

多空论剑

# 信用利差难大涨 静候政策“靴子”落地

□本报记者 王姣

刚过去的两个月，信用债走出了从“抗跌”到“补跌”的行情，再一次印证“信用债调整只会迟到不会缺席”的论断。11月份信用债何以会加速下跌？违约个案接连出现对市场影响多大？监管压力下信用利差会否继续上行？围绕市场关心的这些热点问题，中国证券报邀请中信证券固定收益首席分析师明明和联讯证券首席宏观研究员、董事总经理李奇霖进行探讨。

## 新变化加速补跌

**中国证券报：**如何看待近期信用债从抗跌到加速下跌的现象？

**明明：**近期信用债行情仍然主要是利率变动主导而非信用风险主导，体现为信用债收益率随着利率债收益率上行而上行，由于流动性的差异，调整有所滞后。

10月份信用利差抗跌主要有三点原因：一是信用债收益率较高，有一定的利差保护；二是信用债流动性相对较差，在这轮债市大跌中，机构先抛售流动性较好的利率债，向信用债的传导有个过程；三是市场情绪不好、成交量缩量，较多的有效成交才会推动曲线变动，所以交投缩量的熊市进一步降低曲线的敏感性，体现为信用债的抗跌。

11月以来信用债加速跟跌也有三点原因：其一，利率债深跌导致信用债也需要抛盘降低久期；其二，对未来市场的悲观情绪，导致一些委外盘可能开始赎回；其三，前期积累的个券成交反映到了曲线上，没有成交的信用债更多根据曲线定价，所以也跟随调整。

**李奇霖：**最近信用债无论是一级还是二

记者观察

## 新券首日破发 转债打新非无风险

□本报记者 张勤峰

久立转债以实际行动证明转债打新并非无风险。

12月1日，“久立转2”上市首日盘中几度跌破面值，收盘勉强守住100元上方，刷新“雨虹转债”之后转债上市首日的最低涨幅。

本期转债由久立特材发行，是该公司发行的第二只可转债，故名“久立转2”，期限6年，规模10.4亿元，于12月1日在深交所上市交易。这也是本周以来上市的第4只可转债。

盘面显示，久立转2开盘报102.77元，略高于面值，开盘后未见上冲直接下行，很快逼近面值附近，10:50前后首次跌破面值，此后胶

级市场，都出现了不小的调整。二级市场在经历了10月的“抗跌”行情后开始“补跌”，信用利差与等级利差双双走阔，但短端还是要好于中长端，高等级短久期成为了现在投资者的普遍选择。在二级市场利率快速上行后，一级市场取消或推迟发行的债券数量也开始明显增多。

10月份信用债的抗跌，主要在于信用债有配置盘的支撑，机构的负债端也比较稳定。10月份市场虽然发生了大幅的调整，但从同业存单的发行利率和发行量来看，负债端还是相对稳定的，这就给广义基金的高票息策略创造了良好的条件，也就给信用债带来了较强的买盘。

11月份信用债又为什么跟跌了呢？主要是因为出现了一些新变化：一是负债端变得更为紧张了；二是11月监管靴子开始落地，资管新规征求意见稿虽然看起来比较温和，但如果真的实施对信用债会有很大冲击，不排除有些机构会提前调整，给信用债带来估值压力；三是最近市场也出现了一些债券违约事件，对投资者的情绪及风险偏好都有一定冲击，给信用债带来调整压力。

### 风险整体可控

**中国证券报：**近期信用风险事件有所增多，如何看待当前信用环境？

**明明：**近段时间发生的信用事件主要以民营企业家为主，这些企业违约并不突然，基本是市场上早有预警的一些发行人。近期信用风险事件增多，主要是因为发行人长期盈利能力欠佳、年末资金周转出现问题。一方面，全年债市行情不好，诸多企业从发行债券转向银行贷款，所以银行贷款额度消耗得比较快，很多贷款计划已经平移到明年一季度，新增贷款可获得性降低；另一方面，利率持续向上突破，一级发行取消增多，尤其是资质较低的企业资金可得性降低，使一些长期盈利能力欠佳的企业，最终爆发资金周转问题。

不过总体看，今年的信用风险大环境是趋于缓和的，去产能等政策推动下，过去高风险行业发行人利润大幅改善，信用风险呈现更明显的个体性特征，所以不用担心行业性、区域

性的信用风险。

**李奇霖：**今年整体信用风险不大。虽然发行人现金流没有明显改善，但工业企业利润一直保持着比较高的增速，两者的背离主要是因为企业存货和应收账款增加，在需求短期内仍然有一定的韧性、供给侧改革继续推进等因素共同作用下，企业的信用资质是有保障的。

