

多空论剑

几乎无人看空 债市“慢牛”能走多远

□本报记者 王姣

在流动性宽松的背景下,股市持续下跌引发避险情绪升温,被视为近期债市上涨的催化剂。目前多数机构对经济政策环境整体利好债市基本已成共识,市场上看空的声音几乎消失,风险偏好下股弱债强会否延续?未来利空债市的因素有哪些?下半年该如何进行资产配置?围绕这些热点问题,中国证券报邀请方正证券固定收益首席分析师杨为敦和光大证券固定收益首席分析师张旭进行探讨。

风险偏好助涨利率债

中国证券报:如何看待近期避险情绪变化对债市的影响?
杨为敦:5月中旬起,全球风险事件迭起,避险情绪开始逐步升温。

对美国而言,债强股弱的走势可能仍将延续一段时间。美债方面,鉴于当前通胀前景带来的美联储加息预期已经充分反映在此前汇率变化之中,2018年全球货币政策进一步超预期的可能性不大,预计当前位位置上,美债收益率难以进一步大幅走高。

对国内而言,在避险情绪逐步升温的背景下,A股走势可能将继续承压。短期来看,风险偏好和市场预期仍有利于利率债;中长期来看,随着信用收缩对经济的影响逐渐显现,债市将回归基本面驱动的慢牛。

张旭:利率品收益率的下行与股票市场下跌之间并无直接的联系。利率品收益率在很大程度上决定于货币政策以及由其决定的资金利率水平。事实上,年初以来每一轮长端利率的下行都是短端利率宽松的产物。从计量经济学的实证分析看,10年期国债收益率的周均值与领先两周的DR007利率间的相关性最高,与资本市场指数之间的相关性比较低。

与股票市场下跌相比,本轮收益率下行的催化剂更有可能是中国人民银行货币政策委员会召开2018年第二季度例会中对于流动性表述的变化。本次的提法为“保持流动性的合理充裕”,而前一段时间的措辞为“保持流动性的合理稳定”。

中国证券报:今年信用违约风险将如何影响市场的风险偏好?

杨为敦:今年以来,债券实质性违约风险上升,预计后续信用违约事件相比于2017年将更加频繁。

以AA-与AA评级间利差作为衡量债市信用风险发酵程度的指标,观察历史上信用风险高企时各类资产表现。整体来看,避险类资产(比如债券、黄金)表现更好。

历史上两次信用风险发酵时期,利率债和投资级信用债均上涨。2011年9月之前,虽然10年期国债和投资级信用债收益率仍小幅上行,但是进入四季度后,以10年期国债为代表的债市快速转牛。2011年至2012年上半年,10年期国债、5年AAA中票、5年AA中票收益率分别下行55BP、74BP和58BP。第二次信用风险发酵时期的债券资产表现比第一次更好,2014年至2016年上半年,10年期国债、5年AAA中票、5年AA中票收益率分别下行171BP、294BP和314BP。

而从历史比较来看,信用风险发酵与股市涨跌没有必然关系,历史上前两轮债市信用风险发酵时期股票资产表现不一。

张旭:信用品的违约必然会使配置的天平向着高等级国企债的方向倾斜。因此过去一段时间内,低等级信用利差明显扩大,而AAA级品种的信用利差正在收敛;民企债与国企债之间的利差也出现趋势性的扩大。

但我们认为,高低等级利差的利率债不可持续。从历史上看,信用债和利率债的走势都会一直保持相同的方向。例如,2016年上半年,同样是因为债券违约造成信用品收益率上行,这导致委托人减少了委外资金的规模,最终使得理财产品估值上行。近期的情况与2016年上半年并无本质的不同,利率品与信用品收益率的走势最



方正证券固定收益首席分析师 杨为敦

在避险情绪升温的背景下,A股走势可能继续承压。短期来看,风险偏好和市场预期仍有利于利率债;中长期看,债市将回归基本面驱动的慢牛。

终会回归统一。

几大利空不容忽视

中国证券报:货币政策边际放松、流动性合理充裕,是当前机构看好债市的关键论点,下半年货币政策或流动性会否出现“预期差”?

