

多空论剑

# 降准未必有戏 债市或有可为

□本报记者 张勤峰

面对极低的超储率,近期人民币快速升值引发降准的讨论。与此同时,进入季月,债券投资者再次憧憬市场会像今年3月、6月一样走出一波上涨行情。那么,降准到底有没有戏?没有降准,后续利率会怎么走,季月行情还会出现?对四季度债市有何研判?对于这些问题,本次请中信建投宏观固收首席分析师黄文涛和中信证券固收首席分析师明明进行讨论。

## 货币政策难放松

中国证券报:近期人民币升值较快,降准呼声渐起,如何看待这一情况?

明明:降准呼声从上个月开始涌现,随着近期人民币升值势头较猛,呼声越来越高,我们认为在人民币市值稳定、国内基本面向下行压力较大、金融体系流动性结构不均衡三重因素叠加情况下,“中性”降准是一个可能选项。首先,从人民币汇率上看,“8·11汇改”以后人民币持续贬值的制度基础和预期已经消失,而5月以来的持续升值证明了人民币贬值基础不复存在,对人民币贬值的忧虑目前不再是影响降准的主要障碍。其次,从最新公布的数据看,



中信建投宏观固收首席分析师黄文涛

未来何时会出现交易性机会,取决于经济何时会超预期下滑,进而引致政策边际转向和监管趋缓。相持阶段,票息为王。



中信证券固收首席分析师明明

多重因素有利于债市,四季度长端收益率不会突破此前的3.6%顶部,债市存在一定的交易机会,长端熊陡难现,短端机会犹存。

向实体去杠杆的过渡阶段,货币政策难言松动。不过,在目前越来越强调政策协调配合的背景下,监管政策的边际收紧或将带来货币政策边际转松。

黄文涛:目前来看,货币政策松动的必要条件是经济出现超预期下行。本轮中国经济企稳回升是经济长期下行中政策作用的结果,并非需求改善所致。因此随着政策的渐次退出和需求趋弱,下半年经济下行压力逐渐加大,但经济硬着陆的概率并不大。

我们认为,四季度货币政策有望维持真正中性。一方面受欧美货币政策收紧以及国内资产价格、金融去杠杆、外汇储备压力等因素制约,货币政策不具备宽松条件;另一方面在国内融资成本约束下,货币政策也不会主动收紧,当前中美利差也提供了缓冲空间。在货币政策紧平衡态度下,资金成本刚性,也有助于促进金融去杠杆。

## 短端下行空间更大

中国证券报:经历一番波折后,本周后半周债市重拾升势,类似3月、6月的季月行情会否重演?

明明:总的来看,9月债市回暖比较明显,10年期国债到期收益率也回落到3.6%以下,9月债市进一步走高已是大概率事件。资金面方面,央行9月上旬超额续做MLF并重启28天逆回购操作表明了央行呵护资金面的态度,这些操作与6月份相似,而6月份资金利率水平不高且波动降低;从央行9月中旬以来的公开市场操作来看,9月14、15两日在当日均无逆回购到期的情况下均开展大额逆回购净投放,共投放3000亿元,如此大规模的资金净投放已经超过了3月、6月的同期水平,在央行保持市场流动性总量适度中性的态度下,9月资金面保持平稳仍是大概率事件,这有利于债市回暖。短期来看,资金

面难有负面影响,而经济基本面和海外因素的助力更有利于债市上行,9月存在一定的波段交易机会。

黄文涛:从历史数据来看,3月份10年期国债利率从月内高点回落了17.05BP;6月份10年期国债利率从月内高点回落了15.97BP,均出现了一小轮波段行情。其中6月份情况与当前有相似之处。8月份以来,监管有加强态势,但9月份同业存单再度扩大发行,此前市场对同业存单到期压力的担忧迅速消散,当前阶段性维稳是重心的情况下,资金面有望持续稳定,给债市带来喘息空间。此外,本周发布的经济数据不及预期,对债市也带来边际利好。

整体来看,当前资金面利好已经基本被消化,而下半年经济下行已经在市场预期内,收益率接下来大幅下行的概率并不大,即使有也大概率弱于前面两次。并且随着货币政策阶段性维稳目标完成,货币政策继续围绕监管保持真正稳健中性,收益率也不具备持续下行动力。

中国证券报:近期收益率向下的空间如何,阻力在哪里?收益率曲线将如何变化?

