

# 资金外流 美日债市开年表现欠佳

□本报记者 张枕河

今年以来,全球债市表现欠佳,特别是日本国债和美国国债首当其冲。今年初,日本央行宣布削减部分长期国债的购买规模,日本国债价格走软,此后美元兑日元汇率走软、日本央行等日本投资者出售美国国债等因素加剧了全球债市的动荡,美国国债收益率也直线上升,大量资金开始从债市中流出。

## 美日国债双双疲软

最近一段时期,美国和日本两地国债双双表现疲软。29日盘中,美国国债价格创下阶段新低。截至北京时间当日19时,美国10年期美债收益率升至2.708%,为2014年初以来新高;2年期美债收益率升至2.148%,为2008年以来新高。

彭博分析师指出,美债收益率的走高受到投资环境根本性变化的支撑。未来美国国债市场预计收益率会逐步走高,但不会出现暴跌走势。特别是随着市场完全消化美联储加息三次的预期,10年期国债收益率将在2.4%至2.8%新区间波动。荷兰国际银行分析师甚至指出,对于美联储加息三次的预期可能过于保守,因此美国国债价格可能面临进一步压力。

除了美国本身加息的因素外,来自日本的因素也是美国国债走软的主因之一。实际上,最近一轮国债价格走软正是从日本国债开始。日本央行在1月9日宣布,削减部分长期限国债的购债规模,其中10年-25年期国债的购债规模减少100亿日元至1900亿日元;25年期以上国债购买规模减少100亿日元至800亿日元。



这被认为是日本央行释放的收紧货币政策信号,此后日本国债收益率明显上升。

而此后,受到美元兑日元汇率走软等因素影响,日本方面开始加速出售美国国债,这也成为了后者价格波动的重要外因之一。

## 日本投资者抛售美债

分析人士指出,此前日本投资者一直比较青睐美国国债,但在当前避险情绪降温,风险资产受到追捧的背景下,更多资金或从美国和日本债券市场中外流。

据日本经济新闻最新报道,实际上从去年开始,日本投资者对购买美国国债的热情大大减退,这主要是因为他们越来越担心美国国债收益率不断上升的危害。美元的购买成本上升也发挥了一定的作用,在投资外国债券时,日本保险公司通常通过外汇掉期来对冲日元升值的风险。但由于美国利率上升及其他原因,对冲成本也在增加。因此,美国国债的投资吸引力已经消退。当然,除非日本投资者抬高未套期保值的美国国债的价格,或美元兑大部分十国集团(G10)货币继续贬

值,情况或许会不一样。

市场分析师指出,无论是由于收益率上升和损益表的损失扩大,还是美元融资成本增加,日本投资者对美国国债的需求似乎正在下降,日本对美国国债的投资或许处于最糟糕的时候。据高盛集团估算,美国国债的净供应将从2017年的4880亿美元增长至2018年的1.03万亿美元。这也就意味着,美国国债收益率将激增。鉴于美联储正在为下一个大规模债券货币化做准备,即第四轮宽松的货币政策,债券市场的恐慌或将从美联储开始。

## 消费升级叠加毛利回升 港股部分消费板块龙头仍被看好

□本报记者 倪伟

港股市场强势上涨趋势从2017年一直延续至今,在屡刷历史新高的当下,多板块估值修复,涨幅已经非常可观。在上行趋势依然存在的背景下,布局基本面利好,补涨空间确定的优质板块或成为市场人士的共识。

市场分析人士表示,目前港股市场上部分内地消费板块龙头涨幅横向往后,补涨空间可期;此外,受益于内地消费升级和毛利回升,相信一些传统消费品的龙头公司上行潜力可期。

## 消费板块多利好共振

市场人士判断,2017年港股市场强势上涨,企业盈利高企是重要原因之一。2017年企业的盈利高增长很大程度上受益于2016年的低基数,而2018年增长将会不可避免地减速,但结构上将会呈现行业之间的此起彼伏。因此2018年在投资风格方面,也将会出现从集中聚焦绝对低估值、绝对高增长的板块,转向相对行业基本面向好、盈利预期确定并且具有一定的补涨空间的高性价比板块。而内地一些传统消费板块龙头股受益于消费升级和毛利率回升等多利好

因素共振,受到市场看好。

首先,传统消费板块估值仍合理,性价比比较高。过去几年蓝筹股的估值抑制比较明显,但随着市场的强势上行,蓝筹类个股估值在2017年得到了集中的修复。然而消费蓝筹虽然板块估值有所提升,但在全球范围来看依然处于合理水平,内地传统消费龙头股性价比依然好于国际同行。银河基金认为,从业绩和估值匹配角度来看,家电、食品饮料等龙头股,其盈利和估值匹配性非常高,值得关注。

