

多空论剑

从去杠杆“先锋”到“稳定器”

政策回归中性 流动性利好债市

□本报记者 王姣

4月下旬,央行超预期降准后,资金面反而出现超预期紧张,引发市场对货币政策取向的困惑。资金面为何会出现预期差?货币政策放松还可期么?流动性环境将如何影响债市走势? 本栏目特邀请中信资本资产管理首席策略师赵巍华和華创证券研究所固收组组长、高级分析师周冠南进行探讨。

宽松预期尚待验证

中国证券报:央行降准后,市场反而遭遇了近期最紧的资金面,如何解读这一预期差?
赵巍华:首先,从季节性因素看,从4月中旬到6月底就是货币市场容易出现紧张的时期,核心驱动因素是财政存款上缴以及6月底银行业的半年度考核。近期的资金紧张并没有超越这个历史规律。
其次,随着近期市场转暖,机构对债券投资的杠杆交易有所复苏,特别是非银机构,因此对资金的刚性需求提高,而降准主要补充的是银行体系流动性。

再次,在表外进表的过程中,由于表内存款利率低于表外银行理财利率,银行存款基础持续虚弱,实际存款状况可能弱于季度未报表数据的水平。

最后,降准本来就带有对冲之后资金面紧张意图,降准宣布与开始实施的时滞也是部分因素。

周冠南:资金面的松紧,要比较的是央行放钱的多少和资金面缺口的大小。回到此次降准,央行在公告中已明确了资金用途——替换MLF、对冲税期、支持小微企业,从量的角度看,央行降准是一种“替换”操作;当然,从价的角度看,降低了基础货币成本。

为什么降准之后反而资金紧张呢?有两个原因,一是实际资金缺口大,央行公告称本次降准投放1.3万亿元,9000亿元替换MLF,4000亿元对冲缴税,但实际上今年财政收支的节奏有所提前,4月的缴税规模可能远超历史均值的4500亿元;二是第三方支付机构备付金的交存规模增加,效果上也使得银行面临更大的资金缺口;但从需求层面看,3月以来机构在债市加杠杆的行为有所增加,央行保持货币“中性”而机构的需求增加了,也使得资金面更加紧张。

中国证券报:请结合近期公开市场操作等谈谈央行传达的信号。

赵巍华:降准等最近发生的一系列重大事件都表明货币政策在内的宏观政策关注点发生变化,但未必是走向类似过去趋势性宽松的“大转向”。货币政策边际收紧可能不再是目前宏观去杠杆的主要抓手,而是作为系统的“稳定器”。个人认为,货币政策会更注重稳健中性,一方面像本次降准同时替换部分MLF那样继续推动货币政策的结构性调整,维护货币市场流动性和银行体系流动性的总体稳定,另一方面通过一些对冲性操作和干预,消解市场对货币政策大转向的预期,压制部分市场参与者重回“大水漫灌”模式下猛加杠杆的行为惯性,避免危及三大攻坚战推进。

周冠南:央行降准时在公告中提到保持



中信资本资产管理首席策略师 赵巍华

货币政策的角色从宏观去杠杆的“先锋”转变为“稳定器”,无疑是对债市有利的,债市的整体环境会显著好于2017年。

货币政策稳健中性并未发生改变,当然市场可能选择利多的方向去理解认为有所“微调”,但是结合降准之后资金面的持续紧张和央行的操作,可以发现实际的结果并没有想象的美好。

首先,使用降准的工具确实可以看出货币政策相较于去年有边际的放缓,但这个放缓的幅度有多大?如果只是用降准来替换MLF,那么还不能认为央行希望向市场传达货币政策转向的信号,毕竟现在整体金融领域去杠杆还在推进。

后期会不会继续降准?如果是处于“替换”的考虑肯定会有,因为目前银行的存款利率在回升,央行也需要做对冲来缓和实体经济融资成本上行的压力。当然,在基础货币资金成本便宜的同时,也要考虑商业银行综合负债成本的提升。通过测算会发现,尽管降准了,但是银行通过结构性存款、协议存款来争夺表内负债的情况下,综合成本依然是上行的,央行降准操作只能起到适当对冲缓解综合负债成本上行压力的效果。

政策更注重稳定性

中国证券报:对未来货币政策和资金面有何判断?

