

多空论剑

下跌空间有限 利率曲线将平坦化

□本报记者 王姣

4月17日央行公告降准以来,债市收益率曲线出现了明显的陡峭化特征,10年期国债与1年期国债利差从49BP上行,5月中旬最高走阔至78BP,进入本周随着长债利率下行又重新收窄至53BP左右。此次债券收益率曲线陡峭化的原因是什么?未来将继续陡峭化还是平坦化?本栏目邀请方正证券固定收益首席分析师杨为敦和中信证券固定收益首席分析师明明进行探讨。

长短端利率对政策反应不一

中国证券报:近期债市收益率曲线出现明显的陡峭化特征,请谈谈这一现象出现的原因,对比历史有什么区别?

杨为敦:从2007年以来的历史走势看,可以将几次利率曲线的走峭分为货币政策引发的利率曲线陡峭化与信用调控政策引发的利率曲线陡峭化。在货币政策引致的利率曲线陡峭化中,2007年1月-8月是由于央行连续加息以抑制通胀过快增长,2008年10月-2009年3月和2015年2月-6月的两次是由于央行同时降息降准以稳增长,这三次都是对经济增速的调节。只有2013年6月-2014年4月出现的利率曲线走峭是去杠杆政策导致的,是在经济放缓的背景下对宏观经济风险的调节,与本次利率曲线的走峭具有一定可比性。从历史经验看,无论是对货币政策的调节还是对信用政策的调节,短端利率对宽松政策做出更强的反应,而长端利率对紧缩政策做出更强的反应。

2017年初以来金融监管加强、货币政策偏紧导致了资金持续紧张推动长期利率的不断上行,去年末出台的资管新规征求意见稿使得市场逐渐调整资金期限错配的情况,加之4月份以来信用风险事件频出对市场的流动性有一定的弱化影响,此外贸易形势、油价上涨对市场情绪的冲击,均进一步推升了收益率,由于上述事件主要影响的是投资者对未来的预期,因此对长端利率的推升作用更大,造成了今年以来近期利率曲线的陡峭化特征。

明明:4月份以来国债10年与1年期利差开始逐渐走阔,利差由49BP最高扩至78BP(5月9日),走阔了39BP,国债收益率曲线明显陡峭化。这一现象出现的主要原因在于流动性改善拉低短端利率水平。4月17日央行提出降准置换中期借贷便利(MLF)后净投放约4000亿元增量资金,债券市场对此反应较为敏感,短端利率迅速大幅下降,长端利率也有较大幅度下行,期限利差有所扩大;进入5月后,降准对流动性的改善效果逐步显现,短端利率持续下行,长端利率稍有上行,期限利差进一步走阔。

2004年以来国债收益率曲线经历了5次明显的曲线陡峭化过程,2004年9月-2005年1月、2006年12月-2007年8月和2010年6月-2010年11月三次熊陡,2009年2月-2009年6月和2015年6月-2015年9月两次牛陡。三次熊陡的主要原因是经济过热、通胀回升推升长端利率大幅上行,两次牛陡的主要原因是大幅度的货币宽松和流动性投放,短端利率迅速下降。

□华泰期货 林蔚 梁学平

沪铜期货主力1807合约5月以来延续震荡,多空胶着状态导致当前铜价难以走出单边行情。从主力合约持仓量与成交量分布来看,当前沪铜价格相对偏弱。

2018年4月,中国有色金属工业协会统计的铜产业月度景气指数为24.84,较上月下降1.97个点,位于“正常”区间运行;先行合成指数为90.18,较上月下降2.45个点;一致合成指数为58.76,较上月下降2.62个点。中色铜产业月度景气指数监测结果显示,铜产业景气指数有所回落,目前位于“正常”区间运行。但距离偏冷仅有一线之差,下游购货信心没有恢复迹象,5月有进入偏冷区间的风险。

由中色铜产业月度景气信号灯可见,

菜籽供给稳定

加拿大菜籽种植预计持稳,国内菜粕供给有保障,豆粕价格快速回落,豆粕对菜粕替代压力或将重现,后期南美G2货币走势及美豆产区天气预计将成为左右内外粕类价格走势的重要因素;菜油方面,国内菜油供给趋紧,生柴概念或将助推内外油脂价格,重点关注原油价格走势。

