

财富圆桌

缺口待补 资金面分化 “入摩”倒计时

六月决断 且看市场结构如何演变

□本报记者 叶涛

A股快正式“入摩”了,独角兽纷纷要上市了,利率曲线明显陡峭化了,沪指3200点得而复失了……6月风格如何演绎?机遇将从何处爆发?本栏目邀请国泰君安证券首席市场分析师林隆鹏、平安信托投资副总监魏颖捷、信达证券高级分析师谷永涛就此展开讨论。

**缺乏新的催化剂**

中国证券报:沪指本周短暂站上3200点后重回下跌,股指先扬后抑的原因是什么?

林隆鹏:近期,沪指在3100-3200点区间震荡,本周短暂站上3200点得益于:一是中美经贸磋商取得共识,有利于市场风险偏好修复延续。二是4月缴税期在上周截止,上周央行公开市场操作货币净投放4100亿元,流动性有所缓解。三是A股“入摩”也会对提振市场情绪,使得风险偏好阶段性改善。而后半周指数震荡下行的原因主要在于:一是美国经济过热风险可能驱动美联储加息进程加速,或加大新兴市场业绩的担忧,以及对财务数据的重新审视,进而对估值中枢形成压力。海外方面,4月美元的走强造成了新兴市场货币的贬值和资本流出。而欧元区各项PMI数据年初以来大幅回落证伪了经济全面复苏的预期。美国利率与经济数据,与欧元区、新兴市场的剪刀口扩大到近5年最高,叠加逆全球化下贸易摩擦频率上升、中东局势的不确定性,全球风险偏好有收缩加剧的趋势,本周后半段10年美债收益率下行超过10bps,铜等大宗商品走势与原油背离加剧。而A股缺乏新的催化剂,在境内外风险偏好收缩共振的背景下难免受到一定波及。

**魏颖捷:**全球风险偏好下移是近期股债汇调整的导火索。国内方面,资管新规叠加紧信用的微观货币环境加剧了信用风险的释放,风险由传统的非标蔓延至债券,主体由“两高一剩”和民企扩散到国企。市场对于信用风险的担忧与信用紧缩形成内部反馈,而信用紧缩会加剧高负债上市公司的流动性和债务压力,映射到市场上会造成对上市公司业绩的担忧,以及对财务数据的重新审视,进而对估值中枢形成压力。海外方面,4月美元的走强造成了新兴市场货币的贬值和资本流出。而欧元区各项PMI数据年初以来大幅回落证伪了经济全面复苏的预期。美国利率与经济数据,与欧元区、新兴市场的剪刀口扩大到近5年最高,叠加逆全球化下贸易摩擦频率上升、中东局势的不确定性,全球风险偏好有收缩加剧的趋势,本周后半段10年美债收益率下行超过10bps,铜等大宗商品走势与原油背离加剧。而A股缺乏新的催化剂,在境内外风险偏好收缩共振的背景下难免受到一定波及。

**谷永涛:**本周A股呈现冲高回落态势,周一主要是在中美经贸磋商声明的影响下,投资者交易情绪有所恢复,前期受到贸易因素压制的板块反弹幅度较高。但是市场对于经济的担忧仍在,本周回调幅度较大的板块,主要集中在周期股。

从4月份的经济数据看,以工业增加值为代表的生产端明显好转,同比增速高于市场预期,且好于3月份。但投资和消费数据小幅下滑,制造业投资回暖,基建和房地产投资增速存在下行压力。虽然目前的宏观数据偏弱,但从中观行业的高频数据上看,包括六大电厂发电耗煤和粗钢的旬度产量增速明显,生产端继续向上的动能仍在。

在整体偏弱的宏观格局下,市场对中上游周期行业的预期逐步降低,导致市场权重板块回落,在整体防御格局之下,投资者重心转向大消费板块。

市场连线

中诚信研究院:信用风险将继续暴露

□本报记者 王姣

“预计下半年部分发行人的债务偿付压力会进一步增加,个券违约风险会继续暴露。”中诚信国际信用评级有限责任公司(简称“中诚信”)研究院评级与债券部总经理李诗、分析师谭畅在接受中国证券报记者专访时表示,下半年要持续关注再融资需求大的公司债发行人的信用表现,而随着刚性兑付的打破,投资者要更加注重理性投资,加强风险管理。

**中国证券报:**与以往相比,今年这一轮违约潮呈现哪些特点?

**中诚信研究院:**通过观察2016年以来违约主体的行业、主体性质及券种特征,不难发现今年以来信用债风险的关注点与之前两年有很大不同。

2016年是迄今为止违约债券规模最大的年份。一方面,宏观经济的进一步下行加大了产能过剩行业企业的经营压力,供给侧改革的发力也使得“去产能”效果显现。2016年全年违约债券规模338亿元,其中煤炭、钢铁和光伏这三个产能过剩行业的违约债券规模就达到188亿元,占2016年违约债券总规模的一半以上;另一方面,从违约主体的企业性质来看,当年地方国企刚兑首次打破,由于地方国企债券发行数量相对较多,单只债券发行规模较大,因而出现了一系列同一主体的连环违约事件,这也大大推升了当年债券的违约规模。