明明:理论上来说,10年期国债到期收益率的下限是1年期MLF操作利率3.20%,但目前偏离较大;但就目前来看,10年期国债到期收益率将稳步降至3.6%顶部中枢以下,不排除在基本面和海外因素配合的情况下再有10BP-20BP下行的可能。

目前我们正处于我国历史上持续时间最长、最为严重的利率期限结构平坦时期,从历史上看,收益率曲线平坦后的形态走势存在着3种可能性:央行货币政策转向宽松,短期利率下行,出现“牛陡”;经济基本面向好,PPI及CPI持续走高,债市出现“熊陡”;曲线持续平坦化。从目前看,下半年基本面向下行压力较大,地产及库存周期接近尾声,外需难以依靠,内需也难大幅好转,通胀回升难度较

大,货币政策或将继续保持稳健中性,长端上行的“熊陡”难现,短端下行仍存可能。

黄文涛:从目前长短端利率走势来看,短端利率前期大幅上行后,下行态势不明显,10-1年期国债期限利差目前仅11.79BP,收益率曲线被大幅拉平。在9月份资金面大概率平稳的情况下,期限利差难以继续收窄,收益率曲线有望重新变陡。在收益率曲线修复背景下,短端利率下行空间更大,长端利率下行空间取决于短端利率下行幅度。

## 收益率高点基本明确

中国证券报:对四季度债市有何预期?有何投资建议?

明明:多重因素有利于债市,四季度债市仍然不会突破此前的3.6%顶部。首先,8月经济数据下行,四季度经济基本面向下行压力加大;同时,近期上游商品价格和周期行业股票上涨趋势受到遏制并出现快速调整,市场对经济后续复苏的预期发生扭转,投资、需求和出口的普遍下行导致CPI增长乏力,货币政策难以收紧,有利于债市回暖。其次,随着实体经济去产能的初见成效、金融杠杆的稳健去化,实体经济去杠杆被提上日程。实体经济去杠杆将压缩实体经济信贷规模,货币需求将有所下行。货币供需的再平衡将缓解金融去杠杆过程中货币需求大于货币供给导致利率上升的情况,有利于债市回暖。最后,人民币升值、境外资金流入,美联储加息和缩表步伐放缓,欧央行年内退出QE概率不大,海外因素同样有利于国内债市。目前来看,债市存在一定的交易机会。

黄文涛:我们认为,四季度债市仍处于艰难的筑顶阶段,收益率沿上轨窄幅波动。未来何时会出现交易性机会,取决于经济何时会超预期下滑,进而引致政策边际转向和监管趋缓。相持阶段,票息为王。

# 流动性隐忧未散 债市突破尚待时日

□本报记者 王姣

继周四(9月14日)大幅上涨后,中国银行间债市周五继续反弹乏力,10年期国债期货主力合约收盘微涨0.02%,现券收益率则小幅上行。市场人士指出,8月经济数据全线回落并低于预期,一度点燃市场压抑已久的做多情绪,不过随着季末临近,流动性收紧,短期内收益率走势将主要看资金面变化。从更长的区间来看,在后续流动性相对宽松的预期下,四季度经济基本面向下行压力显现,很可能引发新一轮交易性机会。

## 反弹乏力

15日,债市交投情绪收敛,市场缺乏继续反弹的动力。截至昨日收盘,10年期国债期货主力合约T1712收盘涨0.02%报95.355元,5年期国债期货主力合约TF1712收盘报97.690元,持平于上一交易日;与此同时,银行间现券收益率小幅上行,10年期国债活跃券170210收盘利率上行1.25bp报4.125%,10年期国债活跃券170018收益率上行0.25bp报3.60%。