菜籽供给稳定

加拿大油菜籽种植效益相对较好,预计其油菜籽产量持稳,外围菜籽供给比较稳定。根据测算,2017/18年度加拿大油菜籽种植收益为1108元/公顷,虽然较上年度的1275元/公顷有所下降,但相对于硬麦的575元/公顷、大麦的725元/公顷、燕麦的832元/公顷和黑麦的440元/公顷,油菜籽的种植收



中信证券固定收益首席分析师 明明

利率曲线陡峭化现象出现的主要原因在于流动性改善拉低短端利率水平。中长期来看,长端利率大幅上行的趋势大概率不会发生,曲线大概率将回归平坦化。

本次陡峭化由降准引发,但可持续性尚待观察。对比以往利率曲线陡峭化的过程,本次区别主要集中在以下两点:第一,以往“牛陡”阶段的开端往往是高频率的降准降息以及公开市场操作释放大量流动性引发的,当前货币政策宽松保持稳健中性,并没有明显的宽松措施;第二,当前经济基本面并不似以往强劲,长端利率对利差的支持有限,例如2009年2月-2009年6月的“牛陡”时期,经济触底回升,短端利率受宽松货币政策影响下行,但长期利率受经济回暖预期影响维持高位,因此利差进一步走阔。

基本面仍是焦点

中国证券报:近期10年期国债利率已经回到4月降准前的水平,这主要是对哪些方面预期的修复?

杨为敦:国内方面,4月份的降准消息在一定程度上点燃了债券市场的乐观情绪,甚至形成了货币政策转向的预期。但降准落地带来的利好可能不及乐观投资者的预期,流动性在降准落地初期依然趋紧,市场也在逐步修正对货币政策转向的预期;近期信用风险事件频出,也对非银负债端形成不利影响,对市场流动性的冲击也不容忽视。国外方面,随着油价不断上涨,也加剧市场情绪上的担忧,可能对债市的交易行为有一定的波动性冲击。

明明:5月中旬10年期国债利率回到了4月降准前的水平,主要是市场对经济基本面预期的修复。4月末至5月初,部分经济高频数据暗示经济有回暖迹象,相应债市收益率也呈现一轮上行。进出口数据较为正面,新兴市场需求强劲,贸易形势稍缓和,出口由负转正,贸易逆差局势扭转;房地产投资连续高位;工程机械销售较好、大宗工业品价格上行,佐证产业链对于投资回暖的预期。加之,多起债券违约事件引起市场波动。

中国证券报:当前影响债市的诸多因素中,主要矛盾是什么?

杨为敦:当前市场的主要矛盾依然是国内经济稳定与外部汇率稳定的矛盾,但在国

内经济下行压力下,保证国内经济的稳定应当被放在更为重要的位置上。从外部压力看,一方面,油价的上涨对于国内物价指数的影响有限,另一方面,美联储加息对人民币汇率的影响也是有限的。反观国内,贸易形势可能对我国出口产生不利影响,同时今年第一季度工业企业利润下滑,企业费用增长问题凸显。年初的政治局会议明确提出降低企业融资成本与扩大内需体现出决策层对国内经济稳定的重视,今年后半段的政策将有所反映。

明明:当前债市的主要影响因素是经济基本面和相应政策的把握。虽然一季度实际GDP保持6.8%的增速,但工业增加值不及预期,工业企业利润增速显著放缓。投资端基建和制造业增速都下滑,制造业需求端下行明显,国内经济基本方面面临下行压力,扩内需和降低企业融资成本成为经济金融工作的主要目标。

扩大内需和降低企业融资成本的要求,一定程度上制约了货币政策收紧;从利率市场化角度,利率下行环境是利率市场化深化推进的有利条件。2018年以来货币政策边际有所放松,春节后资金利率持续超预期宽松,之后央行进一步降准,货币政策执行报告也透露出下一阶段稳杠杆的思路,政策层面方向性较为确定,但是力度还有待观察。

曲线将回归平坦化

中国证券报:利率曲线会否进一步趋陡?

