

多空论剑

不松不紧 央行精准调控资金面

□本报记者 王焘

7月上旬资金面超预期宽松,“内涝”之际央行频频“抽水”,公开市场操作(OMO)连续暂停12日;“水位”下降之后,央行则重启OMO并转为净投放,同时超量续做MLF。总体来看,通过对逆回购、MLF工具的灵活运用,央行双向操作精准调控,有效地平稳了市场对流动性的预期。展望后市,流动性预期边际变化对大类资产表现会有什么影响?本次特别邀请中信证券固定收益首席分析师明明和天风证券固定收益首席分析师孙彬彬就此进行探讨。

“削峰填谷”维稳流动性

中国证券报:从OMO连续暂停12日,到重启OMO并转为净投放以及MLF超量续做,怎么解读央行近期在公开市场上的操作?

明明:OMO连续暂停12日,一方面是因为前期投放较多的流动性,银行体系流动性处于较高水平;另一方面,6月市场反弹后出现一些过度乐观的声音,使得一些机构甚至喊出“债牛”的口号,市场情绪过于乐观或非监管层未见,央行顺势暂停OMO,适当收紧流动性也符合其“不松不紧”的货币政策基调。

随后央行重启OMO并转为净投放,是因为在OMO暂停12日之后,随着流动性逐渐回笼,银行资金压力逐渐提升,叠加税期的扰动,市场承受一定的流动性压力,央行由此重启OMO维稳资金面。7月13日,央行续做3600亿元1年期MLF,延续在MLF续做上“锁短放长”的特征,显示仍保持温和的货币政策不变,同时缓解当日较大的流动性压力。

孙彬彬:在连续12个交易日暂停OMO后,央行超量投放MLF和有效对冲到期逆回购,从流动性管理上可以看出,当前央行货币政策操作继续回归中性。这个中性不同于前期,并不是偏紧的中性,区别在于侧重点,“削峰填谷”的同时显然更为关注市场预期的平稳,虽然市场普遍担心7月第二周到期量巨大并叠加缴款等多种因素影响,但是资金面表现上总体依然平稳。

中国证券报:6月资金宽松程度恍如过了个假6月,7月上旬资金面也超预期宽松,为何出现意料之外的宽松?

明明:6月资金面较为宽松,究其原因,一方面,4月以来监管机构出台一系列如“三违反”、“三套利”、“四不当”等专项治理政策,政策压力给银行间市场造成了一定程度的恐慌情绪;另一方面,6月为跨季及跨半年度的关键时点,资金稳定尤为重要。故央行在6月23日之前通过公开市场操作净投放超过4000亿元流动性,此举措一方面是为了缓和严监管政策压力带来的银行间市场恐慌情绪,另一方面,据央行公告称,受政府债发行缴款等因素影响,银行体系流动性总量下降较快,因此加大投放力度,保证跨季资金稳定。7月初资金面的宽松也仅仅是6月投放较多流动性层面的延续。

孙彬彬:当前流动性状态总体平稳,有各方面原因。其一,最为重要的是央行操作行为的变化,即回归中性,回归到稳定与合理的状态,“削峰填谷”的操作下,机构预期稳定有助于资金面的稳定。其二,财政存款投放



中信证券固定收益首席分析师明明

央行目前温和去杠杆的政策导向意味着流动性不会枯竭,后续可能会再度趋向边际收紧。流动性冲击过后可能出现配置机会值得期待。



天风证券固定收益首席分析师孙彬彬

对于资本市场而言,无须过于担心资金面,对于债市,在利率走廊的逻辑下,票息策略依然占优,虽然利率空间有限,但仍可实施积极的杠杆策略。

超预期,改善了半年末的资金面,6月财政存款降幅显著超过去年同期(-3195亿元),达6165亿元,远高于前期平均水平(-1677亿元),这是流动性改善的重要推动力量。其三,近期人民币汇率相对稳定,有助于进一步稳定市场预期,当然,这一判断需要外汇占款数据的进一步支持。

货币政策维持中性

中国证券报:结合国内6月经济、金融数据及监管动向,如何判断央行货币政策基调及走向?