赵巍华:近期国内经济增速下行压力增大,包括财政政策和货币政策在内的宏观政策关注点出现一些变化,更为关注国内需求和经济增长的稳定性。个人认为,货币政策的结构性调整还会持续,也即用降准替换未到期MLF的操作会持续,MLF之类的非常规货币政策工具会逐步退出。在之前维持高存准率的考虑中,很重要的一方面是通过限制表内货币乘数来控制银行业为主体的金融机构资产负债表增速。随着严监管的逐步深入,金融机构表内外的扩张能力和意愿下降。维持高存准率的必要性下降,用降准替代MLF等权宜性的非常规政策工具,有利于理顺货币政策操作框架。剔除本次降准替换的MLF规模,存续MLF余额还有超过4万亿元,要完全替换这部分存量并释放部分所需的新增流动性,还需数次降准。

景气指数处于正常区域

2018年3月,中经有色金属产业景气指数为24.1,与上月持平。总体看,近期景气指数持续在“正常”区域运行。在构成有色金属产业景气指数的12个指标中,位于“正常”区间的有8个指标,包括LMEX指数、M2、商品房销售面积、有色金属进口额、十种有色金属产量、发电量、主营业务收入和有色金属出口额;位于“偏冷”区间的有4个指标,包括汽车产量、家电产量、利润总额和

曲线出现倒挂,则可能会引发经济衰退。

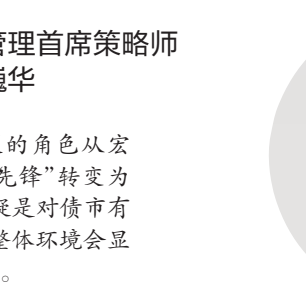
经济复苏固然是好事,但随着经济复苏,全球债务也急剧攀升至历史最高水平,美国的新税收计划也作为债务问题进一步扩大埋下了伏笔,中国不再继续增持美国国债,这令全球债务问题“雪上加霜”。全球公共和私人债务已经达到了创纪录的164万亿美元,利率飙升将考验借贷者偿还利息能力。

同时暗示了美国税改对经济的促进作用正在逐步显现,美联储将在就业和通胀的压力下完成6月加息的预期。

反观欧洲央行议息纪要,整体措辞偏向鸽派,显示多数委员认为没有足够证据显示通胀上升可以持续,强势欧元被认为是通胀主要的不确定因素,可能对通胀产生负面影响。并且欧元区3月消费者调和物价指数终值较初值向下修正,生产者物价指数涨幅也逊于预期,显示通胀难以向欧洲央行目标靠拢。同时英国3月通胀率意外降至一年来新低2.5%,叠加英国第一季零售销售下滑0.5%,创一年来最大跌幅,也令英国央行5月加息信心动摇,助推美元走强。

风险偏好上升

地区热点局势趋于缓和,避险情绪下滑。美法英联军对叙利亚军事干预迅速结束,事后



華创证券研究所固收组组长、高级分析师 周冠南

货币政策还是“稳健中性”、“削峰填谷”的操作思路,今年整体环境会比去年好一些,债市肯定也比去年要好,但市场也是分化的。

资金面有望维持总体稳定,总体融资利率可能低于去年,对银行体系资金面的呵护力度预计高于去年。但相关部门会避免持续出现过于舒服地进行金融加杠杆交易的资金环境,主要银行和非银机构的货币市场资金融资利率可能会不时地保持一个较高的利差。有季节性因素冲击时期的货币市场融资利率极值和难度仍会较高,资金紧张时期的交易所相对好于银行间。

周冠南:需要看到,防范系统性风险和金融去杠杆是一个大方向,要维持两、三年甚至更长的时间,因此去杠杆肯定没有停止。但也要考虑大的目标和短期市场出现的新变化之间的协调和节奏的把控。

总的来看,今年的货币政策还是一个“稳健中性”、“削峰填谷”的操作思路,但因为目前市场总量资金相较于前几年明显减少,央行调控的灵活性和控制力就增强了。今年整体环境会比去年好一些,但也不会大幅放松,预计资金面维持中性,如果机构加杠杆行为反复,流动性可能像4月下旬一样出现波动。

债市整体环境更好

中国证券报:谈谈货币政策、流动性对债市的影响。

赵巍华:货币政策的角色从宏观去杠杆的“先锋”转变为“稳定器”,无疑是对债市有利的,债市的整体环境会显著好于2017年。若不断地用降准替换MLF,有助于降低银行负债端的融资成本压力,利于稳定受冲击日益严重的表内存款基础,对债市同样有利。