杨为敦:利率曲线短期内会平坦化,不会进一步趋陡。央行2018年第一季度货币政策执行报告中对杠杆率管理的措辞从“去杠杆”向“稳杠杆”的微调与对“调结构”的侧重相呼应,暗示货币政策将出现边际宽松,流动性净投放的增加也印证了货币政策的边际宽松。对比2013年到2014年的走势不难发现,去杠杆力度的下降与货币政策的边际宽松使得利率走峭的成因不再明显,利率曲线走向平坦。站在当下,利率曲线大概率会延续5月中旬后的平坦化趋势。货币政策

息预期,从而将继续引导美债短端利率回

来看,美国经济二季度增长强劲,虽然就业市场持续维持紧俏,核心通胀依然处于温和上行过程之中。

美联储加息预期逐渐高涨,有投票权的地区联储主席称确认今年将加息2-4次。财政刺激措施意味着可以更快一点推进货币政策正常化。在额外的财政刺激措施过后,支持今年加息3次。美联储应该回到中性利率水平,但不应该太快。3.9%的失业率处于历史极低水平。薪资小幅上升,但并未处于失控状态。

从铜市供需基本面的来看,今年1-3月全球铜消费量为600万吨,2017年同期为570万吨。1-3月中国表观消费量同比增加46.4万吨至313.6万吨,占全球需求的52%以上。

拿大油菜籽供给稳定,出口基本正常。

近期受油厂开机率下降影响,沿海油厂菜粕库存偏低,但国内菜籽库存较高,预计近期菜粕供给有保障。据天下粮仓数据显示,截至5月18日的一周(第20周),沿海油厂菜籽压榨量为6.51万吨,环比-10.94%,同比-25.58%;沿海菜粕库存量为4.4万吨,环比-7.95%,同比-36.05%;沿海菜籽库存量为57.7万吨,环比10.75%,同比22.77%。预计后期随着油厂开机率的提升,沿海菜粕库存将会增加,近期国内菜粕供给有保障。

生柴概念助推油脂价格

由于近年国产菜籽产量持续下降,国储菜油抛售完毕,国内菜油库存同比大幅减少,预计后期国内菜油供给趋紧。据天下粮仓数据显示,沿海及华东地区第20周菜油库存为28.74万吨,环比-3.94%,同比-32.

方正证券固定收益首席分析师 杨为敦

利率曲线大概率会延续5月中旬后的平坦化趋势,长期来看,利率及高信用存在更为确定的前景,可以等待收益率进一步上行再择机加仓及加久期。

的走向将是利率曲线未来走势的主要因素。

同时,也不能忽视2018年后违约潮出现带来的额外风险。违约的出现将会增加机构投资者斩仓风险,机构投资者为避免潜在的违约潮可能会增加长期利率债的份额,这也可能是当前利率平坦化的成因,但却是未来走峭的增量因素。

明明:收益率曲线大概率会回归平坦化。首先,经济基本面犹存韧性,未出现明显上行趋势。根据目前公布的2018年1-4月份宏观经济数据,我国经济并未出现明显上行的趋势,固定资产投资增速持续下滑,地产投资一枝独秀。其次,严监管下大量“买短卖长”获利难再现。之前“牛陡”时期,机构通过转换债券配置久期、同业业务等方式获利的情形难再现。再次,货币政策保持稳健中性,短端利率处于低位,下行有限。货币政策稳健中性、松紧适度的基调下,短端利率(1年期国债收益率)位于2017年以来较低水平,下行有限。最后,信用债违约中长期看并不会引起长端利率上行。如果信用违约继续发酵,企业外部融资或产生困难,将不利于本轮经济复苏。因此从中长期来看,长端利率大幅上行的趋势大概率不会发生,曲线大概率将回归平坦化。

中国证券报:未来三个月,债市投资想获得超额回报应该在哪个点着力?