其次,内地消费升级提升需求。中国内地面临消费升级,居民收入水平以及生活质量提高,消费习惯也逐渐由价格向质量转型,支撑消费板块快速增长。近年来居民储蓄率持续下降,消费贷款率上升,也反映了消费习惯的结构性变化。消费升级能够提高市场品牌意识,加速行业整合,利于提高价格和盈利,大幅利好行业龙头。此外,中国内地春节临近,节日消费需求也将直接刺激销售,提升必需消费品龙头公司业绩。

第三,通胀差值缩小提升企业毛利率。建银国际最新研报指出,通胀差值缩小和消费升级将助力消费行业复苏,尤其看好行业龙头。该行表示,2017年原材料价格上升导致多数消费品

公司面对成本压力,导致必须消费品公司弱于大市。而2018年,预测CPI-PPI通胀差值将从4.8%缩小至1.5%。CPI-PPI差值缩小让企业更容易把价格成本转移给消费者,直接导致企业毛利回升,盈利提升。华创证券表示,当前仍处于全球经济扩张的惯性期,但短周期的不确定性却已隐隐浮现,布局通胀有望成为不确定性中相对确定的路径,自然也将成为市场中阻力最小的方向。大消费板块将明显受益于通胀上行。中银国际证券指出,2018年通胀预计仍为温和水平,上升区间过半后,成本推动的作用或趋弱,大消费板块获益的概率更大。

## 龙头将受追捧

港股市场上,消费股中大型百货、服饰品牌、珠宝首饰、食品生产商细分行业相当之多,在港股通200多家公司中,消费者服务及消费品制造板块个股占比超过25%,其中一些行业龙头,如康师傅控股、百丽国际、六福集团、蒙牛乳业、百盛集团等,尽管这些企业选择在港股上市,但事实上主要面向内地市场,受益于内地消费升级和盈利预期提升,这些内地消费板块龙头一直受到市场关注。

中金公司近期对沪港通标的发表了相关投资建议,称港股本的池中,饮料方便面与小食品巨头康师傅、旺旺、统一等公司在内地A股市场没有对应标的;纸制品巨头恒安和箱板纸巨头玖龙、理文,相比A股同行亦占据优势;中粮旗下品牌食品和农副产品加工平台中国食品和中国粮油控股均为多业务公司。在乳业上游,港股标的池中聚集着现代牧业与辉山乳业这样的牧场龙头,再加上烟草香精巨头华宝,这些公司均值得重点关注。

高盛近日发布研究报告称,随着进口价格过去12个月上升,相信能转嫁成本予消费者的消费企业将会受惠。在今年开始,已看到啤酒行业的平均售价提升5%至10%,康师傅饮品的均价升3%至10%,以及婴儿配方奶粉的售价升5%至10%,预计啤酒、乳制品及部分零食类别的平均售价会有进一步增长,这意味企业对于今年的需求前景相对乐观。该行上调中资消费股的盈利预测达23%,首选华润啤酒、达利食品、蒙牛乳业及万洲国际。

招商基金国际业务部总监、招商资管(香港)总经理白海峰表示,建议自下而上精选传统消费板块中的龙头标的,特别是消费升级板块,如运动品牌、服装代工等消费龙头。

金管局总裁陈德霖表示,面对今年仍然复杂的投资环境,金管局会继续小心谨慎地管理外汇基金,保持机动性,并密切留意市场发展,有需要时加强一些防御性部署,并继续进一步加大“长期增长组合”的投资,务求在风险可控的前提下,提高外汇基金的中长期回报。

□本报记者 陈晓刚

香港金融管理局1月29日公布的数据显示,香港外汇基金2017年投资收入2520亿港元,创出历史新高。该基金2017年投资收入较2007年的次高水平高出1098亿港元。

香港金管局当日公布了外汇基金2017年12月底未经审计的财务状况。数据显示,香港外汇基金2017年投资整体回报率约为7.1%,其中投资组合回报率121%。收入主要来自股票、债券等投资。

