

流动性预期再修正 短债配置价值较高



□博时基金现金管理组投资总监 陈凯杨

2017年上半年,金融去杠杆从货币收紧扩大到强监管政策出台,十年期国债收益率不断走高,不过,6月初以来,这种情况似乎有所改观,6月份以来,债券收益率再度出现快速下行。Wind数据显示,5月11日十年期国债收益率最高攀上3.7%的关口,6月8日十年期国债收益率仍高达3.65%,不过,在此之后,一年期和十年期国债收益率快速下行。Wind数据显示,截至6月26日,一年期和十年期国债收益率分别为3.4815%、3.514%。笔者认为,今年二季度以来,受银行同业监管影响,债市经历大幅度调整,目前短期债券品种的绝对收益相对较高,且收益率波动相对较小,仍然是配置价值较高的品种。

当前形势或好于4月

目前债券收益率的下行速度较快,市场担心会重现在今年3月“抢跑行情”之后,4月份出现的大幅调整。但当前的经济基本

面、货币政策和监管环境都好于今年4月份,笔者认为,市场就算出现调整,其幅度可能也会小于4月份。

从经济基本面上看,目前房地产投资已经拐头,PPI也开始加速向下,经济基本面虽然不会快速下行,但短期超预期的可能性也不大;货币政策方面,央行当前的货币政策态度较之今年4月份更为鸽派;监管方面,监管政策的密集出台已经告一段落,未来就看监管政策的落地情况,其对市场的冲击应该也小于今年4月份。

目前时点来看,债市最坏的时间或已过去,从中长期来看,债市的配置价值或已显现。一方面,收益类曲线非常平坦,配置短久期债券即可以获得较好的持有期收益,确定性较强。另一方面,待市场去杠杆结束后,可通过灵活地波段操作,获取资本利得,实现增厚收益。

市场政策预期或过度乐观

当前债券收益率不断下行引发市场的热烈讨论,市场对债市的乐观情绪再起,但我们认为

债市受流动性驱动的特征显著,当前收益率的下行更像是流动性预期的再修正。对基本面方面的利好预期可能没有太大问题,做久期交易的难度也在下降,但是对于监管和货币政策的预期可能是过于乐观的。

必须要看到,本轮货币政策和监管政策收紧,有两个大的背景,一个是全球超宽松货币政策的退出,一个是金融自由化态度的转向,中国金融自由化进程可能已经告一段落,在这种背景下,监管和货币政策风险可能还没有出清,讨论债券大牛市还为时尚早。

存贷基准利率是政府确定的资产价格锚,贷款基准利率的比价效应,对债券利率产生了较大的制约效应,需要关注其变化。货币市场利率锚则是政府调节金融杠杆的重要工具,央行应该会将货币市场利率保持在既能控制金融杠杆,又能保持金融“稳定”的位置,货币利率很难回到牛市时的状态,但也不会过高。要关注贷款基准利率锚和货币市场利率锚的影响。

目前我们观察到,存单到期的越多,债券反而涨得越厉害,这可能是由于存单到期带来了流动性的释放。目前增量的理财资金已开始大量配置新发存单,旧存单到期时,之前配置存单的非银和部分银行则重新获得了流动性。这部分资金成为当前配置信用债和利率债的主力,带来了收益率的下行。7月份债券供给有可能放量,市场如果出现一定的调整,或许是配置的好机会。

在这样的背景下,笔者管理的博时安誉18个月债券基金近日趋势打开,对于接下来的操作思路,我们将继续保持谨慎,初期仍然以短久期、轻杠杆的防守策略为主,等待市场充分调整,通过久期匹配策略,增加杠杆率,通过左侧博弈增强收益。在品种选择上,以高评级的优质信用债和利率债为主,规避低评级信用债,以降低组合信用风险。在市场面临MPA考核、监管政策集中发力和货币政策收紧的流动性冲击下,利率债可能存在超调机会,会以快进快出方式适时博弈利率债波段交易。

从产业角度 理解蓝筹股上涨

□国网英大国际控股集团高级总监 田晓林

近期以来,A股市场发生新的变化。一大批高价成长股估值大幅下滑,一些传统的资源型企业估值得到提升。新股发行量大幅增加,当然是一个重要原因。但是从产业的角度观察和理解,更能真正理解蓝筹上涨的动力。

这种情况,有两个重要的背景不能忽视。一是美联储加息导致的中国提前收缩金融流动性。2013年,美联储首次提出放弃三轮量化宽松政策,亚洲等新兴市场即对美联储货币政策转向作出剧烈反应,其后美联储逐渐缩表、加息,进入一个新的货币周期。二是中国实体经济逐步寻底,民间投资意愿不振,债务持续增长。中国的金融去杠杆和主动收缩流动性有助于降低和缓解冲击。新常态下实体经济持续寻底,与中国人口结构发生的重要变化,进而产生的总需求增长乏力,和前期高投资带来的产能过剩同时发生。进而,在总需求萎缩的时候,市场自然会放弃那些技术含量低、产业链地位薄弱等非基础需求的中小产业。这两个背景形成合力,就如同秋风一起,最先落下的是那些树梢枝叶一样,那些基础产业的蓝筹公司就像树干,即便在环境逐渐变得恶劣时候,也能坚持更长时间。从这个角度看,蓝筹的上涨体现出资金偏好转换的强烈避险意识。

加息本身意味着现金及现金流的价值变得更加重要,因此能够产生丰富现金流的资产会变得更加有价值,当然也会对非现金流资产的价格打击更大,特别是那些通过债务购买的非现金流资产,受到的冲击更大。个人、企业甚至一个经济体(国家)的资产负债表中,都不能逃脱这个规律。这也是前期高估值、现金流差的中小板、创业板公司股价下跌的最主要原因。而那些在传统领域处于相对垄断的规模性企业,产生现金流的能力很强,在加息过程中资产的价值是相对上升的。