而此前一日(14日),最新公布的8月经济

数据大幅回落,显著刺激债市做多情绪。当天T1712合约收盘大涨0.41%,创6月19日以来最大单日涨幅;银行间现券收益率全线下行,10年期国债活跃券、国债活跃券收益率均明显下行逾4bp,收益率创近一个月来的新低。

在业内人士看来,经过周一至周三的小幅震荡后,周四(14日)债市市场迎来“加速上涨”,主要受益于8月份宏观经济数据全线低于预期、央行公开市场净投放1000亿元、商品价格再现暴跌等。

从最新公布的8月经济数据看,生产、投资和消费的数据均低于预期及前值。数据显示,2017年8月份,我国规模以上工业增加值同比增长6.0%,低于市场预期的6.5%与前值的6.4%;全国固定资产投资同比增长7.8%,增速比1-7月份回落0.5个百分点,也低于市场预期的8.1%,整体跌至近期最低水平;8月份社会消费品零售总额同比名义增长10.1%,低于前值10.4%和预期10.5%,扣除价格因素实际增长从9.6%降至8.9%,回落较为明显。

## 短期看资金面

市场人士指出,尽管经济基本面对债市

反弹形成一定支撑,但临近季末资金面维持紧势压制多头情绪,市场也在等待8月金融数据的发布,机构情绪整体偏谨慎,短期需继续关注季末资金面状况及金融数据等。展望四季度,在年内流动性较宽松的预期下,经济增速下行预期的强化,很可能导致后期债市出现交易性机会。

招商证券固定收益首席分析师徐寒飞指出,目前来看,当前债券市场短期的交易机会已经出现,市场已经酝酿了相当的乐观情绪,“误判”货币政策走向的逆转,叠加中期的基本面重回偏弱的利多因素,债市出现“加速”上涨实属正常。短期内回调就是上车机会。

“进入9月后,此前困扰债市的资金面紧张、风险资产大涨、央行货币紧缩等利空因素持续退潮,随着8月各项数据继续不及市场预期,结合市场反应来看,熊市反弹的趋势进一步明朗。”国泰君安证券固定收益首席分析师覃汉表示。

不过华创证券认为,经济数据的不及预期只能带来短暂的交易行情,没有货币政策的配合难以带动趋势性机会,3.6%依然是10年期国债年内的底部,未来利率上行风险高于

下行空间,交易仍需牢记安全边际。

中长期而言,中信证券固定收益首席分析师明明在最新研报中指出,从基本面的来看,8月宏观数据表明经济如期放缓,市场对经济基本面强力复苏的预期开始修正。此外,虽然8月CPI同比增速远超预期,但随着食品类价格涨幅收窄和基数效应显现,预计下月CPI同比增速或会收窄。基本面因素很难进一步推动利率上行。从货币政策和金融监管的协调配合角度看,下半年我国可能实行“松货币+强监管”政策以促进资金脱虚向实。从海外的角度看,美联储年内加息概率不高,欧央行仍维持宽松态度,人民币汇率仍将保持相对强势。综合多种因素来看,3.6%仍是10年期国债收益率的顶部中枢。

中信建投证券固定收益首席分析师黄文涛同时表示,三、四季度经济将如期温和下行。PPI保持季度回落态势,CPI全年1.7%左右,通胀无忧。货币政策不会宽松,金融监管还有下半场。债市收益率难上难下,难以选择方向,处于僵持阶段,收益率先在上轨波动。未来两个季度仍处于论持久战的相持阶段。利于配置帐户,对交易账户而言没有较大的交易波段。

# 后市易涨难跌

生产专项实施方案》指出:加大钢铁企业限产力度,错峰停产方案要具体到重点县(市、区)。石家庄、唐山、邯郸等重点地区,采暖季钢铁企业限产50%,以高炉生产能力计,采用企业实际用电量核算。