分项数据显示,香港外汇基金2017年香港股票投资收益达583亿港元;其它股票投资收益

达802亿港元;债券投资收益达343亿港元;非港元资产外汇估值上调535亿港元;其它投资收益257亿港元。

去年香港外汇基金给予财政储备的费用为235亿港元,给予政府基金以及法定组织存款的费用为86亿港元,外汇基金累计盈余增加11684亿港元。

■ 《指数股(ETF)讲堂》第九期

## 吹尽黄沙始到金:如何淘到心仪的ETF产品

□一苇

### 一、乱花渐欲迷人眼

巴菲特在2003年致股东的信中写道:“对于大多数想要投资股票的人来说,最理想的选择是收费很低的指数基金”。而指数基金中最好的投资工具非ETF莫属。截至2016年末期,美国ETF持有家庭达到620万户,相当于6%的美国居民直接持有ETF,可以说ETF投资已经成为时下非常受欢迎的资产配置方式。

放眼我国ETF产品,截至2017年底,沪深两市共有ETF产品166只,其中上海证券交易所ETF产品共114只。产品除了市值占比最大的股票型ETF,还有诸如债券、货币、跨境、黄金等类别ETF。种类之多、数量之大,让每一位徘徊于ETF市场的投资者不禁问道,如何才能淘到一只心仪的ETF产品而不会有“入宝山而空回”的遗憾?

### 二、花开堪折直须折

面对这样的疑惑,面对这样的“乱花渐欲迷人眼”境况,我们给出了一些挑选ETF的重要考量因素,为我们投资ETF提供一定的参考,正所谓“泥沙俱下不可怕,大浪淘沙始到金”。

- 1、费率**  
一般来说,ETF交易成本较低,交易费用主要以券商佣金为主,且一般没有认购费。但是也应注意到不同的ETF,其管理费率和托管费率各不相同,特别是投资于海外市场的ETF产品,费率是投资之前需要考量的因素。比如50ETF的管理费率和托管费率合计为0.6%,而德国30则合计为1%。
- 2、跟踪误差**  
跟踪误差是ETF的收益率与追踪指数收益率的偏差,体现了ETF对基准指数的相对风险。因此,跟踪误差是衡量ETF是否具有长期投资价值的一个重要指标。ETF投资的目标不是获取尽量高的收益,而是尽量减少ETF投资与所跟踪指数之间的收益率之差,即跟踪误差尽量的小。即使是跟踪同一指数的ETF之间,由于ETF在构建投资组合和运营时会产生一系列的费用和成本,以及人为因素等影响,使得ETF之间的跟踪误差有一定差别。比如同样是跟踪沪深300指数的300ETF和广发300,2016年跟踪误差分别为1.65%、3.71%。
- 3、指数**  
指数基金的投资,当然需要了解指数为何

物。一般来说,指数可分为规模指数、风格指数、行业指数、主题指数、策略指数等类型。其中规模指数主要从市值规模角度选择不同规模的样本构造指数,以反映不同规模的样本的整体表现,如中证100指数、沪深300指数、中证500指数等。指数的名称中一般包含成份证券数量。比如上证50指数,选取的是上海证券交易所市值和交易量最大的50只股票。沪深300指数涵盖的范围更广,同时包括了沪深两市300只市值和交易量最大的股票。不同的指数成份股数量不同,所处的行业也不相同,投资ETF之前,要对ETF所追踪的指数以及指数的内涵有明确的认知。

- 4、相关性**  
ETF投资中关注的相关性,是指ETF跟踪的一个指数影响另一个指数走势的倾向性。简而言之就是两个指数是否涨跌同步,如果同涨同跌,那么就具有较高的相关性,重复配置就不能有效分散风险。比如上证红利和中证红利之间,相关性达到0.99,可以说二者高度相关,在选择ETF投资时,可以避免选择相关性较高的ETF产品。
- 5、流动性**  
有一个非常形象的比喻:流动性像什么?流

动性就像空气,平时投资者可能不在意它,但关键时刻却必不可少。一般来说,投资ETF需要注意回避成交量较低的品种。即使是跟踪同一指数的不同产品之间,流动性也应是投资者进行投资选择的重要考量因素之一。比如同样是跟踪沪深300指数的300ETF和广发300,截至2018年1月26日,过去6个月成交量分别为15061万手、934万手。- 6、规模性**  
众所周知,ETF作为公募基金的一种,如果不符合上市条件就会面临清盘风险。基金相关法规规定,上市基金募集金额不得低于2亿元人民币,基金份额持有人不得少于1000人。所以在跟踪同一指数的ETF产品之间做出选择,一般来说应优先考虑那些规模较大的ETF。
- 7、持有人结构**  
跟规模性要求一样,基金份额持有人过少也会有清盘的风险。因此,投资者应当同时关注基金份额持有人结构。个人投资者和机构投资者之间的占比以及前十大持有人持有比例,可以管窥ETF的持有人面貌。一般来说,对于跟踪同一指数的ETF产品而言,可以适当考虑持有人集中度和持有结构状况。