不过,也不宜高估降准等举措对债市的短线刺激力度。近来制约收益率下行的突出因素除了资金面紧张超预期,还有近期中美息差的快速缩窄。如果美国10年国债站稳3%上方,那近期我国无风险收益率潜在的最大下降空间可能会缩窄,过分通胀的性价比有限。

周冠南:货币政策实际反映了很多因素,包括基本面、监管等等,但更多反映的是央行对这些因素判断,以及根据这些判断采取的操作结果。

首先,从债券自身来看,利率是均有衡

水平的,整个4月份回购利率的均衡水平很低,当短端利率已经被压到一个比较低的位置下不去,曲线也被逐步压平的时候,长端也很难有进一步的下行空间。未来可能还要对现在的利率水平进行重新定价,比如海外市场加息周期内中国的公开市场操作利率也面临跟随上调的压力,那么相应的债券收益率也有跟随调整的压力。因此目前流动性会决定短端回购利率的均衡位置,进而影响到债券市场。

其次,目前的市场焦点更多集中在央行的操作。基本面数据从高频跟踪来看依然是维持平稳的,至少没有看到失速下滑的迹象,同时考虑到国内房地产、基建的调控其实是政府主导的,央行并没有大量投放流动性保增长的压力。

当然,金融监管政策是二季度债市面临的一个较大的风险因素,因为监管从过去的预期监管开始走向了行为监管对实际业务产生影响,中小行负债端压力、资产端的调整压力会更加集中体现,这个过程央行是否通过流动性的释放来对冲一些政策冲击,也需要观察。

中国证券报:当前有什么操作建议?

赵巍华:对当前的债市,个人倾向于长线保持乐观,中线会维持比较强势的震荡格局,短期机会相对有限。中期出现下跌时多关注机会,过快上涨时适当谨慎。

周冠南:站在目前时点,如果货币政策没有显著转向,或只是因为短期因素而产生细微转向,那后期大的交易机会就比较难出现了。当然如果再出现一些风险事件利率再调整上行一些,可能又有新的交易机会。

今年收益率可能呈现高位波动的行情,这意味着交易和配置都有机会。做对了资产、做对了节奏,也可能收益颇丰,但如果做错了等市场趋势起来再追的话,一年下来可能赚不到多少钱,还不如拿票息,以不变应万变,可能结果会更好。

整体而言,今年的市场肯定是比去年要好,当然市场是分化的,高等级信用债和利率债表现更好,低评级信用风险和估值压力更大一些。

交易情绪低迷 铜板块偏弱震荡

□华泰期货 林蔚 梁学平

沪铜在4月以来震荡幅度加大,行情在50000元/吨至52000元/吨左右。期货市场自带杠杆的特征,也让整个有色金属市场出现同涨同跌现象。但铜目前处于供需两旺,缓慢的去库存阶段,并且受增值税下调影响,良好的现货升水状况也为行情起了一定支撑作用,铜价表现较坚挺。

宏观风险日益增加

进入4月以来,在通胀预期提高的背景下,投资者一直在抛售美国国债,推动美国国债收益率上行。通胀预期的上升可能促使美联储加快加息的步伐。

但历史上收益率曲线通常作为对经济发展处于哪个周期阶段的衡量,在经济周期初期阶段,收益率曲线通常较为陡峭,经过多轮加息后,收益率曲线会趋于平缓,而一旦收益率

美债收益率创阶段新高

美国经济数据依旧强劲,促使美国国债收益率上破3%历史高位,也使美国与欧盟国家间利差进一步扩大,对美元构成较强支撑。而且美联储会议纪要整体措辞偏鹰派,显示多位美联储官员认为经济前景支持更陡峭的加息路径,多数委员对通胀前景抱有

15.56%,最高达到29.78%,最低只有6.5%,铜价在宏观因素的影响下,波动率差异较大。截至4月25日,沪铜主力合约1806波动率为17.04%。从过去一年的波动率频率分布图可以看出,目前的波动率处于合理水平,但稍微偏高,波动率在11.5%至14.25%占比23.5%,14.25%至17.00%占比18%,其余的散落在各个不同区间。

理性看待铜价的波动,发现价格区间,在目前缓慢去库存的阶段,价格维持宽幅震荡概率较大。技术面来看,沪铜1806合约受60日均线压制,若不能突破,则沪铜价格在51000元/吨至52000元/吨为较妥当区间。但目前MACD多头动能较足,DIF和DEA两根线成多头排列,持仓量不断下降不排除空头有平仓可能,若在往后行情中,宏观因素缓和,避险情绪下降的情况下,铜价持续回升突破60日均线,配合波动率以及现货需求稳定的情况下,未来铜价有望在一个新的区间震荡运行。

