

多空论剑

债市:利率爬坡 抓短持优坐稳扶好

□本报记者 张勤峰

2018年以来的调整不见止步,债市几近全面破位。监管政策频出,继续强化去杠杆的逻辑主线。如何看待后续金融监管形势及其对债市的影响?债市还可能面临哪些利空?利率上行不止,投资者如何操作?针对这些话题,本栏目邀请中信资本资产管理部首席策略师赵巍华、民生加银资管固收部执行总经理李连山进行讨论。

利空因素仍然较多

中国证券报:近期监管政策频出,如何看待后续金融监管形势及其对债市的影响?
李连山:近期监管政策频出,在整治金融乱象的背景下,出台各类配套政策是必然的,预期严监管将长期化、常态化。后续金融监管对债市的影响可从以下几方面来看:
流动性方面,对同业、非标、通道、委外等业务的监管加强,推动金融体系内部去杠杆,在货币政策中性偏紧环境下,若没有增量流动性,部分需要增量资金维系的交易将面临流动性枯竭,未来银行间流动性将趋紧,尤其是在MPA考核关键时点上。

利率方面,监管加强本质上是信用收缩,传导路径大致是:严监管——银行表外资产回表——整体流动性及监管指标趋紧——非银资金趋紧——存单、债券遭抛售——利率上行——银行补充资本金——部分存单、债券到期后不再发行——银行资产规模下降、利润增速下降甚至负增长——信用继续收缩——利率继续上行。
信用方面,在信用收缩背景下,经济下行,企业盈利还在缓慢回升,资产负债率下降较为缓慢,信用收缩对信用债的冲击是广泛的,信用利差将拉大,收益率中枢将显著抬升。

赵巍华:近期包括银监会4号文在内的一系列金融监管新政策和系列官方表态,都表明严监管还在继续大力深化。在“三大攻坚战”中居首的化解重大风险取得决定性成果之前,都难言严监管退潮。金融机构诸多表内外业务持续面临规范压力,表内外资产规模增速势必进一步放缓。前几年流行的很多业务类型面临终结,不少金融机构的发展模式需要再造,部分机构将不得不开始习惯做资产负债表上的“减法”。

金融监管政策对债市的影响,短期集中在影响市场预期,中长期则集中于实际供求层面的边际变化。目前市场对债券市场的预期偏空。由于存在负债端收缩压力大于资产端、资产负债期限和流动性状况等严重错配、信用收缩环境下不良资产易增多且腾挪空间变小等问题,金融机构或多或少都面临持续的资产负债表调整压力。流动性较好的利率债等品种仍将首当其冲承受阵痛,接着信用债发行等一级市场持续偏冷,之后调整压力会慢慢传导至流动性差二级信用债和非标等持仓。

中国证券报:债市还可能面临哪些利空?
李连山:目前对债市来说,通胀超预期



中信资本资产管理部
首席策略师 赵巍华
无风险收益率已有一定价值,但从调整的时间和空间等角度观察还难言见顶,介入需要耐心等待时机。



民生加银资管固收部
执行总经理 李连山
虽然绝对收益率不一定能到达2014年水平,但在国内严监管、国外经济普遍回暖、美国加息周期的大背景下,市场利率仍有上行空间。

上行是个利空。从国内因素看,今年南方气温偏低,蔬菜价格将受一定影响。另外,猪肉价格缓慢上涨,各种普通消费品也在逐渐提价;从国外因素看,地缘局势不稳、原油减产协议严格执行下,油价超预期上行是重要利空因素。

另外,因全球金融市场联动日益紧密,美国加息周期将带动我国债券收益率上行,若中美利差维持在140BP左右,我国债券收益率仍然有较大上行空间。

赵巍华:未来还需关注市场信用风险恶化、局部通胀预期提升、美联储紧缩加速以及全球债市收益率上行等因素的影响。

2018年,刚兑可能进一步打破,对信用债一二级市场都可能产生一定不利影响。中央对地方政府债务的管理势必从严,一些地方政府积累的隐性债务、“注水”的GDP和税收也将更多浮出水面,部分平台类债券偿债能力趋于下降。随着金融系统表内外资产规模增长放缓,过于依靠借新还旧的债务融资主体会遭遇流动性压力,这部分债务融资主体的信用风险状况也趋于恶化。

此外,随着美欧经济复苏加快,美联储2018年加息缩表等紧缩力度有望加大,欧洲等也将逐步退出非常规量化宽松,全球债券市场收益率中枢有望整体抬升,这也会通过汇率和利率平价等传导机制抬升我国债市收益率的底部。

内部因素更需要关注。在过去,市场习惯了刚兑、习惯了喊信用风险这头“狼”要来但从来没有来过、习惯了下沉信用博高收益,因此多数市场参与者都没有真正准备好迎接信用风险恶化和刚兑打破。

利率还在爬坡

中国证券报:近期债券市场利率上行,但市场并未出现恐慌,原因何在?