据悉,三地钢铁总产能约2.1亿吨,若严格执行限产政策,产能利用率从目前的81%左右下降至50%,预计将影响河北省日均产量21%以上。

卓创资讯钢铁分析李超表示,据卓创统计的唐山41家型钢厂的60条轧线,当前的开工率为26.6%,较上周下降30%。型钢厂开工率的急剧下滑,导致钢坯供大于求,原料价格开始下跌,下游成品材价格开始震荡下滑。此次煤气改造工期较长,还有不少企业选择月底停产,预计九月底开工率将是全年最低点。

李超分析认为,今年钢材市场受政策影响较大,特别是唐山地区,环保政策实施力度较大,先是煤改气,紧接着是环评手续,导致不少型钢企业停产改造,钢坯外销量减少,价格支撑力度不足,型钢价格随之下滑。但进入11月份,钢铁企业受制于采暖季限产政策,因此九月和十月将是贸易商集中采购的季节,后期价格还是看涨的。

范丽也认为,去产能持续叠加环保风暴,因此目前市场政策性炒作调涨的概率较大。她分析说,“金九银十”终端对钢材采购量存在回升预期,且预计需求将攀升至年内高峰。前期钢铁产业链持续去库存,目前库存处于近年低位,叠加政策性错峰生产因素,供需需紧背景下,市场调涨预期性逐步增强。四季度钢市有望维持高位运行,不排除持续阶段性调涨的可能。

## 投资非常道

## 未来的归未来 现实的归现实

□金学伟

连续两周,我们讨论的都是PEG中PE问题,提出了两点建议。

一是用静态PE,而非动态PE。动态PE可做最新估值的参考,用来算PEG则害处多多,除非像2007和2015年这样的牛市——大牛市中,我们总是可以且应该“从权”并向市场妥协。

二是PEG的PE本身不能太高。成长投资本身就是一种在高估值中博取高收益的游戏。史莱特的《纽鲁法则》中曾提到的PEG最佳效果产生在10-20倍PE对15%-25%的增长率中,而这种股票在A股很难找,大约每10年才有一批。所以在A股市场上,PE本身不能太高”也值得讨论。

欧奈尔有个观点,虽然不是针对PEG所言,但很有价值。“一般投资人最好不要买PE超过市场平均2倍的股票”。他的完整意思是:虽然有很多大牛股在成为大牛股之前、之初有很高的市盈率,但这种股票一般投资人很难把握,所以要尽可能买市场平均PE在2倍以下的股票。但过低的PE,他也不赞成,认为“在低市盈率中寻找目标,常买到二三流股票”。成长投资,是乐观者的游戏,威廉·欧奈尔就是一个“致命的乐观主义者”。

这个观点和我近年做的一个统计非常吻合。比如,当前A股平均28倍的PE(动态约23倍),加倍取整为50,最高不超过60。去年和今年,凡PE超过60,又不在风口上的,没有特殊趋势性题材的,非新股板块的,表现都很一般,买进容易盈利难。回头看看,过去历次大牛市的情况也大抵如此。

史莱特“10-20倍的PE”又是怎么回事?在巴顿·比格斯的《癫狂与恐慌》中,我找到一个数字:各国股市平均市盈率,其中英国一栏的10年平均数是9.8倍(美国是10.4倍,全球12.1倍)。虽然书中的10年平均数截至1987年,但《纽鲁法则》成书年代和它相距不远,所以,20倍的PE放在英国股市,其实也很接近市场平均值2倍了。

上面谈到风口,再谈趋势性题材。由于“风口”常常能产生最强劲的市场动力,所以风口上的股票也是要特殊对待,要从权,要与市场妥协。妥协,但不是投降,其间的意味,要好好领会。妥协,就是知道自己干了什么。投降就是彻底地脚踩西瓜皮,滑到哪里算哪里了。