明明:从经济运行状况出发有助于判断货币政策基调。从6月金融数据可以看出:虽社融规模超预期回笼,信贷增长超预期,但居民中长期贷款稍有反弹,房贷占比连续3个月下滑。地产周期或已接近尾声。另一方面,6月CPI同比涨幅与上月持平,PPI同比与前值持平,环比连续三月回落,当前宏观经济有所好转并显示了一定的韧性,但是地产与库存周期或近尾声,经济仍存下行压力。所以当前货币政策保持温和、“不紧不松”的基调。

理解宏观调控的主要意图有助于判断货币政策走向。抑制债市泡沫、防控金融风险,是当前宏观调控的重要目标,在利率上行时确实有助于“去杠杆、防风险”宏观调控目标的实现。但值得注意的是,本轮去杠杆已取得阶段性成果。若未来货币政策大幅放松,则前期去杠杆的成果恐无法巩固,还可能频频诱发一些有失偏颇的市场预期,可能刺激更多投机套利的行为,加大经济金融领域的风险。但若以较宽松的货币政策过快推高市场利率,则可能如2014年之前出现的实体经济被高利率所误伤的局。

孙彬彬:央行货币政策操作将维持中性,也就是此前所谓的“不松不紧”。原因有三:其一,基本面平稳中经济增速下行压力可能逐步显现,虽不足以改变货币政策的基调,但

有助于稳定中性的宏观操作环境;其二,结合最新的理财数据,5月理财增速降至9%,合理推测广义信贷增速有所回落,金融去杠杆初见成效,政策无进一步收缩的压力;其三,近期外围关注度再度提高,但是因为通胀等因素影响,宽松退出操作难以快速推进,有助于缓和外部压力。

中国证券报:近期全球货币政策趋紧预期升温,耶伦半年度货币政策证词却“鹤声嘹亮”,海外因素对国内政策和流动性有什么影响?

明明:近期全球货币政策趋紧的预期或存在过度紧张的成分,目前全球经济状况并不支持快速加息。另外,虽然6月美联储如期支持,美联储兼顾就业和通胀,从通胀角度考虑,结合耶伦近期国会证词,虽然美联储货币政策年内方向进一步明确——还将加息1次并启动缩表,但通胀隐忧之下,收缩之路还能走多远仍是疑问。对欧央行而言,按照目前的CPI水平推测,货币政策正常化操作的预期可能还会反复,所以短期内美欧日的货币政策正常化进程可能仍然会一波三折,受此影响,人民币汇率相对稳定,所以外围因素对国内流动性总体影响可能偏中性。

孙彬彬:外围市场是下半年流动性最大的不确定因素。从美欧日的政策逻辑出发考虑,三大央行中,欧日央行主要关注通胀目标,美联储兼顾就业和通胀,从通胀角度考虑,结合耶伦近期国会证词,虽然美联储货币政策年内方向进一步明确——还将加息1次并启动缩表,但通胀隐忧之下,收缩之路还能走多远仍是疑问。对欧央行而言,按照目前的CPI水平推测,货币政策正常化操作的预期可能还会反复,所以短期内美欧日的货币政策正常化进程可能仍然会一波三折,受此影响,人民币汇率相对稳定,所以外围因素对国内流动性总体影响可能偏中性。

无需担忧资金面

中国证券报:短期来看,7月下旬资金面将面临哪些扰动因素,如何判断资金紧张程度?

短期来看,7月下旬资金面将面临哪些扰动因素,如何判断资金紧张程度?对于债市,在利率走廊的逻辑下,票息策略依然占优,虽然利率空间有限,但仍可进行积极的杠杆策略。

不锈钢价格回升 沪镍跟随走强

□本报记者 马爽

经历一轮持续下跌后,本周沪镍期价出现企稳迹象,四日来连续反弹,目前主力1709合约已突破76000元/吨一线。分析人士表示,在市场预计行业基本面阶段性转好的基础上,“黑色系”走强进一步催化沪镍反弹。从基本面来看,期价能否启动长期向上走势仍需观察。

现货方面,据曹洋介绍,镍板与镍铁价格均有不同程度回升,但价格回升之后,市场观望情绪渐浓,实际成交暂时没有显著好转。

行情是否转暖待观察

从基本面来看,近期到货北京营业部负责人郭卿表示,5月份菲律宾到中国镍矿量较大,环比增幅达90%以上,冲击国内镍矿供需平衡状态。6月份进口继续加大,库存压力加剧,预计7-8月镍矿供应仍处于过剩状态。6月份有部

分镍铁企业开始复产和增产,但由于目前生产仍处于亏损状态,因此,7-8月产量增量亦有限。7月印尼青山不锈钢复产后,将减少印尼对中国镍生铁的出口,加之国内不锈钢厂检修后复产将陆续消耗镍矿库存。6月份不锈钢利润大幅提高,进入7月、8月后,德龙,印尼青山不锈钢复产亦将加速镍量消耗,会对镍价产生一定的支撑。此外,从中国SHF镍公开库公布的数据来看,中国镍供需仍处于紧平衡状态,并不支持镍价大幅度下跌。