冬储需求短期支撑钢材价格

□本报记者 张利静

元旦以来,钢材期货延续了2017年12月份以来的窄幅震荡格局,现货钢材价格目前也已回落至相对低位。临近春节,冬储行情能否发动成为钢市关注焦点。分析人士认为,1月后半月进行冬储是较为理想的时间段,同时钢价向下调整已进行一段时间,将会引发部分冬储需求,这将反过来对钢价产生一定支撑。

低价不断涌现

元旦以来,钢材期现货市场整体震荡偏弱。现货市场上,螺纹钢价格跌至了3750元/吨左右,45#碳结钢鲁丽达报价到了3900元/吨左右,且市场低价仍不断的涌现。

业内人士介绍,全国高炉开工率持续上升,重点钢企的日均粗钢产量结束4周连续下

滑,由降转升。Mysteel调研样本钢厂的螺纹钢和线材产量创52周以来最高同比涨幅。

截至上周末,全国主要城市的钢材库存连续4周上涨,钢材价格连续3周全线下滑。

从螺纹钢、碳结钢近三个月的价格走势来看,价格自2017年11月初开始上涨,在12月初达到了阶段高点,整体上涨1000元/吨左右,随后开启下跌,截至2018年1月15日,累计下跌1200元/吨左右。整体已跌至2017年11月初的下沿。

卓创资讯分析师赵泽泽分析,影响价格的因素有很多,最终都能回归到供需层面。2017年11月初开启的上涨主要原因在于下游对钢厂冬季限产产生的影响估计不足,造成阶段性的需求大于供给,引领价格上涨。2017年12月之后的下跌行情则可以归纳为阶段性因素消失后,市场在供需大环境下对

价格的修复。

冬储需求带来利好

从供需面来看,市场人士认为,2017年冬季环保限产,取代了往年的主动检修减产,成为钢厂减产的主要驱动因素,限制的产量更多,钢材价格表现整体也好于往年。

但伴随着冬储预期加强,市场出现了阶段性供大于求的矛盾,且随着春节临近而不断扩大。但目前市场对于是否有必要进行冬储也存在分歧。赵泽泽认为,是否有必要冬储关键在于对未来行情的判断,现阶段来看,市场对近期出现阶段性低点仍有很大的预期,也就是对春节后行情持一定的乐观态度,不过在3·15限产结束的影响下,略偏谨慎,这也会影响今年冬储的量。

“目前来看,1月后半月进行冬储是较

为理想的时间段,也是钢厂在节前进行库存消化、削减压力的时间点。因此1月后半月价格或有一定的上涨,但整体涨幅或相对有限,2月上半月价格或逐渐平稳过渡至春节。”赵泽泽分析。

浙商期货分析师杨云表示,目前高炉开工率的提高将带来供给的增加,而下游需求特别是工地施工面积在减少,导致供求关系偏弱。预计未来一周钢材产量和社会库存将继续走高,呈窄幅上升的趋势。钢厂建筑钢材库存同比增速或将由负转正。钢材价格自2017年12月中旬开始,向下调整已进行一段时间,价格的下降将会引发部分冬储需求,对钢材价格产生一定支撑,综合看来春节前钢材价格跌势难改,将窄幅震荡向下调整。“但我们看好钢材价格在春节后的表现,特别是建筑钢材。”

持货商捂货惜售

2018年第一、第二批限制类废铜建议审批进口额度,分别为11.08万吨和12.59万吨,较2017年前两批总量同比大幅下降94%,显然2018年废铜进口将出现回落,但收缩量可能不会如此大。

一方面,从往年情况来看,实际进口量小于建议审批额度,因此实际进口影响的幅度要小于建议审批的收缩额度。

另一方面,两次获批企业除江西格林美外,均位于台州,我国另外三个进口废七类铜拆解地区天津、宁波、广东仍在审批进程中,预计后续将陆续公布,目前对于废铜进口收缩量的影响仍难以估计。

尽管一些大型企业已经或准备在海外建立拆解废杂铜,但考虑到时间、人力成本和税收成本问题,海外预处理废杂铜后再进口仍不是普遍现象,对于废铜供应的影响微弱。目前废铜市场货源较为紧张,基于对中长期铜市看好,持货商捂货惜售情绪较高。

投资非常道

趋势与估值

□金学伟

周一市场出现了一次大幅杀跌,尤其是个股的波动很大,从市场层面说,这一杀跌和几个因素有关。
一是上证综指3254点后的连续上涨给市场造成了很大心理压力,连续阳线的次数越多,回调预期越强,心理压力也越大。

二是市场的核心成本线仍在3250点。市场走势,无非资金驱动和定价驱动(对大盘来说就是成本驱动)在资金严重不足的情况下,大盘上涨只能靠成本驱动——当然要一定的预期做引导、个股定价驱动做基础。2638点以来的大盘走势基本就是成本驱动特色:每次回调都在比核心成本线高200点之后;每次回调后的有效上台阶都有赖震荡整理后核心成本线又提高了一步。而3450点从回调到回升时间过短,市场的换手还不足让3350点取代3250点,成为核心成本线。换言之,从成本驱动角度说,有效上台阶的条件不成熟,硬靠“一”(个股)来带动“十”(指数),只能让其他股票以更大跌幅来弥补动量不足。