PE的问题解决了,G呢?G是一个更复杂问题。当我说增长率时,相信不同人心里会跳出不同的增长率:复利增长;过去的复利增长,未来的复利增长;过去3年的复利增长、10年的复利增长;最近若干年内的年度同比增长,最近一个年度的同比增长;当季同比增长、当季的单季同比增长。所有这些,都可作为PEG中的G。取样不同,结果也不同。复杂的问题简单化,是人类解决复杂问题的法宝,但别把事情看得太简单了。不同的G,可赋予不同职责。

历年同比增长,主要给公司定性。比如我对某一公司做的评估:上市来无一亏损记录,11年中只有2年是利润下降,但都很快(翌年)创出新高,是成长股。复利增长,是考察过去若干年内实际增长状况的。最近一年的增长率是一个动态比较基础。往上,和复利增长比,是提高了还是下降了;往下,可做当季增长率提高还是下降的参照。当季增长率,是即时的,也是股价波动的最大激励因素。预期增长,只能做最后取舍时参考了。一来,未来很难预测,别说明年,就是今年的每股收益,到三季报出来后再预测,也照样十无一中,洋相百出。二来,股票投资最根本的决定因素是“未来”,未来能确定,还要什么PEG等等的指标?只要做一个现金流的加总计算就行了。比如,你能明确告诉我某公司未来10年的复利增长为20%,我就敢以30-40倍PE,也就是1.5到2倍的PEG去买。为什么不呢?20%复利,意味着10年累计净利32.27元,成本收回,溢价就是净收益!一切指标,包括PEG,其实都是因“未来不可测”而创立的。

不同的指标派不同的用场,世上没有包打天下的指标或神奇公式。投资不是预测未来的游戏,而是利用合理策略,抓住眼前机会的游戏。PEG就是这样一个指标,所以它的G,一般只需用当季数字,而且也以当季数字为好。对很多股票来说,PEG就是给市场一个炒作的把柄。

举例说,凯撒旅游,该股去年每股收益0.2647元,年初股价15元上下,PE约56倍。一季度EPS为0.0289元,同比增长44%。我盯了这只股票一段时间,开始PEG=1.27倍,没优势,而且一季度的EPS太低,导致动态PE太高,也没意义。后来它跌到11元,PE降到42倍,PEG降到0.94,也没优势。且一季度EPS过低导致的PE(动)过高,没吸引力,这问题也未解决。但二季报一出就不同了:每股收益0.1674元,同比增长136%;PEG降到0.5以下,PE(动)变为30几倍。一个“眼前的机会”就出现了。其后它迅速涨到17元。至于17元后能不能买,就要做另外分析了。仅就凯撒旅游而言,就可看出业绩预测其实并不可信。2016年,它的一致性预测是每股0.34元,结果是0.2647元。2017年的一致性预测是0.41元,但中期凭借非经常性损益,做到0.1674元(这是凯撒旅游可借机炒一把的直接驱动力),“知非后”为0.0917元,能否如愿达到0.41元,只有天晓得了。

“上帝的归上帝,凯撒的归凯撒”。未来的归于未来,现实的归于现实。预测未来,是上帝也不可能精准的。你看《圣经》里,谈到未来,那个耶和華都是含糊糊糊的,“有福了”,“有祸了”,怎么个有福法,怎么个有祸法?不知道。用中国人话说,天机不可泄露。所以,股票投资,你可以做些预测,但不可把它当基石。只有先把脚跟站稳,才能眺高眺远。至于《纽鲁法则》把预测的增长率也算到PEG里,只需想想史莱特是干什么的,就行了。他是个卖数据的,只是静态PE÷动态G,那谁还要买他数据?自己不会算?

## 证券投资基金资产净值周报

截止时间:2017年9月15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
505888	嘉实元和	1.1358		11,358,228,692.13	

注:1、本表所列9月15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当日平均价计算。

3、累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。