杨为敦:中国货币政策相对美国货币政策轨迹的加速宽松的趋势仍在延续。美国货币政策紧缩的加速不太会干扰国内货币宽松的步伐,国内货币政策在内忧外患面前,大概率以内忧为主,而在人民币汇率贬值压力可控的背景下,维护经济平稳增长的压力可能更大。

另一方面,当前人民币汇率的贬值并非内生性的,对货币政策暂且压力有限,即使后续汇率存在压力,我国还有资本管制措施去控制这种压力。当前货币政策尽量在通过“明稳实松”的方式去稳定人民币汇率的预期,而后一旦汇率压力变大,可能会通过“宽货币+严资本管制”这一政策组合去维持后期增长和资本项的平衡。长远来看,稳内需是稳汇率的关键条件,在今年内需矛盾逐步加大的情况下,稳增长是更重要的任务。

张旭:从目前情况看,市场对于流动性的预判过于乐观,2018年下半年狭义流动性宽松程度很有可能低于预期。根据流动性投放主体的不同,将流动性分为两个层面:人民银行向商业银行投放的狭义流动性,商业银行向实体经济投放的广义流动性。目前,狭义流动性缓解上述制约广义流动性的因素,因此现在进一步宽松狭义流动性的意义并不大,当务之急是疏通狭义流动性向广义流动性传导的渠道。

中国证券报:未来可能利空债市的因素还有哪些?

杨为敦:未来利空债市的主要因素有三点:一是信用风险可能会蔓延并演化为流动性风险。近期信用事件频发,节奏也明显快于往年,尤其二季度以来比较密集,并集中在民企。

二是资管新规等监管政策对市场的影响。打破刚兑、产品转为净值型,是资管新规对市场影响最大的一条。一方面,如果理财、券商资管等均转为净值型产品,对比净值化较早的公募基金,可以确定这些资管产品的规模将萎缩。而广义基金是信用债配置的最主要力量。另一方面,打破刚兑后,负面端给资管产品管理人的配置压力减弱,拉长久期、下沉信用资质博资本利得与杠杆策略的必要性减弱。从这个角度看,

中长期期限利差、信用利差都将走阔。另外,银行理财无疑仍是关注的焦点,30万亿元的理财规模风吹草动都足以对债市需求产生明显冲击。

三是美债收益率快速上行。就利率而言,市场担心美债利率上行缩窄中美利差,将抑制我国债市收益率下行空间。

张旭:未来利空债市的因素主要来自于金融严监管的影响、地方政府债券发行所带来的供需格局恶化、市场对于信用违约问题的担心。

第一,在监管的压力之下,银行资产配置行为会出现变化,对于债券市场而言即是赎回委外和卖出债券。建议市场不要低估监管所带来的影响,因为银行的赎回对市场而言是个黑箱,而市场对于未可知的负面事件冲击会做出过度的反应。

第二,地方政府债券发行对于债券市场的冲击正在显现,其影响会随着时间的推移而扩大。事实上,目前利率品收益率的下行主要是交易盘所导致,而非配置盘的力量,这也反映了上述地方政府债券发行所造成的影响。

第三,信用违约的问题尚未消散。债券的违约不仅会降低中低等级信用品种的需求,也较有可能降低整个债券市场的投资规模。

基本面利好债券市场

中国证券报:谈谈对下半年债券市场的展望及逻辑。

杨为敦:影响今年债市的核心因素,从监管转向了基本面。在基建、制造业投资增速回落,与地产销售放缓、融资继续收紧下,对经济持续超预期的可能性保持谨慎。因此,基本面将利好债券市场,投资者可以适当拉长利率债和高等级信用债的久期。

同时,在这个时点,建议对下潜信用需非常谨慎,建议只配AAA级国企信用债。由于年报跟踪评级的需要,6、7月份历来是评级下调的密集月份,可能在接下来的两个月内,因评级下调会使更多企业触发信用风险,信用风险可能只高不低。再者,目前利率债的配置价值和安全边际已经比去年要好,我们再博信用利差的必要性也不大。