曹洋表示,供给方面,菲律宾镍矿供给修复恐将加速,印尼矿回归市场稳步推进,红土镍矿跌价风险仍在,这将为接下来国内镍铁厂复产创造条件。同时,印尼镍铁产能释放加速也将推升全球原生镍的供给水平。需求方面,下半年国内不锈钢库存易增难降,铜价易跌难涨的概率偏大,钢厂减产的力度较上半年或将增大,现阶段甚至已出现不锈钢转

产普碳钢的迹象,不锈钢生产受限将直接带来镍料需求的萎缩,废不锈钢对镍料的替代也是一个威胁。总体上,镍市场基本面尚在转弱,市场预期之后或有调整。

对于后市,郭卿表示,从基本面来看,后市镍价大概率将止跌回升,但能否启动长期向上走势仍需观察。历史上看,美联储加息均对走着商品价格的上涨周期,但此次加息却叠加美联储收缩资产负债表,两方面因素共振使得此次大宗商品尤其是有色金属走势充满不确定性。

曹洋表示,下半年,沪镍整体将维持震荡下跌,主力合约价格目标或维持在70000元/吨,但阶段性的行业基本面改善,包括环保、安全监察等也可能带来一些短期反弹机会。不过,经过此轮价格的上涨周期,但此次加息却叠加美联储收缩资产负债表,两方面因素共振使得此次大宗商品尤其是有色金属走势充满不确定性。

曹洋表示,下半年,沪镍整体将维持震荡下跌,主力合约价格目标或维持在70000元/吨,但阶段性的行业基本面改善,包括环保、安全监察等也可能带来一些短期反弹机会。不过,经过此轮价格的上涨周期,但此次加息却叠加美联储收缩资产负债表,两方面因素共振使得此次大宗商品尤其是有色金属走势充满不确定性。

对于后市,肖锋波表示,虽然目前国内棉花生长状况良好,供应端的增加让棉花价格难以再上涨。另外,2017年国储棉拍卖继续进行,持续至8月31日。按照现在的国储棉拍卖成交率在70%以下推算,国内棉花供应充足,亦不支持价格上涨。

对于后市,肖锋波表示,虽然目前国内棉花生长状况良好,供应端的增加让棉花价格难以再上涨。另外,2017年国储棉拍卖继续进行,持续至8月31日。按照现在的国储棉拍卖成交率在70%以下推算,国内棉花供应充足,亦不支持价格上涨。

对于后市,肖锋波表示,虽然目前国内棉花生长状况良好,供应端的增加让棉花价格难以再上涨。另外,2017年国储棉拍卖继续进行,持续至8月31日。按照现在的国储棉拍卖成交率在70%以下推算,国内棉花供应充足,亦不支持价格上涨。

投资非常道

估值的维度

□金宇伟

估值,说起来就是两个字,很简单。再详细一点,就是给公司一个合理定价。但要做好却不简单。以我比较机会主义的观点,要提高估值准头,让估值具有实操性,至少得考虑两个维度。

纵向维度,就是市道。牛市还是熊市,估值将往上走还是往下走?市道不同,估值标准就不同,甚至连方法也不同。2008年初,一群朋友聚会,谈到正在高增长的股票。由于市场还沉浸在前所未有的大牛市中,很多研究员仍在以3年后的EPS×30“给它们估值,所以我就说了一段感言:估值就是牛市说牛话,熊市说熊话,现在这个时点上,一个研究员不知道将过去2年形成的估值标准先拦腰砍去一半再说,那就不及格。

“拦腰砍去一半再说”,意味着平均市盈率将调整一半以上,所以大家将信将疑,相视,微笑,摇头。但最后的结果不止一半,而是从最高的六十几倍跌到了十几倍。那些3年后的EPS×30“股票都跌了70%以上,且3年后的EPS”最后也成镜花水月——没有一家达到研究员预估的盈利水平。

这个�故事还有续集。当年底,一位基金投资总监的夫人调到了证券公司当研究员,第一次写公司研究报告,为估值犯难。翻翻书,不同流派各执一套,都很有道理。看着市场,同一只股票不同时期的估值也高低悬殊。给多高的价才算合理?这位总监说:“一个朋友讲,估值就是牛市说牛话,熊市说熊话”,把他夫人逗乐了。那不是跟娱乐界一样,很娱乐吗?“话是娱乐的话,理却是这个理。最后,她给这个现价才8元的股票定价13元,一个月后,它就涨到了13元。