但是在行业与结构上，信用风险有所分化。一是龙头大企业与中小企业的分化，大企业改善，但中小企业信用风险增加。二是行业之间的分化，之前的过剩产能行业如钢铁、煤炭企业盈利表现出色，在今年反而是较好的选择，但房地产企业风险相对要大一些，一边是销售回落下内部现金流恶化、外部融资手段受到阻碍、明年债务到期偿还压力大，另一边是拿地补库存加大投资，投资性现金流流出大。

**中国证券报：**信用债还将面临哪些潜在风险？

**明明：**资管新规恐怕会对信用债整体估值有影响，但无论是何种监管，终归要回到支持实体经济，信用债融资需求难以大部分转移向贷款，若大规模持有信用债的理财需要抛售，诸多发行人的短融到期也很难接续，所以我们认为监管风险犹存但并不是特别大。未来银行理财逐步采用净值法核算，对于信用债甚至可能是利好，比如更多地采用估值波动较小的PPN、私募债作为持仓，乃至向北金所定向融资工具等介于非标与标准化资产类的工具的相对偏好也可能会增加，但还需结合相关细则具体分析。

**李奇霖：**最大的风险还是严监管、去杠杆，去年年底以及今年4-5月份，都有银行在监管压力下赎回委外，导致非银资管抛售信用债造成收益率快速上升，最近的调整也有监管的影响。

未来强监管将是趋势，主要方向应该是围绕现有的资管新规（征求意见稿）做一些细节上的完善与修改。原则上，破刚兑、去资金池与多层次嵌套，走净值化道路是未来的方向，但具体细则仍待观察。破刚兑、净值化是长期的过程，现在的过渡期可能也不够，可

能将有所放宽，这意味着短期内监管带来的风险是可控的，不用过度担忧。

需要注意一点，监管的目的在于防风险而不是制造风险，将市场调整与机构风险相隔离，在推进速度与落实时，也会考虑到市场影响，如4-5月的大幅调整后，基本上采取的要么是新老划断，要么是从点到面，从小范围到全局，给足时间消化存量进行调整。

### 高等级短久期为佳

**中国证券报：**后续信用利差将如何变化？对信用债有何投资建议。

**明明：**在更具操作性的监管政策落地之前，银行理财、委外的业态尚不会发生实质变化，信用利差仍将会保持目前的中枢水平上下波动。对于信用债投资而言，稳杠杆下信用风险既无风雨也无晴，信用利差随期限延长体现期限溢价，在综合久期缩短的情况下，可适当追求信用债的久期与风险暴露。

具体来看，第一，煤钢博弈空间小，全国房企与区域房企头尾分化趋势仍在，建议关注有升级潜力的区域房企，化工细分行业仍有高利差保护；第二，相关民企非常规风险的释放基本完毕，民营企业估值已为底，系统性重估拐点或现；第三，常态市场化续发机制确立后，地方政府债、各类专项债利差或将提高，投资价值凸显；第四，行业性、区域性信用风险难现，迎来首次集中兑付的公司债，或许将成为点带面的风险释放点。

**李奇霖：**短期看，由于负债端仍然不稳定，信用利差有进一步走阔的压力。但就中长期来看，信用利差可能会继续收敛，因为现在的外部环境还没有发生根本性的变化，利率的拐点还要等待经济韧性的进一步减弱，货币政策受经济调结构、防风险与外围央行的制约仍然会保持中性偏紧的状态，杠杆与久期策略性价比仍然不高，赚票息+多策略仍然是做收益的主要手段，在监管有序稳步推进的前提下，信用利差中枢仍然会维持在偏低的水平。

策略上，行业建议避开地产与建筑行业，供给侧改革所主导的过剩产能行业可以继续关注，行业龙头为首选，建议侧重高等级短久期。

投资非常道

## 趋势是一切投资的要素

□金学伟

有位读者前几天给我发了许多信息，均是对近期大盘波动的“技术论证”（主要是江恩理论和一些相关“宋数”）：这次下跌符合哪个原理，哪个数字；今天的反弹是哪个因子在起作用。他是想证明投资不是一门艺术，而是一门科学，对我的“投资不是一门科学”感到遗憾、失望。直到我回复，干脆写一篇预测，我给你发，才没了下文。

相关的事情在2013年也遇到过。起因是一位“粉丝”感染我的一次错误判断，建议我好好学习和研究江恩理论，对我的“江恩理论是少量天才发现和大量糟粕混杂在一起”的观点，表示了极大异议，称用江恩理论可以把所有的拐点，无论大小，一网打尽。后来他又发了几封邮件，用江恩理论证明“1849点是熊市终点”的判断是错的。其实，我生性就是个无事忙，爱做无用功，非常用心地研究各种无用的东西也是我玩的一部分。在通过邮件，劝他抛弃江恩理论无效后，干脆写了2万多字的“六论江恩理论”。