而2017年,宏观经济的阶段性回暖使得债券市场上大部分发行人盈利能力有所好转,再加上前期供给侧改革的落实,部分信用风险较高的债券发行人已经偿还市场出清,因而债券发行人整体信用环境有明显改善,全年债券违约规模回落至192亿元,较2016年收缩43%。

2018年以来,违约风险相比于2017年又有明显的抬升,其中上市公司发行人的违约事件受到市场的广泛关注。从原因来看,一方面,在经济增速放缓的大环境下,企业盈利能力未如去年一般持续改善,再加上“防风险”的监管方向使得政策层面加大金融去杠杆的力度,市场融资环境整体收紧。另一方面,债券到期压力有增无减,尤其是交易所公司债在2015年实现爆发性增长后,在2018年迎来了回售及到期高峰。因而当前市场环境下,交易所公司债发行人面临的再融资风险较高,个别偿债现金流严重不足的企业兑付风险陆续开始暴露,这也就解释了今年以来交易所公司债发行人违约增多的原因。另外,今年新增的违约发行人大多为民营企业,这类企业受实际控制人影响较大,一旦自身盈利能力恶化,实际控制人风险容易导致外部融资环境转差,资金来源被



**林隆鹏:**收益率曲线的变化不仅仅反映简单的债券价格走势,也是连接宏观与微观的重要部分,隐含了机构投资者对宏观、政策以及风险的判断和预期。从金融学角度看,长期国债与短期国债之间的收益率差异(即利率曲线的期限利差)反映机构对于未来风险(影响到资产价格的不确定性)的判断。当机构预期未来风险增加时,会增加长期国债的投资以锁定未来收益,期限利差一般是缩窄的,尤其极度平坦化的曲线一般隐含了机构对于未来经济前景的悲观预期和避险情绪,通常被称为“平坦化的诅咒”。曲线陡峭化,则常与稳增长的微观基础有密切关系。

从货币政策角度看,“监管+货币”双支柱框架已经从2017年的“双紧”回归到2018年的“中性”,这个从“紧”到“中性”的边际变化其实也是一种变相的“宽松”,在投资者风险偏好处于低位水平的情况下,对股市影响的真实有效流动性还存在较大不确定性,如果接下来投资者风险偏好不明显下降,这种变相的“宽松”的流动性对股市将是中性或偏正面影响;如果海外不确定性使得投资者风险偏好明显下降,6月的股市则要相对谨慎。

**魏颖捷:**利率曲线陡峭化主要源于4月以来短端利率下行幅度超过长端利率下行幅度,利率曲线的下降显示2017年以来由金融去杠杆引发的“紧货币、紧信用”已经过渡到“货币中性、紧信用”,今年以来整个资金面呈现两极分化,与影子银行等表外资产对应的负债呈现量减价升,而金融体系表内流动性则处于相对宽松状态,商业银行的超额准备金率延续年初以来回升的趋势。6月而言,流动性保持平稳概率大,随着资管新规后各类资产供给的受限,往年由资产供给引发的“资金荒”很难再现。

从大环境看,在全球经济放缓带动外需趋势性回落、金融强监管下,表外资产扩张能力减弱会影响部分投资需求。紧信用、局部再融资风险上行的环境下,整体资金面在维持中性的同时,会增加弹性,“削峰填谷”的灵活操作仍会维持。对A股而言,目前主要矛盾是风险偏好下移,增量资金入场意愿有限,流动性中性的环境下以中小创为代表的品种有望出现阶段性机会的频率上升。从整体成交量来看,今年以来创业板和中小板的量能基本与去年四季度持平,而上证指数则呈现出环比缩量。A股风格微调其实已经兑现了部分资金面的变化。

**谷永涛:**随着缴税高峰期的来临,市场流动性或有趋紧态势,央行为对冲税期,以及金融机构缴存法定存款准备金等因素影响,加大了公开市场操作力度。从Shibor利率等数据分析,目前资金面维持紧平衡,但5月下旬还面临地方债供给、企业所得税清缴等因素扰动,后续资金面维稳仍有一定压力。