杨为敦:短期在增量利好出来之前,利率债和信用债可能呈现双弱的局面。基础利率短期受前期超调和非银负债端的不稳定性等因素影响,尚存在进一步调整的需求,此外,因宏观层面信用风险升温、广义基金配债减速等问题,中低等级信用债可能会受到更大的潜在冲击。长期来看,利率债及高信用债存在更为确定的前景,可以等待收益率进一步上行再择机加仓及加久期,目前我们所推荐的配置是中仓位、低杠杆、高久期,但慎言信用下潜。

明明:从利率债的角度,未来10年国债到期收益率将回归3.4%-3.6%的区间,建议投资者关注风险的同时也把握交易机会。另外,近期信用风险事件频频曝出,信用甄别显得更为重要。

世界金属统计局(WBMS)5月16日公布的报告显示,2018年1-3月全球铜市供应缺口为15.8万吨,低于2017年全年的23.5万吨缺口。今年1-3月全球矿山铜产量为490万吨,较2017年同期增加3.9%。1-3月全球精炼铜产量为580万吨,较去年同期增长3.1%,中国和智利增幅显著,分别增加7.4万吨和2.5万吨。

未来需求面将愈发成为主导铜行情的关键。电力方面,“十三五”电力规划电网投资3.34万亿元,后三年投资重心从农网改造和特高压中转移或将可期,从而带动铜消费。房地产方面,2018年拉动的铜消费将下降,房地产限购限贷后,房地产新屋开工、竣工、施工及销售面积开始降温,房地产调控政策持续发挥作

用。另外,近年来原油价格持续上涨,目前生物柴油价格较传统柴油价格已具有一定优势,若后期原油价格持续上涨,生物柴油产销量有望增加,这对国内外油脂价格将构成较大利好。根据统计,世界上运用菜油生产生物柴油最大的国家(地区)为欧盟,其次为美国。2017年欧盟生产生物柴油的柴油消耗量为616万吨,美国菜油消耗量为65.86万吨。

目前,生物柴油价格优势逐步显现,生物柴油对油脂的需求或将增加。根据USDA数据显示,截至2018年4月份美国生物柴油价格为3.02美元/加仑,而传统化石柴油价格为3.10美元/加仑,生物柴油价格较传统柴油价格低0.08美元/加仑。另外,随着布伦特原油价格上涨至80美元/桶,一些国家(例如马来)或将提高生柴的掺混率,后期需重点关注生柴主产国的政策变化。

瞭望塔

不畏浮云遮望眼

□本报记者 叶涛

中美经贸磋商刚刚达成共识,美联储6月加息预期却又再度走强,全球风险偏好回落成为本周后半段股债行情“双震”的导火索,预计在靴子落地之前,还将持续对投资情绪和成交造成扰动。然而积极地看,伴随6月A股正式“入摩”,以及工业富联、药明康德、宁德时代等“独角兽”企业加速落

户A股,无论是新兴产业龙头还是传统价值蓝筹,其实都各有潜在拥趸,中期前景并不悲观。面对短期指数折返以及资金面压力,与其费力押宝跟风,倒不如倒不如自下而上精选具备持续成长性和核心竞争力,同时经营现金流良好的价值型标的,坐等浮云过后的气爽天清。

5月24日凌晨,美联储公布的5月会议纪要显示,联储官员多数预计可能适合很快再加息;认为美国贸易政策给经济和通胀前景带来不确定性。多位官员警惕收益率曲线倒挂风险。纪要公布后,美元指数小幅走低,一度跌破94关口;美股短线走低,标普500一度抹平跌幅转涨;美债价格整体回升、收益率走低,10年期美债收益率逼近3%关口;金银双双走高,黄金一度拉升约5美元。

本身就反弹无量的A股24日应声下滑,连连回落,截至周五收盘,沪指指较3219.74点近期高点已经跌去近80点,累计跌幅超过1.5%。应该说,6月美联储加息概率高涨,不仅增加了新兴市场货币贬值压力,同时也加剧了资本从新兴市场流出压力。作为权益类市场的A股,近几日本板成交明显出现一定萎缩,以创业板为代表的成长股交投虽然相对稳定,但主要源于独角兽企业上市步伐加快带来的资金情绪改善。

