

■ 多空论剑

# 下一轮上涨前 债市或主动“挖坑”

□本报记者 张勤峰

本周股强债弱特征比较明显,伴随A股低位反弹,债市再度走弱。如何看待股票上涨、美债下跌等对我国债市的影响?后续大类资产该如何投资?本栏目邀请申万宏源证券首席固定收益分析师孟祥娟、宏信证券固收总部研究负责人臧旻进行讨论。

## 股市反弹冲击债市情绪

中国证券报:此前股弱债强格局明显,背后主要逻辑是什么?

孟祥娟:对债市而言,上半年收益率下行幅度较大,10年国债从年初的4%下行至最低的3.44%,主要带动因素包括:资金面改善以及市场对货币政策从紧预期转向宽松;社融持续回落、信用违约发酵以及经济数据回落带动市场对经济悲观预期;物价大幅低于预期。此外,股市大跌也带动风险偏好下行。对股市而言,上证综指从最高3587点跌至最低2644点,主要的利空因素是对未来经济前景预期悲观以及对政策预期存偏差。

臧旻:股债之间的相对价值在整个大类资产配置风格转换中,是非常重要的参考指标。用沪深300滚动市盈率的倒数减去10年国债收益率来衡量权益市场相对无风险债券的风险溢价,该指标在今年初已接近历史最低水平,表明权益市场的隐含收益率已接近无风险利率水平,意味着权益市场估值相对债券已过高,债券类资产相对权益类具有较高配置价值。随着年初以来信用紧缩逻辑和外部风险因素发酵,以及经济基本面所面临的下行压力,货币政策如期转松,债券开启了一波牛市行情,股市则受到相关利空拖累一蹶不振。

中国证券报:近期A股出现低位反弹,如何看待股票上涨对债市的影响?

孟祥娟:在不出现大“放水”、去杠杆取向未变的情况下,出现类似2014年—2015年上半年股债双牛的概率低。股市上涨提升市场风险偏好,加之当前政策聚焦宽信用,对债市利空。

臧旻:从目前股债比价来看,权益资产在配置价值方面占优,但股票上涨对债市的冲击不会太大。首先,目前货币政策不存在边际收紧可能,无论利率债期限利差,还是信用利差均存在一定压缩空间,目前还看不到太大收益率上行空间。其次,基本面还存在一定下行压力,尽管近期相关政策释放的信号比较积极,但后期宽信用或有证伪的可能,上市公司利润在下半年还存在一定回落空间,整个经济基本面现状更有利于债券资产。但也不排除股票上涨幅度比较大,可能对债券市场情绪产生冲击,但这种可能性相对较小。



申万宏源证券首席固定收益分析师 孟祥娟

股市上涨提升市场风险偏好,加之当前政策聚焦宽信用,对债市偏空。未来出现类似2014年—2015年上半年股债双牛的概率低。



宏信证券固收总部研究负责人 臧旻

尽管目前长端利率行情仍有一些利空因素扰动,但待后市相关利空兑现后,长端收益可能会有一波下行行情,目前建议继续观望为上。

## 新利空接二连三

中国证券报:10年期美国国债收益率再度突破3%,后续上行空间如何?对我国债市影响如何?

孟祥娟:美债收益率后续上行空间不大。一方面,当前美国经济增速处于景气高位,展望未来,伴随加息、债券收益率上行等对经济的负面影响将逐渐显现,经济继续超预期上行的概率低。另一方面,市场预期年内仍有2次加息,2019年3次加息,加息预期已较充分,伴随明年美国经济回落,加息次数预计低于预期。以上都将制约美债收益率上行。

美债对国内债券市场的影响更多是情绪方面。市场主流逻辑是:美债收益率上行——中美利差收窄——人民币贬值压力加大——资金外流——为缓解汇率及资金外流压力,央行政策调整,带动国内资金利率上行。但问题是,我国并未实现资本项下的资金自由流动,这条逻辑链条不成立。所以出现前期人民币贬值与外汇储备同步增加格局。国内货币政策仍较聚焦国内经济,决定债市方向的仍是国内基本面、资金面和政策面。