再往后看的话,今年8月后信用违约风险可能会开始边际改善,信用债才可能开始出现一些自下而上的研究价值。一来,今年8月后这一轮信用评级下调的季节性高峰会过去,对信用债的冲击会减弱;二来,从周期的角度,8月后企业流动性可能会开始恢复。信用恐慌周期的结束往往以企业流动性恢复(企业存款见底加速)为信号。经验上,货币政策拐点领先于企业存款拐点9-11个月,由此,企业流动性周期见底改善的时点应该在今年三季度。

目前基础收益率已经处于震荡下行的通

道,经济基本面的脆弱性和货币政策宽松信号可能会逐步压低收益率的中枢。建议当前可逐步把仓位和杠杆加到中高水平,但加杠杆仍需谨慎,另外,对中高信用债来说,必须等到这轮信用恐慌周期过去后,才存在评估自下而上机会的前提。

张旭:今年以来的大多数货币政策都具有明显的结构化、信贷化特征,例如PSL、普惠金融定向降准、支农再贷款等。货币政策的边际效果正在减弱,今后需要更多地依靠财政政策、产业政策。过于宽松的货币政策会产生溢出效应,这并不是大家所愿意看到的。2018年下半年监管冲击还会加剧,货币政策予以对冲,债券市场取决于两者的均衡。

中国证券报:从大类资产的角度,提供2018年下半年的投资建议。

杨为敦:面对总需求不确定、通胀前高后低、国际货币政策转向、国内流动性结构不均衡的问题时,央行可能采取的货币政策走向为“先稳后松”,相机抉择降准、加息和结构性调节工具。

对债券市场而言,经济基本面正走向利好债券的方向。不过债市短期仍面临资管新规影响、美债利率上行、我国基本面有韧性等不确定性,维持“趋势是震荡慢牛,曲线重回陡峭化,信用利差分化”的判断。

对股市而言,目前股市还缺少盈利、估值驱动,短期更多是经济数据和贸易形势引发的预期和情绪反复。中期需关注理财萎缩的再配置效应以及理财收益率不再具备无风险特性,理财直接开户问题解决等,这均有利于股市资金面。

我们认为,利率快速上行将对资产价格产生一定压力,同时工业企业利润增速难继、信用扩张增速水平难以保持、债券重新获得保险等长期资金的配置倾向都将对股票价格上行造成一定压力。

对大宗商品而言,2018年预计供给侧改革和环保限产仍将持续及维持企业高利润水平有助于企业去杠杆,供给端难有较大规模复苏,大宗工业品价格下行概率不大。

张旭:虽然股票市场已经出现了一定幅度的下行,但今年下半年的走势并不乐观。债券市场的有利条件为经济增速的小幅下行和货币政策的进一步宽松,不利条件同样明显:监管冲击、供给增多、集中违约。因此,判断三季度收益率的中枢会上移,四季度会再次回落,信用债的波动会大于利率债,低等级的波动会大于高等级。

在这样的市场格局下,票息收入的贡献度大于资本利得。目前部分国企信用品种因为组合流动性的原因而被卖出,价格明显低于其合理估值。因此建议在控制风险的前提下,配置短久期且收益相对较高的国企信用品种,以稳定的票息收入抵御资本利得的波动。

出现规模性增长。2017年良好的天气状况使得2017/2018年榨季甘蔗单产提高至历史高位。在种植面积比2014/2015年榨季少210万亩的前提下,甘蔗入榨量也仅少133万吨(折合约17万吨糖)。以天气为基础的高单产难以持续,并且突发天气灾害可能导致2018/2019年榨季食糖单产减少。总体而言,在种植面积难有大规模扩大的前提下,或不排除因自然影响而导致2018/2019年榨季减产的可能性。

市场有传言称国内甘蔗种植实行直补。假设直补政策如实落地,若直补价格加上糖厂收购价仍是维持500元/吨,那么仅会降低糖厂生产成本。若直补价格是在500元/吨收购价基础上增加,那么将会增加蔗农的种植意愿,利空糖价。但即使直补政策在下一榨季开始实行,最早也只能影响2019/2020年榨季的产量。假设直补政策落空,甘蔗收购价将会跟随食糖价格同向波动。目前糖价已处于下行周期,2018/2019/18年榨季甘蔗收购价下调是大概率事件,若收购价下调幅度足以使蔗农改种其他经济作物,那么可能会减少2019/2020年榨季的种植面积。