央行发布的一季度货币政策执行报告显

**林隆鹏:**MSCI外部增量资金入市,富士康A股上市、CDR政策正式落地,新经济证券化资产回归A股,使得主题投资有一个较好的格局。近期来看,由于部分新兴产业的微观表征走强(如新能源汽车销量超预期),产业政策不断加码先进制造,外部增量资金入市,内外共振的市场环境里,市场对主题的敏感性会出现一个明显的抬升,从政策驱动和事件驱动两方面来把握主题投资机会,从核心配置上看,推荐“高质量发展”与“改革开放”两条主题投资主线。

中国经济的结构仍重于总量,动能新旧转换大背景下,A股最有价值的投资方向仍是基于内生驱动的方向,估值合理、业绩稳定、高流动性仍是投资者选择投资标的需要高度重视的方面。能否穿越利率波动周期的关键,还是在于新旧动能转换红利的支持力度,重点方向一是消费升级趋势下估值弹性匹配度相对合理的二线消费;二是精选拥有自主可控技术,发展受外部约束较小的成长股。

**魏颖捷:**与去年周期板块复苏主导的蓝筹行情不同,年初以来成长股相对蓝筹的强势显示市场风格将切回中性。随着资本市场的逐步开放,CDR推出、A股加入MSCI、独角兽回归预期都是资本市场逐步与全球市场接轨的信号。未来A股的市场风格将由流通市值区分转向核心价值区分,即大小盘股之前的界限将模糊,传统市盈率等单一量化指标将淡化,绝对个股的走势将取决于核心竞争力,如下游市场的成长性、技术壁垒、持续现金流获得能力、行业竞争格局等。而CDR推出和独角兽的回归预期有望提升对应产业的市值预期上限,新兴产业或者细分产业的头部公司将持续获得估值溢价。相反,平庸公司的估值则将受压。短期而言,市场机会更多在成长股,尤其是过去两年累计调整幅度较大、业绩一般但拥有一定技术或细分市场领跑优势的公司。

**谷永涛:**随着A股国际化逐步推进和我国金融市场的不断开放,国际资金流入和优质企业回归的预期不断加强,独角兽和MSCI概念是大潮流下的一个缩影。目前我国权益市场的估值结构与国际成熟市场仍有差别,在资本和企业股权的流动性不断加强预期之下,A股结构向国际市场演变的趋势有望不断加强。

独角兽回归A股将逐渐改变市场结构,尤其是科技股板块,优质企业有望获得溢价,而依靠标的稀缺性支撑估值的个股,或将面临真正的考验。从A股纳入MSCI的名单来看,主要是蓝筹价值股,此类标的有望获得国内国际资金的青睐。因此,市场风格有望逐渐转向价值蓝筹股,优质企业获得估值溢价的能力不断抬升。

独角兽回归A股将逐渐改变市场结构,尤其是科技股板块,优质企业有望获得溢价,而依靠标的稀缺性支撑估值的个股,或将面临真正的考验。从A股纳入MSCI的名单来看,主要是蓝筹价值股,此类标的有望获得国内国际资金的青睐。因此,市场风格有望逐渐转向价值蓝筹股,优质企业获得估值溢价的能力不断抬升。

**魏颖捷:**请从投资者的角度,谈谈如何规避信用风险及投资信用债。

**中诚信研究院:**随着刚性兑付的打破,投资者要更加注重理性投资,投资前应加强调研,提升事前甄别能力,选择与自身风险承受能力相匹配的信用债进行投资,同时也要加强投后风险管理。从已违约发行人的财务表现来看,多数违约发行人在违约前一年甚至更早就已出现盈利恶化、自身现金流表现差、过度依赖外部筹资等迹象,投资人应对所投债券发行人及控股股东等关联方的财务表现及重大事件持续高度关注,尽早识别并提前采取措施以规避信用风险,如果遭遇“违约”,要积极寻求可行的求偿途径,尽量降低违约后的损失率。

**中国证券报:**后续信用风险会否加速爆发,哪些领域的风险更大?

**中诚信研究院:**根据全市场产业债发行人

投资非常道

对逆向投资的三个形容

□金学伟

从整体的长期绩效考察,逆向投资的收益是最大的。这里所讲的收益最大是指采用逆向投资策略为一边,其他投资策略为另一边,长期的平均收益比较是逆向投资组最大,不是指每一个逆向投资者。

就单个投资人来说,因对逆向投资的理解偏差相关策略的把握失当,逆向投资而输得一塌糊涂的比比皆是。

看到某大号一篇阅读量很大的网文,说逆向投资的好处,然后就说逆向投资的最大挑战是逆着下跌趋势投资,确实是对人性的一个挑战。换句话说,你之所以不敢做逆向投资是因为它要逆着下跌趋势买进。没有比这个结论对逆向投资的误解更深的了。