臧旻:就美联储加息进程以及长短端利差压缩空间来看,10年期美债年内还会有有一定上行空间。但美债波动对国内债券市场的影响更多地还是停留在市场情绪层面,无法构成实质性约束,主要因中美两国货币政策已确认脱钩,人民币汇率相对汇改之前的弹性也大幅上升,外汇占款在二季度人民币贬值以来也并未出现恶化迹象,而人民币计价的资产整体具有一定的吸引力。因此,通过利率来稳定汇率或者维持两国广义利差的迫切性不强,在这一点上,我国与南美那

些制造业空心化、常年贸易逆差、对外债依赖性极大的经济体是存在显著不同。

中国证券报:当前债市面临的多空因素还有哪些?

孟祥娟:当前市场面临的利多因素包括:经济下行压力仍在,当前政策已明确进入宽信用,但效果尚未显现;资金利率仍较低。利空因素则包括:通胀担忧、资金利率跟随美国加息上行预期、供给冲击、社融及经济数据隐忧边际改善出现、股市反弹。

臧旻:就影响市场的边际力量来看,利空可以说是没有断过。从7月下旬以来市场预期的基建刺激方案,到后来的信用宽松政策组合拳,再到之后的通胀,甚至是滞胀预期,包括地方政府债的一级发行冲击。最近几天关于减税的消息,也会对利率行情产生不利影响。外围方面,原油价格回升、9月美联储加息也是大概率事件。总体来看,近两个月利空对债市的影响较大。利好方面则相对较少,宏观经济数据所反映的实际经济下行压力,在市场向好的预期面前显得有些无力,宽信用也没到实际证伪的阶段,可能最大的确定性利好就是资金面总体波澜不惊,杠杆套息空间在目前具有一定陡峭度的曲线之下有一定保障。因此,目前债市所面临的多空因素的特征可以总结为“利好是旧利好,利空是新利空”。

## 四季度股票跑赢债券

中国证券报:对今后一段时间债市行情有何判断?在大类资产配置上有何建议?

孟祥娟:年初至今,始终如一的观点是2018年10年期国债收益率运行区间为3.4%—4%,波动节奏呈U型(右侧高点低于左

## 获批引入境外交易者

# PTA期货将推动我国成为全球聚酯产品定价中心

□本报记者 马爽

9月21日,中国证监会新闻发言人表示,郑州商品交易所PTA期货已经获批成为特定品种引入境外交易者。郑商所相关负责人表示,在当前“一带一路”倡议和人民币逐步走向国际的背景下,以PTA期货为试点引入境外交易者,将进一步推动我国成为全球聚酯产品的定价中心,更好促进期货市场服务实体经济发展。

## 服务实体经济效果显著

PTA是重要的大宗纺织原料,PTA价格是聚酯产业链的定价中枢。2017年,我国PTA产量3586万吨,表现消费量3588万吨,是全球最大的PTA生产国和消费国。2006年,PTA期货在郑商所上市,是国内上市的第一个化工类期货品种,也是全球唯一的聚

酯产业链期货品种。

据了解,PTA期货上市十余年来市场运行平稳,服务实体经济效果显著。在国内市场上,PTA期货提高了上下游产品的定价效率和市场配置资源的效率,提升了企业的风险管理水平;在国际市场上,由于中国雄厚的产业基础,PTA期货价格成为境外机构的重点关注指标,也是国际贸易定价的重要参考,境外相关企业要求进入PTA期货市场的呼声不断。

郑商所相关负责人表示,在此背景下,为更好服务实体经济、服务国家战略,郑商所在确保市场平稳运行的基础上,紧密结合国内外聚酯产业的需求,研究制定了PTA期货引入境外交易者方案,对相关配套制度、技术系统着手修改完善和建设测试,并进行了审慎评估。目前相关准备工作已基本就绪。

## 引入境外交易者意义重大

分析人士认为,PTA期货引入境外交易者具有重要意义。一是在PTA期货价格已成为国内企业与国外企业贸易谈判的重要参照,将我国独有的期货品种推向世界,将提升其价格的全球影响力,推动我国成为全球聚酯类产品定价中心。二是引入境外交易者参与市场,交易者群体更广泛,将有助于确保相关企业在国际贸易中的公平权益,提升套期保值的有效性。三是PTA上下游产品的进出口贸易国家与“一带一路”沿线国家和地区高度契合,PTA期货走向国际也将促进其在更广阔范围发挥功能作用,促进全球聚酯产业发展。