在这些文章中，我做了如下总结——

在江恩理论走向“神学”过程中，有3个因素起了决定性作用。

一是商业策划的造神运动，这一点已有白纸黑字为证。

二是天罗地网式的工具方法，使市场不管在哪个价位、哪个时间出现拐点，都能用江恩的话和方法，来证明它拐得有理、拐得必然、拐得非常江恩。

三是各种神秘、高深、摄人心魄，却永远没有具体解决方案的概念，给江恩提供了更大回旋余地和解释空间，也极大增强了江恩理论的黏性和吸引力。

这种故事营销、无过错营销、黏性营销，使江恩理论不论在什么时候，总能吸引一代又一代股民飞蛾扑火般地扑向它，有的甚至十数二十年的不成功后，依然不弃不离。

当你的大脑已被江恩洗过，你基本上就入了邪门，再用大脑，就难以找到正确方向了”。

其实，事后解释都非常有理，铁板钉钉；事先判断却难料定，甚至茫然”，不仅是江恩理论，其他理论也一样。江恩的出格之处在于“不管市场怎么走，总是他的理论对”，这就是典型的“神学”与“骗术”（无意的骗也是骗）。用江恩儿子的话说：他的交易所得不足以支付家里开支，常常要靠咨询收入来弥补；如果他的方法真那么有效，为什么我现在还只能靠做一个经纪人谋生？

用无数的时间数字、价格数字、线和轮廓来编织一张天罗地网，使市场的每一个波动都可以用他的话、他的方法来证明他的话和他的方法是有效的、神奇的。对这样的理论，用证实的方法去验证，只能越验证越感神奇，博大精深，奥妙无穷。用一般的证伪方法也无法证明它的“伪”。只有一种方法：用江恩理论去预测市场，看看有几多成功，几多失败；或是用江恩理论去验证每一天，看看它有几多真实，几多虚幻。这样做了，你就会发现，几乎每一天、每一个价位，你都能从江恩那里找到一个方法，推算出它会成为一个拐点。这种无聊的事我做过，不是预测，而是针对一段走势中的每一天、每根K线的高低点、收盘点，去寻找一种以上的江恩方法来证明它应该是个拐点。

证实，让理论的宣扬者理直气壮。证伪，让我们走出幻觉，走向成熟。

同样可证伪的是价值投资。毫无疑问，价值投资的成功率最高。但为什么同样做价值投资，有人成功，有人不成功；有的收益大，有的收益少？还有，既然你对价值投资如此笃信，比方说，你对茅台坚定地看好，认为它是白酒，不会有泡沫，那为什么总是涨到高位出来吹一番，跌到底部时却鹤雀无声？这只能说明，价值投资也是可以证伪的，仅仅一个价值元素，不足以让我们成功，还要有其他的元素配合。

近期，刘央有一篇文章很对我脾胃：趋势投资是价值投资的升级版，只有看对了趋势，价值投资才有意义”。她说到一个要害问题，要不，我们根本无法解释很多市场现象，比如，同样的股票，同样的价值，这段时间可以大涨，那段时间却只能趴着甚至还跌。还比如，今年是某股票业绩增长最差的年份之一，过去5年的平均增长率是24.8%，今年连续3个季度的增长率分别是17%、17%、18%，但今年却是它表现最好的年份之一。这说明，持有价值股和价值会持续增长的股票，有更大的盈利机会，反败为胜的机会，但它何时表现，表现如何，则取决于趋势、潮流、周期。

从这个角度来理解今年市场，就能看得更清楚些。比如说，1997年、2007年、2017年，都是价值股和大市值股的炒作巅峰期。虽然它们产生的原因大同小异：一是其他股票都“炒老了”，用欧奈尔的话说是被过度买入、过度持有；二是相对价值出现了巨大落差，沪综指深综指的比价之前都出现过一波大幅回落；三是都有一支新的主力队伍崛起，1997年是券商，2007年是基金，这次是国家队”。但这些原因都只能事后看才能看得更清楚，事先都无法顺理成章地由此因推导出必然的此果——虽然也有人事先预言准了，但这种准确预言只是屡次错误之后的一次正确——在股票市场，坚持错误，得来的总是正确概率居高。

只有从两个角度：一是从10年轮回的周期角度；二是从趋势和潮流角度，才能让我们把握到这样的先机。前者能让我们有所预见，后者能帮我们及早认识。

同样，每一次高潮结束都有一些不引人注目的事件。这一次的事件是什么？就是接二连三关于通讯行业、人工智能行业，尤其是芯片行业的国家战略的推出。正是这些国家战略触发了部分主力卖出所谓核心资产，去捕捉新的猎物。