## 荷兰央行行长建议 欧央行应尽快结束量宽

□本报记者 张枕河

欧洲央行管理委员会委员、荷兰央行行长诺特29日表示,欧央行必须考虑尽快结束量化宽松(QE)政策,目前已经没有理由继续维持宽松政策。

他指出,宽松政策已经实现了预期,该政策将维持到今年9月份。目前欧央行还不必就宽松计划是否在9月之后彻底结束进行沟通,但他认为这是欧央行政策前进的方向。已经有足够的证据可以证明欧央行应考虑结束宽松政策。

实际上,欧洲央行近期已经在释放结束宽松政策的信号。在去年12月份的货币政策会议上,欧洲央行官员就曾暗示今年年初可能改变政策“措辞”,部分决策者更指出支持在3月份迈出第一步。按照欧央行目前的计划和官方表态,其将继续每月购买300亿欧元的资产,至少到今年9月底,在那之后仍将在“较长时期”内维持低利率。

然而,欧央行行长德拉吉在上周的货币政策例会上则表示,他对通胀持续回升的信心有所增强,但迄今为止依然没有显著进展,因此仍需保持耐心。通胀水平较低仍是欧央行不能过快收紧货币政策的主因之一。

## 全球并购交易 开年表现强劲

□本报记者 倪伟

Dealogic发布的最新数据显示,2018年首月全球并购交易出现自2000年以来的最强劲表现,主要反映出美国税改、全球经济增强以及股市飙升给企业董事会带来的强劲信心。

数据显示,今年以来全球并购交易额总计2730亿美元,成为自2000年互联网泡沫巅峰以来最忙碌的1月。这些交易包括道明尼能源公司(Dominion Energy)以146亿美元收购美国公用事业公司斯堪纳(Scana)、法国制药公司赛诺菲(Sanofi)以114亿美元收购生物科技公司Bioverativ、百加得(Bacardi)以51亿美元收购培恩(Patrón)龙舌兰酒的酿造商。

市场分析人士表示,对于并购企业,重大利好是美国企业所得税税率将降至21%,这将减轻出售业务的企业税负。此外,降低后的所得税率将使得企业获得更多可以使用的现金,这在当前高股价导致股票回购吸引力下降的情况下尤其重要。最后,在海外拥有现金的企业也可能将利润汇回美国,尽管大型科技公司未必会大举增加支出。

## 沃尔玛将进行业务重组

□本报记者 张枕河

美国零售巨头沃尔玛1月29日表示,其将展开新的重组,沃尔玛总部今明两年计划裁员1000名,其中本周就会开始进行第一轮裁员,500名职工将受影响。裁员将包括公司的营销、人力资源、商品、房地产、物流和财务部门。

进入2018年以来,沃尔玛已经关闭了63个山姆会员店,并重组了山姆会员子公司的采购部门。在裁员的同时,沃尔玛也采取措施留住具有竞争力的员工,例如提高时薪,并设立专注于在线杂货业务的新岗位。

沃尔玛在声明中指出,通过更精简的组织可以更好地与亚马逊等同行竞争对手竞争。在过去一段时间以来,沃尔玛一直在研究架构,以探索提高运营效率,这些努力还在继续。

分析人士指出,近年来,亚马逊等在线零售商对于传统零售商冲击非常大,前者先进的盈利模式令其获得了显著高于传统商场的利润空间,沃尔玛也希望转型为一家数字公司。总体来看,沃尔玛在传统零售中属于表现较为出色的。在去年第三季度,沃尔玛本土市场的门店销售增长率创下逾八年新高。

## 印度本财年 GDP增速或超6.7%

□本报记者 张枕河

印度财政部1月29日发布的调查报告指出,预计截至今年3月份的2017-2018财年印度国内生产总值(GDP)将增长6.75%,而2018-2019财年GDP将增长7%-7.5%。该报告称,未来一年将是具有挑战性的一年,经济增长面临的主要风险来自于高油价,因为印度是一个高度依赖进口燃料的国家。

印度财政部的预计与国际货币基金组织(IMF)稍早前做出的预估基本吻合。后者预计,印度2017-2018财年GDP增幅有望达到6.7%。IMF还在报告中预计,印度2018-2019财年经济增速将保持在7.4%,略高于此前世界银行预测的7.3%。

IMF在这份最新报告中称赞印度央行在加强银行业监管方面取得显著进展,预测强劲的私人消费和服务预计将继续支撑印度经济增长,而经历税改后私人投资有望重振。

在去年11月印度政府宣布将实施近10万亿卢比的经济刺激计划,希望以这一政策使得印度经济快速企稳。