

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，这可能是因为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，当然也是一个重要原因。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遍、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元以下，日均成交额2亿元以上以上的个股不到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，导致投资者不得不追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度。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长，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投资套路。另一方面，通过自身的产品品质获得优质口碑，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。