近年来宏观经济政策和经济结构出现新的变化,但是从产业的角度看,上一个周期导致的产能过剩,新兴产业体量较小、替代作用不强,劳动力人口结构到了抛物线右侧,以及由此带来风险没有出清。由于真正的科技创新和科技进步在上市公司里体现的不多,蓝筹企业由于其稳定的回报,历来是市场的稳定器。同时产业市场的并购重组提升规模效应和行业集中度,也是产业发展的内在驱动力和发展规律。在当前监管政策导向、内外部经济环境和市场存量资金有限的情况下,大型蓝筹企业的价值还会提高。

观“网红奶茶店” 重塑投资模式

□华宝兴业上证180价值ETF及联接基金、券商ETF基金经理 丰晨成

近来,网红奶茶店已取代地产中介店成为街边新开店铺的主力,一些茶饮店所带来的销售神话成为小微创业者们的创富指南,网红餐饮企业通过新品牌、新单品,以及雇人排队的行为艺术营造了供不应求的气氛,靠口碑话题带出潜在需求,互联网公司的线上营销套路被用到了线下,消费者成为自愿把逛街变成“等茶”的狂热粉丝。

在同样套路的不同外壳下,投资者也易于暴露其普适、倾向性的行为,资本市场是市场规律发挥作用的地方,同样反映着人性中的偏好和固有行为模式。随着A股市场股票数量越来越多,A股上市公司的结构正在发生深刻的变化,投资者的交易范围、交易倾向随着市场结构而演化,从中可以感受到与实体企业经营探索上的一些共通之处。

我们统计了表征大中盘上市公司的沪深300指数、表征中小盘上市公司的中证500指数,以及表征小盘股上市公司的中证1000指数,对照了它们的月度成交额数据以及在A股总成交额中的占比,可以明显看出,自2014年12月新股发行提速后,中证800和中证1000以外的超小盘股(包括次新股、新股)的数量从700只增加到1400只,此类股票占市场成交的比例从不足10%增加到接近40%;但随着2016年年中监管层对借壳炒壳行为进行规范,小盘股的市场流动性开始持续下降,其中中证1000指数成分股的周成交额中位数从一年前(2016年6月27日当周)的7.8亿元跌落到目前的3亿元,中证500指数成分股的周成交额中位数从7.7亿元下降到4.6亿元,与此同时,以沪



深300为代表的大中盘股票成交却日渐活跃(周成交额从12.17亿元上升到12.53亿元)。

我们还发现,2016年年中的时候,沪深两市超过一半的总成交额都来自于中小板、创业板上市公司的贡献,只有不到17%的成交额来自于沪深300成分股。一年之后的今天,创业板指成分股的日成交额下降一半多,成交占比也从巅峰时的22%回落到17%,中证1000指数成分股的成交占比更是下降了15个百分点。从这些统计结果来看,在目前A股股票数量超过3200只,而市场资金没有明显增加的情况下,存量资金在单只股票尤其是小股票上的配置日渐分散,这使得没有了新股和次新股标签的小市值股票,正面临着日渐式微

的交易流动性。以2017年6月27日为例,我们注意到,全市场近一半的个股成交金额都在五千万以下,日均成交额2亿元以上的个股不到500家,但其总成交额却占到全市场成交额的60%以上。

另一方面,也可以看到,我们统计的过去一周成交金额排名前200位的个股,今年以来算术平均收益率达15.71%,远超各大主流宽基指数。这使我们意识到,在市场日益重视小盘股的流动性问题之际,今年以来的“漂亮50”、白马蓝筹行情的背后,可能是投资者对于交易流动性的被动选择:即由于小盘股流动性下降,资金进出较难,导致投资者不得不迫寻一些容易进出的个股作为战术配置标的,以确保

投资组合在调整上的灵活性。而参考按照沪深300成分股成交占比的历史趋势来看,目前它们在市场总成交额中的占比还只是恢复到中枢水平,还未达到成交拥挤集中的地步。

在股票数量增加的时候,机构投资者对于个股投资的选择范围可能正越来越有限——这感觉就像是街边的奶茶店,貌似店面那么多,但你看到的门庭若市者和门可罗雀者,差别就是那么明显。这个看似矛盾的现象背后,其实反映的也是企业或者上市公司内在价值、盈利能力的分化。

例如,近年来我们经常可以看见一些媒体面向大众所做的一些归纳与分析,即考察上市公司的盈利水平来看,一个好公司的净利润可能抵得过几百家小公司;另一方面,优质资产的供给不会随着证券化进程而快速增加,这也是目前价值风格引领投资风潮的内在逻辑之一。

从网红饮品店的营销策略谈起,笔者观察到,在资本市场上,有部分个股在一些套路的包装下,以热点题材和概念来吸引投资者眼球,通过欲语还休的信息披露手法或股价的大幅波动等,来吸引“热钱”涌入、跟风,这的确是我们市场曾经存在过的一种现象或曰产品套路。另一方面,通过自身的品质品质获得优质口碑,从而凭借口碑维持市场竞争力和坚实的“护城河”,这是另一部分上市公司的光明大道。在小盘股流动性日益明显的背景下,如何选择优质投资标的,选择何种投资模式,同时怎样使资源向具有内在价值和优良成长性的企业倾斜,这对于股票市场的各个参与主体,包括个人投资者、机构投资者,乃至上市公司、投机客而言,都是需要去深入思考、琢磨的重要问题。