如果把这个论点从一个单独的企业放到整个股市呢,我们就能引出另一个话题:股票投资的最终利润来自哪里?毫无疑问,来自股市所在国的经济与社会发展。它取决三个要素:内外环境的变化、宏观的决策和应对、无数企业家的自由抉择。这三个要素都是随机的,无法度量也无从预测,因此,股市的最终利润同样来自于不确定性。

面对这样不可消除的不确定性,我们除了要掌握准确的投资理念、投资技巧,还有一个很重要的东西,就是你的认知框架和心理底本。我常常会跟一些朋友和学生说投资与“公知”犯忌,有的开始不理解,时间久了就慢慢明白其中的奥义了。

公共知识分子是雅各比首先提出的一个概念,简单理解就是依赖自己的专业知识和专业思考,用言论关怀和介入公共事务的知识分子。但在中国网络世界里有很多“类公知”,不是用专业知识和专业思考,而是用一些极具政治倾向性、选择性的言论评论时政,成为吸粉无数、传播力很强的大V,其基本套路来自大众传播学的一些法则:攻其一点,不要波及其余;只说一面之词,不说两面之词;强烈的批判主义;诉诸情绪,不要诉诸理性;结论明示;越偏激,越有力……

这类文章,偶尔看看可了解世情人心,了解价值观的多样性,知道我们的今天还有很多不足之处,但长期沉溺其中,你的认知框架就会变形,心理底本就会扭曲。你会对自己国家前途没信心,甚至希望它倒霉,对她遇到的麻烦幸灾乐祸;你会用灰暗的心理去看待今天的一切,只关注它的消极面,对积极的一面视而不见。股市本质上是一个乐观者的竞技场,它需要我们保持一种理性的乐观主义和积极心态,更多地关注一些积极因素。股票投资也是一种面向未来的事业,这种未来无法度量也无从预测,属于真正的不确定性,在很多时候,它都有赖于我们对今天有个客观公正合理评价,有赖于我们对国家前途命运的信心。很难想象,一个始终沉浸在各种消极情绪中的投资者能够长期成功。

2012年底,我写过一篇《旁观者生存》,记叙了威廉·欧奈尔这位“致命”的乐观主义者和美国自由资本主义的狂热拥护者“给我的启发。正是沿着这条线索,我发现,无论东方还是西方,大多数的成功企业家和投资人,在这一点上都有某种相似性,只是程度不同而已。由此使我想到,在未来完全不确定的市场中,投资的长期成功不仅有赖于方法、技巧,也需要有一个积极的心理底本。

投资非常道

投资利润的终极来源

□金学伟

上周的《利润来自不确定性》没想到会引起很多读者共鸣。一本90多年前的书可以给我们如此有益且深刻的启发,可见近几百年人类积累的知识和智慧有多么浩瀚。这些成果有的已包含在今天的一些思想理论体系中,有的则被浩瀚的知识淹没了,也有的在后人演化中走岔了——并不是所有新理论都胜过旧理论,尤其在文史哲经等社科领域。所以在现实理论无法解决当前困惑时,把目光投向历史,回到过去寻找思想和理论源头,常常能获得出乎意料的收获。因此,读书并不都是新的好,一些时髦的、大家在追捧的书,放一段时间再读,反而会更好。

铺开讲,奈特的两个观点其实是可以做出很多文章的。一个,风险和不确定性的区别。风险是可以度量的不确定性,而真正的不确定性是无法度量的。这可让我们清晰地把目光聚焦于那些可度量的因素上,而不要徒劳地猜那些根本无法度量的东西,扰乱我们的心智和心志。

一个,风险可以消除。通过大数定律,将不同个案的不同结果组合起来,就能消除它的不确定性。上周我们讲的是股票组合,有同质组合、异质组合,两种组合各有它的优缺点,适合不同的追求、不同的客观状况。比如在5178点前,我是比较主张异质组合的,因为过去的市场,个股受大市影响较大,宏观的供求关系也比较宽松,只要股票真正好,即使不在主流里,也不会有太大风险,主要风险来自于组合中股票全都与当前的风格潮流相悖,这样,投资收益就会很差,大大低于市场平均收益。而异质组合既可平滑波动,也可平衡收益,保证你的总收益至少不低于市场平均收益。所以我曾提倡过这样一种组合:一个最典型的“巴菲特股票”,一个最典型的“欧奈尔股票”,一个最典型的“约翰·聂夫股票”……只要有5、6种最经典风格流派股票,那么,不管风潮哪边吹,你的组合收益都会大大超过市场平均收益。投资收益的取得,并不需要甚至完全不需要依靠预测,而是好的策略,大数定律。