利空多短兵相接,这为后市A股乃至债市运行更平添了几分不确定性。与此同时,近期利率高位震荡,曲线呈现陡峭化现象,这导致投资观望心态加重。考虑到一季度财政同比偏紧,且货币条件超预期收紧,财政和货币政策边际上的变化将成为观察接下来市场流动性的“窗口”。

值得期待的是,据MSCI公布的跟踪资金规模,第一阶段将会有610亿人民币资金流入,两阶段合计流入1215亿人民币资金,其中被动型资金137.5亿人民币。包括银行、非银金融、地产、家电、建筑在内的五大行业拥有较大的潜在补充需求。

综合来看,虽然流动性整体对A股形成制约,但是A股仍不乏新的增量资金,除了A股纳入MSCI带来的增量资金,房地产投资受限后的资金溢出,养老金入市、新基金成立募集资金等促使资金改善的基础仍存。当前市场正处于风险因素集中兑现期,预计调整后市场仍有望中枢上移。

避风港效应再现 强势白酒股受关注

□本报实习记者 牛仲逸

昨日上证指数继续震荡调整,下跌0.42%,跌破20日均线。创业板指数跌幅较大,达到1.84%。在此背景下,酿酒板块受到资金追捧,金种子酒领涨,涨幅6.53%,青岛啤酒、顺鑫农业、金徽酒、珠江啤酒等涨幅也较为显著。分析指出,本周市场先扬后抑,对场内资金情绪影响较大,出于避险需求,酿酒板块资金首选标的。

维持较高景气度

在居民消费意愿和消费能力持续提升大背景下,酿酒行业近两年一直维持较高的景气度。从细分行业看,白酒的需求增长依然强劲,中高档白酒依然是拉动行业增长的重要动力。券商研报显示,上市公司四季度至2018年一季度的两个季度,19家白酒行业上市公司合计实现收入1059亿元,同比增长26%;同期合计实现归属于母公司的净利润345亿元,同比增长41%。以啤酒为代表的大众食品出现较为明显的边际改善,由于消费量下跌趋势的扭转和产品提价等积极因素的影响,2017年四季度至2018年一季度的两个季度7家啤酒行业上市公司合计实现收入177亿元,同比持平;同期合计实现归属于母公司的净亏损2亿元,亏损规模同比下降55%。

券商分析师表示,中长期看,酿酒板块盈利能力的改善逻辑仍然成立,本轮盈利能力的上升主要来自于两方面。一方面,消费升级带动了行业产品结构的优化,中高端产品的占比提升,产品销售均价处于上行通道;另一方面,中小企业的退出减弱了行业的竞争激烈程度,酿酒企业的费用压力下降,对企业的盈利能力产生正面影响。

仍以结构行情为主

作为大消费品种里重要分支之一,酿酒板块市场表现一直较为稳定,尤其是在在市场波动较大时,更能凸显其防御特性。但是要看到,酿酒板块内部近期分化还是较为明显,在当前时点,后市该如何布局?

申万宏源证券表示,白酒板块5月以来表现突出,区域性品牌如古井贡酒、口子窖涨幅居前,区域性名酒的逻辑是受益百元价格带的结构升级(100元向200-300元),盈利特别是今年一季度有明显改善,因此短期表现突出。当前时点,白酒公司2018年估值已普遍接近25倍,次高端在30倍以上,未来白酒板块的具体细分方向核心要看中长期的成长空间,更要注重2019年-2020年估值,基于1-2个季度的维度做布局。

白酒目前及未来是一个结构化成长的行业(成长集中在中高价格带的名酒),复苏是一个分化的过程,自下而上最重要的两大因素是品牌和团队,即先天禀赋(全国化的名酒基因),后天努力(强团队执行力)。

短期来看,华创证券表示,部分区域强势品牌白酒企业,由于结构升级加速,业绩增速加快,迎来估值业绩双升,短期具有较好投资机会。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年5月25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	1.1388		11,388,328,327.04	

注:1.本表所列5月25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。