对于PTA期货获批成为特定品种引入境外交易者的消息,相关境外贸易企业和产业机构态度积极。意大利GSI公司的首席执行官Zanchi表示,非常希望以“合格买家”

的身份进入市场。作为欧洲市场上最大的瓶片贸易商,GSI公司与中国工厂有长期采购合同,公司希望通过期货市场来锁定采购价格的波动风险。他表示,国外大买家一直关注中国的PTA期货,但缺乏一个合法稳定的参与渠道,因此他希望PTA期货市场能够对国际贸易商开放。

上述负责人表示,PTA引入境外交易者的规则论证、制度修订、系统开发等准备工作已经完成。下一步,郑商所将继续做好相关准备工作,确保PTA期货引入境外交易者安全平稳推出。一是多方征求境内外交易者建议,持续完善PTA引入境外交易者相关规则;二是积极开展全市场联调测试,保证技术系统安全高效;三是加强对境外监管制度、交易者行为的研究,确保市场开放后平稳运行;四是扎实做好投资者教育和宣传工作,帮助境外交易者更好熟悉规则,做好市场风险防范。

# 汽车板块大爆发 两领域受益行业发展

□本报实习记者 牛仲逸

9月21日,今年以来持续调整的汽车板块迎来大爆发,板块内一汽夏利、宁波高发涨停,华域汽车、长城汽车、长安汽车等个股涨幅超7%。此外,昨日的这根阳线也是今年以来汽车板块的最大涨幅。分析指出,随着近期相关政策利好释放,汽车板块基本有望得到提振。同时,行业传统旺季即将来临,汽车股有望迎来一波反弹行情。

## 销量分化持续

中国汽车工业协会发布的产销数据显示,8月汽车产销分别完成200万辆和210.3万辆,同比分别下降4.4%和3.8%。乘用车产销分别完成170.5万辆和179万辆,产销量同比分别下降4.7%和4.6%,连续两个月出现产销同比下降的情况。市场人士表示,预计9月仍存负增长压力,但

随着汽车销量传统旺季的到来,环比销量会提升。

值得关注的是,新能源汽车产销分别完成99.9万辆和110.1万辆,同比分别增长39%和49.5%。其中,纯电动汽车销售7.3万辆,同比增长31.7%;插电式混合动力汽车销量为2.8万辆,同比增长130.8%。1—8月,新能源汽车累计销量为60.1万辆,同比增长88%。新能源汽车销量继续维持高速增长态势。

对此,民生证券表示,8月新能源汽车产销量同比稳定增长,环比持续向好。新能源乘用车销售结构持续优化,A级车等高端车型为主的趋势逐步明朗,带动产业链高端材料需求的提升。动力电池装机量同比,环比增速回升,未来有望实现稳定增长。

## 关注新能源汽车链

日前,中共中央、国务院印发《关于完善促进消费体制机制,进一步激发居民消

费潜力的若干意见》,对汽车行业形成多方面利好。分析指出,在政策利好刺激下,汽车行业消费将提质增效,产业空间也有望迎来多元突破。那么,后市该如何配置汽车板块?

信达证券表示,汽车后市场悄然启动,智能驾驶蓄势启航,汽车产业必将孕育更加多元化的投资机遇。汽车消费疲软态势有望得以改善,强势自主演绎强者更强。汽车智能化浪潮方兴未艾,电动市场空间将进一步激发,汽车市场供给将更加丰富。推荐关注自主品牌及智能汽车消费两领域。

万联证券表示,对于传统整车,随着SUV市场竞争加剧、外资品牌加大投入SUV市场等因素,车企分化加剧,自主不断创新高、合资表现稳健的龙头企业能够得到市场青睐,而低品牌的市场份额逐步萎缩。因此,建议继续关注自主高增长、合资较稳健的整车龙头。对于零部件企业,下游汽车