但今天的市场已大异其趣,就像我不止一次说过的,不同类股、不同分类指数,时而大同小异,时而背道而驰的现象会贯穿很多年份。不在主流风格潮流中的股票,不仅不能盈利,反而会亏损,这样,异质组合的收益就会趋向于零。唯有找到阶段性方向的同质组合,才能带来真正的盈利。

不仅是股票组合,交易规则的制定也是可通过大数定律、将不同层面的单一规则组合起来消除风险的,这就是我们常说的“格柵化”。格柵化究其实质来说,就是把一个个只有一定超过概率而非确定的规则组合起来,达到降低风险、降低不确定性的思路。

奈特观点中,关于企业利润的最终来源,也可给我们一些重要启发。这个观点的本意是企业利润有两个部分:能被套利、被承保的部分,无法被套利、被承保的随机部分。前者会随着参与者增多,趋向于零。后者无法被客观计量,具有绝对的不确定性,比方说投入芯片研发,从开头到尾,每一步都是完全不确定的,无法计量其结果。但正因为它具有完全的不确定性,所以就很少有人敢投、愿意投。投与不投,完全依赖企业家的决策。如果成功了,企业就能获得巨大的利润,所以,企业的最终利润来自于企业家精神,即企业家对企业的终极责任感、使命感。但由于企业家的决策能力、该决策结果完全无从考量,所以,企业利润最终就一定来源于不确定性。

如果把这个论点从一个单独的企业放到整个股市呢,我们就能引出另一个话题:股票投资的最终利润来自哪里?毫无疑问,来自股市所在国的经济与社会发展。它取决三个要素:内外环境的变化、宏观的决策和应对、无数企业家的自由抉择。这三个要素都是随机的,无法度量也无从预测,因此,股市的最终利润同样来自于不确定性。

面对这样不可消除的不确定性,我们除了要掌握准确的投资理念、投资技巧,还有一个很重要的东西,就是你的认知框架和心理底本。我常常会跟一些朋友和学生说投资与“公知”犯忌,有的开始不理解,时间久了就慢慢明白其中的奥义了。

公共知识分子是雅各比首先提出的一个概念,简单理解就是依赖自己的专业知识和专业思考,用言论关怀和介入公共事务的知识分子。但在中国网络世界里有很多“类公知”,不是用专业知识和专业思考,而是用一些极具政治倾向性、选择性的言论评论时政,成为吸粉无数、传播力很强的大V,其基本套路来自大众传播学的一些法则:攻其一点,不要波及其余;只说一面之词,不说两面之词;强烈的批判主义;诉诸情绪,不要诉诸理性;结论明示;越偏激,越有力……

这类文章,偶尔看看可了解世情人心,了解价值观的多样性,知道我们的今天还有很多不足之处,但长期沉溺其中,你的认知框架就会变形,心理底本就会扭曲。你会对自己国家前途没信心,甚至希望它倒霉,对她遇到的麻烦幸灾乐祸;你会用灰暗的心理去看待今天的一切,只关注它的消极面,对积极的一面视而不见。股市本质上是一个乐观者的竞技场,它需要我们保持一种理性的乐观主义和积极心态,更多地关注一些积极因素。股票投资也是一种面向未来的事业,这种未来无法度量也无从预测,属于真正的不确定性,在很多时候,它都有赖于我们对今天有个客观公正合理评价,有赖于我们对国家前途命运的信心。很难想象,一个始终沉浸在各种消极情绪中的投资者能够长期成功。

2012年底,我写过一篇《旁观者生存》,记叙了威廉·欧奈尔这位“致命”的乐观主义者和美国自由资本主义的狂热拥护者“给我的启发。正是沿着这条线索,我发现,无论东方还是西方,大多数的成功企业家和投资人,在这一点上都有某种相似性,只是程度不同而已。由此使我想到,在未来完全不确定的市场中,投资的长期成功不仅有赖于方法、技巧,也需要有一个积极的心理底本。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年4月27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	1.1395		11,394,570,952.41	

注:1、本表所列4月27日的数据由有关基金管理机构计算,基金托管行复核后提供。

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。