逆向之“向”本质上并不是股价走势的方向,虽然逆向投资有时不可避免会逆一点价格走向,但它更主要的是指逆市场的风格潮流和动量——价格的动量和一定的基本面动量。

举一个例子来说:某股票当前的市盈率在历史最高水平,公司的经营业绩处在极其糟糕状态,股价则处在历史低位。这样的股票,无论从价格的动量还是公司经营业绩的动量,或者估值角度,显然都不是一个好的投资标的。但我给它加一个前提:它是典型的周期性股票。毫无疑问,对周期性股票来说,两低一高——低迷的股价、低迷的业绩、极高的市盈率,就是最好的战略投资期。这个时候买进这样的股票,就是最好的逆向投资。这个逆向是和“两高一低”——业绩高增长、股价高强度、市盈率很低很有诱惑力时买进相对立的。在两高一低的时候买进,就构成了顺向投资、动量投资(此处的动量不是动量指标只动量,而是股价驱动力的动量)。

如果我们抽掉“两低一高”中的价格低迷因素呢?那就构成了逆势投资,而不是逆向投资。大多数失败的逆向投资其实都失败在这一点上——没有准确理解“逆”的是什么,以为只要和市场反着做就是逆向了。

还有一种逆向投资是从一位朋友那里听来的,他把自己的投资称为5西格玛投资:在优质股票遇到突发利空和非经营性危机,股价暴跌后买进。由于这样的暴跌通常都带有很强的情绪化,而公司遇到的麻烦本就不是根本性的,有些是偶发的利空因素,有些属公关危机,所以,这样的暴跌通常都可以带来很好的投资机会,一旦危机冲击波过去、市场情绪稳定,股价就会向上回归。在全面质量管理中,西格玛是被用来反映产品瑕疵的,一般企业可以把瑕疵控制在3-4西格玛之间,而最优秀的企业可以做到6西格玛。此处则用它来指发生的概率,6西格玛是发生概率最小的事件,机会更好,但可遇不可求。5西格玛发生的概率也很小,但毕竟是经常可遇到。所以,他把自己的投资定为5西格玛投资,这是针对优秀企业的危机投资法。

但即便是这样的投资,也不是一个逆势可准确定义的。事实上,优秀企业的危机投资法依然要采取止跌再买进的策略,因为你不知道市场情绪发酵的边界在哪里。

关于逆向投资,归江有一个很好的概念就是买干货。那是2012年我们在浙江新昌去看大佛,雨下得很大,打着伞,边走边聊,说到当时的股市形势。他说,买股票就是要买干货,现在很多股票其实已经是干货了。何为干货?他说成交量已很小,已萎缩了很长时间,这就是干货嘛,就是最好的投资时机嘛。本来,我就很欣赏归江的价值投资,觉得在国内,像他这样对价值投资有深刻理解得很少,这一番话更让我刮目相看:干货成交量小,水货成交量大。这就是在价值投资基础上加入了逆向投资要素。其实我们可以看看,近期市场属于干货的股票还不少。

价值投资不等于逆向投资。逆向投资也不等于价值投资,但很多价值投资者天然地带有逆向投资属性。尽管他们本人很反感逆向投资这顶帽子,但他们为自己归纳的核心概念却地地道道反映了逆向投资的真谛。

比如约翰·邓普顿的“买便宜货”。“当街头流血时,就是买入的最佳时机”。此处有个典故:他父亲有个小律师事务所,事务所对面就是市政厅,镇上所有的拍卖都在市政厅广场进行。上世纪三十年代大萧条时,常常会有一些资产被拍卖。每当这时,他父亲就透过窗户,居高临下地看着,当没有人参与竞拍时,他就急匆匆地下楼,把那份资产买下来。这成为约翰·邓普顿在以后股票投资中的主要信条,富有升值空间+无人竞拍构成了他的投资传奇。让我印象最深的是他的第一桶金,向老板借了1万美元,买下100家亏损的、奄奄一息的制造业股,随着“二战”的深入,这100只股票给他带来了10倍利润。而与此同时,那些最优秀制造业公司却表现相当一般。还有一个是买进韩国的起亚,没人会看好这家公司——你买汽车股会买起亚吗?笑话,比它好的汽车制造商不知多少,何况正值东亚金融危机之际,但这个股票给他带来了丰厚收益,成为价值和逆向投资的一个典范。

还有约翰·聂夫把自己的投资称为“逛地下商场”也很经典。地下商场里的东西很便宜,地下商场也位于商场的地下室,这个概念是带有充分的隐喻的。

总之,逆向投资的本质就是不赶潮流,逆市场风格。从被市场忽略的、抛弃的、同时也是冷门的股票中去寻找好的标的,是逆向投资的最佳状态。它的执行绝不是逆着股价下跌趋势去买股票,而是要在无人竞拍状态、“干货”阶段、已被陈列到地下商场后再去买。把逆向投资说成逆着下跌趋势去投资,竟然有很多人去转发,去点赞,我真服了。