后来我借这句话,写了一篇《估值很严肃也很娱乐》,描绘了从熊市底部到牛市顶部的估值演变:当市场在见底、未见底,尚笼罩在熊市阴影中时,甲研究员对A公司的估值是:以13倍的PE为它的合理价,对应目标价格8元。当市场越来越暖,13倍的PE已挡不住股价上涨步伐时,他的估值就会变成18倍的PE,对应目标价11元。当市场越走越强,18倍的PE已被踩在脚下后,他的估值会变成25倍或30倍的PE,对应目标价变成1528元或1833元。当眼前的PE实在高得离谱,再这样估值自己也觉得理不直、气不壮时,就变一个花样:以它明年的EPS×30为它的合理价,对应目标价为55元。如果仍挡不住它的上升步伐,那就以它后年的EPS×30来定价,这样,它的估值就能提高到80元。

市场就是在这样的动态估值中,周而复始地从战战兢兢到疲疲癫癫,从乐极生悲到否极泰来。在乐极生悲前,市场涨跌幅的估值无一不是高了再高,连带公司的盈利预测也是水涨船高。而在否极泰来前,市场对股票的估值无一不是低了再低,连带公司的利润预测也是沉鱼落雁、飞流直下。”

估值很娱乐,是因为公司价值原本就是从两个层级组成:一个是私人价格,一个是公众价格。前者用巴菲特的话说,假如明天股市关门,这家公司依然值这个价,它构成了稳固基础价值。后者是由投资大众互相喊价决定的,受市场潮流、市场情绪的影响很大,具有很大的弹性和相对性。而我们大多数情况,都只能根据这个相对价值来投资,只有充分考虑了两个层级的差异,充分考虑了市道变化,我们的估值才会有更大的准头、更大的实操性。

如果纵向维度考量的是“市”与“势”,那么横向维度考虑的就是“质”与“性”的问题。

一个是行业属性。不同行业的平均估值水平有很大落差,不考虑行业属性,只是按PE、PB、PS……做简单排序,那估值就成了“排排坐,吃果果”的幼稚游戏。这当然也行,只是常常买到二三流股票,一流的股票往往会有一些偏高的估值。

一个是公司性质和投资类别。这比行业属性更重要。举例说,中石油上市前一周,有太多朋友想参与它的上市炒作,要我做一个定位分析:能炒多高?我花了几天时间,从各种渠道了解它的原油储量,最后,按那两年每桶95美元的平均价,乘上它的石油储量,分摊到每股,给出了48.38元的极限价。一家资源类公司,它的终极价值就是它的矿储量所拥有的经济总价值。这个定价救了很多朋友,因为中石油一开盘就在48元之上。

这个案例非常典型地反映了估值的基本法则:先定性,后定量。公司的性质和投资的类别决定了估值的方法、估值的要素、常态的估值标准与极限的估值边界。

粗略讲,所有投资都可归到四种类型中:价值型、成长型、趋势型、困境反转型。每一种类型考察重点不一样,规则也不一样。比如成长型投资需要重点考察利润与营收的年度复合增长率(过去的和将来的)、季度同比增长率。趋势型投资,重点在公司业务和产品是否足够“潮”,能代表商业与科技发展的大趋势,没有这一条,仅仅根据股价走势来操作,那叫顺势交易,不是趋势投资。

这四种类型当然不是绝对分型的,它们都有交集。比如困境反转型和价值型常常会有交集;约翰·霍夫的价值投资已有一定的增长元素,这和格雷厄姆有区别;巴菲特的价值投资又和成长投资有更大交集;稳健的成长型投资会有较多的价值元素,如彼得·林奇;激进的成长投资又和趋势投资难分难解,如威廉·欧奈尔……这都是适应性反应——不断适应环境、学习进化的结果。

总之,就像约翰·H·霍兰在《秩序——适应性造就复杂性》中说的,复杂适应系统中的“分主体”考察有很多侧面,不同的侧面有不同的考察规则,有的规则很笨拙很粗疏,关键是我们来解决什么问题。估值其实也是,起螺钉,再蹿脚的起子也好过精良的扳手,只有知道现在最需要解决的是什么,才能找到最合适的方法。一个投资人,可以有两种途径走向成功。

一种是坚持一种类型,这需要严格的区隔投资,把不属于、不符合这种类型的股票统统剔除。

一种是广泛学习、了解不同的投资类型,以及它们的考察重点与评估模型,哪一种类型中有了最佳投资标的就投哪一种。

最要不得的,就像查理·芒格引用马克·吐温的话——手拿一把锤子,看到什么都像钉子,都去敲两下,用一套方法,去和所有的股票调情。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2017年7月14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
506888	惠安汇和	1.1054		11,054,196,400.22	
500058	银河银丰理财	1.0210	3.8890	3,082,149,287.04	3,000,000,000.00

注:1.本表所列7月14日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。
2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的最新日均价计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计净值总额。