三是“两桶油”的持续拉抬对市场情绪造成扰动:对行为动机的疑惑,对总是在大盘股里转来转去产生的对其他股票的悲观,进而是对后市的恐惧。

还有一个纯技术因素,就是大盘在3324点到3254点整理所产生的1.11倍的量度目标在3401点。对信加法,我用了20多年,发现一个“铁律”:2.66倍、3.34倍的形态目标有时反而不管用,而以1.11倍的形态目标锁定会有震荡,哪怕超过,也会以回拉方式来测试。

市场走到这里,有些问题其实已渐渐显露:靠“二”甚至“一”的股票来带动“十”(大盘指数)已越来越难,它的成本(代价)越来越高,隐含的风险也越来越大。当然,如果这是独立投资人(无论公募、私募,机构还是个人)的自发行为,群体自适应、自选择结果,自属正常。

混迹市场近30年,觉得最神奇的东西就是趋势。且不说趋势因何而起,如何起,去到哪里,何处是头。就说同一只股票吧,基本面没大变,在不同趋势状态下的估值也会有很大落差——常常达几倍之巨。人们常说“戴维斯双击”——因利润增速提高,带来估值提升,最终给投资人带来双倍好处。我看一个戴维斯双击不够,很多时候,利润增速提高带来的只是股价不动、估值下降,还应加上一个金氏三击:因趋势向上、盈利增长、估值提升,使股价涨幅几倍于盈利增幅。

对一个高成长股来说,估值的边际是很难把握的,但对一个盈利和增长稳定的股票,通过PE比较法,就能轻易找到它的具有市场理性的估值边际。

下面我们就以某股票为代表,来考察一下主流板块的大体估值状况,同时也为上面两段评论做一个注脚。这只股票,我2017年6月起把它作为主流板块的重点代表。

首先,通过盈利状况,我将它的历史一分为二:2007年前为高增长阶段,2008年后为收益和增长稳定阶段。

其次是计算其各年平均价。平均价的计算有两种方法。均线法:将每年最后一个交易日的245-250日均线位置作为它当年的平均价。CDP法:(年收盘价+年最高价+年最低价)÷3。两种方法平均下来的结果差不多,能简不繁,用CDP法是最好的。

其三是把历年每股收益找出来,以当年均价÷当年每股收益,算出它历年的平均市盈率。

计算结果是:这只股票的年均市盈率的平均数为6.6倍。意思是:在没有特定趋势的情况下,低于6.6倍市盈率,可认为它处在低估状态;高于6.6倍的市盈率,可认为它处于高估状态。

很多投资者不明白,为什么这只股票所处行业的股票的市盈率总是那么低?按塔勒布的三元分类法,该行业是脆弱类的——平时很稳定,一旦遭遇黑天鹅,只会是凹性的、负面的黑天鹅,不会是凸性的、正面的黑天鹅,所以市场要给它足够的“反溢价”。而对中国的这一行业来说,还有一个问题:它们总是融资,它们绝大部分的利润增长都不是内生型的,而是外部注入型的。也就是投资者用自己的钱买了一个增长,然后再用自己的钱把这个增长体现出来,所以,同样低而稳定的增长率,它们的市盈率理应比其他股票低一半。

但找到了平均市盈率并不解决估值的边际问题,所以我们还要计算它的最高市盈率。我选择了过去10年表现最好的两个年份,是2009年和2015年,来计算它的最高市盈率。计算结果是13.9倍和8.55倍,取一个平均数,就是11.23倍,我把这个数值视作它的估值边际。

估值边际不等于股价的最高点,而是指超过这个边际后,正常的趋势溢价已得到了满足,再上去,就赌风格和潮流溢价了。

回头看看它的走势就可明白:从2015年2季度到2017年1季度,其震荡整理的估值中枢其实就是6.6倍的市盈率。其后向上突破,直到2017年11月,以TTM计算的最高市盈率到达11.33倍,其后我们看到了蓝筹股板块的全面震荡——当考察的对象高度分散且情况各异时,找到准确的样本、准确的评估法,就能通过一斑而窥全豹。

但由于是首次超过11倍,也没有达到“极值”,并体现出风格和潮流溢价,加之2017年3季度又有一个业绩跳跃,所以,站住去年3450点调整位置上,我们可判断它们的调整力度不大,对大盘的冲击力不大。

趋势的奇妙就在于它会自我强化,并在不断强化过程中,完成筹码从长线投资者向趋势投资者的交接——这个过程实际上已经开始。一旦调整完成,趋势的临界点也就到了。届时,靠“一”带动“十”的结果就会充分显示出来,这就是我说多一点系统论,少一点“控制论”的原因。何况,目前沪指综指也接近了一个时空临界点。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年1月19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	1.1324		11,324,082,386.02	

注:1.本表系为首次超过11倍,也没有达到“极值”,并体现出风格和潮流溢价,加之2017年3季度又有一个业绩跳跃,所以,站住去年3450点调整位置上,我们可判断它们的调整力度不大,对大盘的冲击力不大。

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。