基本面筑底向上 保险股再受关注

□本报记者 黎旅嘉

周五两市多数板块有所回升,主题行业中保险板块走势最为强势,成为盘面中亮点之一。分析人士表示,经过此前的回调,保险板块估值回落明显,近期板块呈现企稳之势,也再度受到部分长线价值投资者的关注。后市基于真实市场需求的行业高增长,料将会为其持续的表现提供支撑,板块后市依然值得期待。

板块逆势上扬

此前,回调幅度较大的保险板块近期有所企稳,再度引来市场关注。

在两市回调的背景下,昨日保险板块全天走势偏强,即便是在早盘,板块也一直维持升势。截至收盘,主题行业中保险板块以2.54%涨幅居于首位。

从资金方面来看,截至周五盘前,Wind数据显示,本周二以来的3个交易日中,104个申万二级行业中仅有6个行业获得主力资金净流入,其中就恰有保险。因而昨日保险板块的走强其实并非完全在意料之外。而在两市主力资金持续净流出的背景下,其受资金青睐程度由此可见一斑。进一步而言,受到资金关注的保险板块,具备持续走强的基础。

回顾保险板块风头正盛的2017年,板块中,中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿分别上涨101.46%、61.61%、52.13%、27.53%,在股价积累了较大涨幅的同时其配置价值也受到市场的充分认可。

不过,自去年底创下阶段高点后,板块的回调也可谓是“马不停蹄”。板块指数自高点跌幅近30%。尤其是在近期两市持续回调的背景下,板块同样也出现不小的跌幅。中金公司表示,6月下旬以来,保险股跌幅加剧,其原因主要在于经济展望的不确定性和金融市场波动降低了市场对金融股的风险偏好,同时寿险新单负增长持续压制股价修复。

根据招商证券的测算,由于板块回调,目前估值已处于历史底部,当前平安、太保、国寿、新华2018年PEV依次约为1.13X、0.92X、0.76X、0.79X,蕴含了未来保险公司不做新业务与事实背离的、极度悲观的预期。

配置窗口来临

分析人士表示,经历持续回调后近期板块触底迹象有所显化,对板块看多做多之声也再度成为机构间的共识。

方正证券表示,从消费视角看,我国处于保险行业生命周期的第一阶段即快速发展期,根据海内外经验在此阶段内,承保、投资两类短周期的时间期限仅为1-2年。

而在宏观、中观、微观的改善推动下,本轮始于2017年第四季度的承保负周期已接近尾声。处在消费阶段积极发展期的我国人身险行业受消费力拉动长期向上,短周期的波动只是暂时扰动。从短周期的变化看,当前投资周期稳定+承保周期筑底向上,估值历史低位,行业正在最好的配置周期。

目前A股中资保险股估值为0.8倍2018年PEV,处于历史底部。不过,中金公司强调,一方面,市场对金融股的风险偏好或难以快速恢复;另一方面,保险公司盈利和资产负债表对于经济变量(股市、利率、信用风险)的敏感性高。因而,虽然板块调整幅度已偏离基本面,但是短期反弹仍较为困难。中期来看,代理人的调整尚未完成,板块的系统性股价修复仍需时间。

电价政策调整 对锌市提振有限

□华泰期货 徐闻宇 李苏横

近日发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》,意见提到严格落实铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼等7个行业的差别电价政策。目前测算锌冶炼的用电成本占比大致在35%-50%左右,但由于锌冶炼厂电价优惠力度较小,预计对锌价提振力度有限。

