睐,除了市场熟知的家电龙头外,板块还有哪些投资机会?

长城证券表示,随着我国居民生活水平日益提高,消费者对于家电的要求也越来越高,而最引人关注的无疑是各类智能化产品。到2020年,白色家电、生活电器、厨房电器的智能化率将分别达到45%、28%和25%,智能家电未来5年将累计带来1.5万亿元的市场需求。

智能化是家电行业发展的必经之路,也将是近几年行业增长的来源。在传统家电逐渐步入成熟期后,替换需求将在市场中占据主导地位,智能家居能够满足消费者对于品质生活的需求,符合我国消费升级的趋势,将得到快速发展。其中以智能电饭煲、智能热水壶为代表的智能小家电具有功能实用、外观小巧、价格较低等优点,更受消费者的欢迎,推荐关注苏泊尔、九阳股份;白电龙头也积极布局智能化产品,凭借研发能力和品牌优势,有望占据智能家电大部分市场份额,推荐关注美的集团、海尔智家。

华创证券表示,随着企业减税落地、后续交房预期回暖,以及消费政策的试点推行,家电行业有望受益回暖;另外MSCI纳入因子逐步提升,北上资金料将持续流入,看好行业中长期配置价值,行业评级维持“推荐”。重点推荐确定性较高以及预期改善品种,主要有三条主线:一是高壁垒、低估值以及未来发展前景值得期待的龙头公司;二是受益于竣工预期改善的厨电龙头公司;三是抗周期性的小家电龙头公司。

业内人士认为,中长期来看,冰洗市场以产品更新需求为主,消费升级与高性价比需求均存在,一方面,龙头企业品牌力领先,中高端市场份额有望继续集中,另一方面,龙头公

冰洗内销市场受到8月促销需求前置影响,终端需求均偏弱,2019年9月冰洗内销分别同比-0.9%、-3.7%,外销市场增速环比有明显回落,冰箱总销量微增0.1%,而洗衣机总销量下滑3.8%。

业内人士认为,中长期来看,冰洗市场以产品更新需求为主,消费升级与高性价比需求均存在,一方面,龙头企业品牌力领先,中高端市场份额有望继续集中,另一方面,龙头公