趋势，越到后面，越像一台永动机。但就像跑马拉松，一旦有一口气接不上，停下脚步，再跑起来就累了。

## PTA期价上行动力不足

化品受提振全线收阳。PTA期货主力合约涨3.19%，报5560元/吨。

现货市场上，截至昨日，华东主流现货和1801合约报盘意向升水30-40元/吨附近，递盘报盘意向平水至升水20元/吨附近，仓单和1801合约报盘升水10-20元/吨附近，商谈在5560-5570元/吨附近。美金盘PTA市场船货报盘维持在705-710美元/吨附近，PTA一日游货源供应商报盘维持至720-750美元/吨，成交有限。

另外，从机构的定价来看，天风证券此前预计其上市价格在105元左右，相比面值并不

高。中金公司预计在111元附近。海通证券预计价格中枢在108元。

分析师们做出这一预测的关键理由在于，随着正股价下跌，转债自身转股价值下降，且近期转债市场出现了主动挤压估值的行情。

而转股价值和估值基本锚定了转债的价格波动区间。

不过，久立转债上市首日破发还是略微超出市场预期，此前机构给出的定价不高，但也认为久立转债破发风险不会很大。从实际表现来看，市场情绪和正股表现可能起到一定推波助澜的作用。

进一步看，近期转债一二级市场可谓“冰火两重天”。一方面，打新热情高涨，参与

户数不断上升，中签率持续下滑，但另一方面，除了首日有所表现之外，转债上市后的表现分化明显。截至12月1日收盘，新规后发行上市的转债中已有多只跌破面值。

分析人士认为，经过持续调整，转债估值压力得到一定释放，未来下跌空间在收缩，但中短期走势仍明显受到权益市场影响，再考虑到供给压力，估值扩张动力不足。与此同时，目前一些新券平价与面值折价率较大，意味着上市后可能存在跌破面值的风险，转债打新风险开始暴露。

总之，转债打新并非没有风险，随着新券接踵而至，叠加二级行情低迷，普通投资者参与转债申购需要加强个券甄别筛选，避免出现损失。

兴证期货研究认为，OPEC顺利延长减产，未来油价企稳高位概率较大。12月PTA预计将以累库为主，但程度根据逸盛及三房巷检修有所不同，下游及终端需求持续季节性走弱。操作建议上，远月前多可继续持有，近远月套利暂离场观察后期现货供应情况。提防市场情绪及原油价格异动。

## 郑糖大幅回落概率小

库，英茂还有少量陈糖。其二，新糖供应量较去年同期降低了不少。今年广西推迟开榨。截至11月29日，广西有9家糖厂开榨，同比减少7家。

糖厂与中间商近期都在观望市场。中间商寄望于糖价下跌，补库存。糖厂资金不算非常紧张，因此也不愿意降价促销。目前广西制糖集团陈糖报价基本稳定在6350元/吨左右，新糖报6500元/吨。若中间商和终端企业开始补库存，现货成交放量，短期内现货价格还有上涨的空间。

### 政策支撑糖价

近期广西政府频频出台维稳政策。10月16日出台文件，广西制糖集团集体推迟开榨；11月20日，出台文件，2017/2018榨季继续执行500元/吨的甘蔗收购首付价。而且在广西糖料蔗收购价格问题的通知文件中，甚至提前公布了2018/2019榨季的甘蔗收购指导价，不得低于2017/2018榨季的收购价。再加上之前

### 甜菜糖难长期主导市价

今年7月时，白糖期货主力合约在6100元/吨附近运行时间长达1个多月，甚至还一度跌破6000元/吨。当时市场曾聚焦于仓单压力，创纪录的甜菜糖仓单一度让市场参与者认为难以消化。然而甜菜糖无法长期主导市场价格

格。甜菜糖可以是“压垮骆驼的最后一根稻草”，但是“稻草”本身重量是有限的。新榨季全国产量预期是1000万吨以上，甜菜糖产量预期是100万吨左右，只占全国总产量不足10%，所以甜菜糖对糖价的影响只是短期的。在现货市场供给偏紧的情况下，甜菜糖只是一种补充，市场的定价权依旧掌握在南方甘蔗糖上。笔者预期后市SR1801合约会在广西陈糖与新糖价格区间震荡，SR1805合约运行区间是5800元/吨-6300元/吨。

虽然糖价反弹，但糖业股票却屡创新低。究其原因是在新榨季，中长期供应并不紧缺，市场预期糖价下跌，制糖企业利润下滑甚至亏损。但糖价走势与糖企收益背道而驰毕竟不是一种正常现象。随着市场格局的演变，矛盾双方必将相互角力，最终必有一方会向对立面转化。投资者应密切关注现货、期货市场的微妙互动，寻找变盘的投资机会。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间：2017年12月1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</
------	------	------	------	--------	--------