基本金属接连下挫,主要受未来中国宏观经济走弱的担忧,且国内镀锌企业即将进入传统淡季,预计镀锌下游消费将再度走弱,锌价或重拾跌势。

供给方面,主流矿企产量释放仍然较为有限,整体产量环比以及同比皆出现下滑,而大部分增强仍将集中在第二季度以及下半年进行投产,其中Vedanta位于南非的Gamsberg矿也将在年中时投产。Nyrstar正在重启位于加拿大温哥华的Myra Falls锌、铜和铅地下矿场,锌精矿生产预计将在第二季度开始。由于下半年锌矿供给恢复预期较强,中线仍然维持偏空思路。虽然国内矿由于环保日益趋严,产能释放相对有限,未来供给增量预计主要贡献来自于国外矿山,全球矿山供给趋增逻辑不变。

根据上市公司财报,锌矿新增产能主要体现在五矿的Dugald River矿产出继续增长,产量环比2017年四季度增加1.61万吨,同比去年同期增加2.85万吨。另一家矿企Nevsun旗下的Bisha矿新增产能环比去年四季度增加0.64万吨。而其他矿企Vedanta位于南非的Gamsberg矿也将在年中时投产,Nyrstar正在重启位于加拿大温哥华的Myra Falls锌、铜和铅地下矿场,锌精矿生产预计将在第二季度开始,整体看来新增产能预计主要体现在二季度以及下半年,因此预计下半年锌供给压力将逐渐体现。

目前锌矿加工费仍未看到明显抬升,预计矿山短时间需要时间来修复锌价下跌造成的心里落差,加工费上调的预期或将有所后延。根据我的有色,截至6月25日,锌矿港口库存18.1万吨,是去年同期的150%,锌矿港口库存逐渐累积,锌矿缺口正在逐步修补。根据上市公司财报,下半年为锌矿释放的高峰期,预计锌矿加工费也将逐渐回升。

加速下跌 白糖期货主力合约创新低

□杨泽元 陈玮

在经历两周短暂的窄幅震荡后,白糖期货在本周开始再度加速下跌。截至7月3日收盘,白糖期货主力合约盘中一度跌至5006元/吨,又一次创下新低。一方面全球供应过剩压力一直存在,市场对后市持谨慎态度。近日原糖7月合约交割,但最终交割量偏低,反映出产业中下游接货意愿低,也使得原糖价格重新回到12美分/磅以下。另一方面,国内现货情况继续恶化,在7月2

日,主产区各大糖企现货报价下调60-80元/吨不等。现今,只有主产区天气出现严重的灾害,导致未来产量出现大幅度下滑,才能改变目前的供求格局。

今年以来国内糖市长期被利空笼罩。其一是在增产周期背景下,国内消费低迷,导致工业库存高企。据中国糖业协会数据统计,截至5月底,全国工业库存为456万吨,位于近3年最高水平。特别是国内最大的两个主产区广西和云南,其库存压力更不乐观,使得现货价格不断下调。目前广西现货价格已经跌至

5200元/吨,云南跌至5000元/吨。其二是泰国丰产导致走私规模扩大。2017/2018年榨季泰国糖产量创下1470万吨新高,鉴于国内消费和乙醇生产可以消化的糖产量有限,泰国大部分糖过剩都将需要通过出口来解决。而泰国出口的白糖,其中有较大部分将会被走私至中国市场。目前国内沿海港口城市消费萎靡不振,主要原因就是受到走私的冲击。其三是进口份额提高致使进口供应增加。2018年配额外进口自份额由2017年的100万吨提高至150万吨。在进口成本远低于国内销售价格的前提下,进口指标增加就等同于进口供应增多。

随着工农业剪刀差不断扩大,农村劳动力数量下降,叠加土地资源稀缺与经济作物竞争,甘蔗种植面积逐年递减已成趋势。虽然近三个榨季原料甘蔗收购价格持续提高,农民的种植意愿有所增强,但是种植面积也仅是持平不变。除非大幅度提高甘蔗收购价或者出台直补等政策,使得蔗农收入有明显的提高,种植情况才有可能出现逆转。甘蔗收购价格决定种植面积,2017/2018年榨季广西甘蔗收购与2016/2017年榨季持平,因此种植面积难以

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年7月6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	1.1206		11,205,863,552.43	

注:1、本表所列7月6日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。
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。