销量低迷叠加上游部分原材料价格上涨、汇兑损益影响,总体呈现增速放缓走势,但处于细分领域中能够持续储备新项目、丰富产品线及拓展新客户而穿越周期维持业绩的稳健增长的企业标的值得关注。对于新能源产业链,蔚来汽车上市后表现活跃,表明市场对新能源汽车前景的看好及对估值溢价的认可,但追逐高景气风口的同时,也需谨防造车新势力汽车交付能力及业绩不达预期风险。8月新能源汽车销量放量,进一步可印证9—12月新能源销量大概率环比逐步向好,建议关注新能源产业链各环节龙头企业。

浙商证券表示,传统汽车今年大概率将是底部徘徊时期,未来半年行业承压有望增大,配置上建议优选行业龙头。新能源汽车进入后补贴时代,寻找真正具有爆款潜力的车型将成为中长期核心变量,进入全球主流车企的供应链将成为真正核心竞争力。

■ 瞭望塔

## A股仍有累累硕果值得期待

□本报记者 叶涛

二季度以来,外部不确定因素频发发作,叠加对经济预期的种种担忧,宣告A股市场趋势性机会难觅,至此市场加速下行。8月下旬起,在市场流动性步入稳定宽松阶段,沪深市场反而“地量”频现,股指亦再度打破前低,刷出新的低点纪录,投资者信心跌落谷底。

本周二,在大盘触及2644.30点,第四次创出两年半新低时点,对“悲观”的一致性预期最终战胜“恐惧”,令大盘在之后3个交易日中狂飙逾145点,站上60日线的同时,距离2800点已经进一步之遥。当前,尽管轻言反攻3000点尚早,但心态上看,主流投资者早已不是惊弓之鸟,伴随一致性反向预期达成,未来市场重心有望拾级而上。

无数事实证明,极度恐慌之时恰是市场最后一跌。2008年美国股市遭遇暴跌,股神“巴菲特”也曾撰文袒露心声:当市场最恐慌时,通常是股票最廉价的时候;而市场所担心的悲观情形,假如出现了,那么美国政府实施的救市政策可能会导致通胀,加速现金资产贬值,股票的价值肯定会高于现金。其投资逻辑一言以蔽之,“他人贪婪时我恐惧,他人恐惧时我贪婪”。

大盘底究竟在哪里?市场回落调整时期,很多投资者喜欢做如此猜测。多数情况下,这种主观臆测不仅缺乏依据,反而加重了场内恐慌气氛。事实上,当前无论是A股所处的市场环境,还是国内宏观经济,均未出现明显利空,担忧更多来自情绪扰动而非现实状况。

宏观而言,一方面虽然人民币汇率短期承压,但央行稳定汇率信号已经出现,离岸汇率不断出现企稳迹象;另一方面,经济下行压力尚存,但决策层相继出台扩大信贷服务实体经济、社融数据表外项目收缩、地方债发行提速拉动基建等举措,释出呵护实体之意。另外,新兴产业利好也不断释放。

微观层面,随着市场底、估值低、政策底不断探明,目前全部A股股指不仅处于自身历史底部,在国际比较中也位于较低水平,结合股息率、股权风险溢价等来看,市场对长线资金吸引力不断增强。近一段时间来,包括MSCI新兴市场跟踪基金、陆股通“北上”资金坚持加仓A股即使佐证。并且,年初调整至今,市场筹码结构不断变化,公募仓位也已经处于最近几年较低水平,减仓动力边际递减;而私募、保险等机构多数仓位已经下降,当前更有配置意愿。

总体判断,伴随市场恐慌情绪也铸就“心理底”,风险偏好修复进程大概率已经启动,A股未来增量资金可期,将迎来回暖行情。

一年好景君须记,最是橙黄橘绿时。对A股而言,即使经历风雨洗礼,到了秋末冬初,仍有累累硕果值得期待。只不过,在反弹势头初露端倪之际,如何做“风物放眼量”更考验投资者逆流而上的胆识和勇气。

## 论投资的艺术性

□天贝合资产管理 何岸林

经典投资理论中说过一句话,“投资是50%的科学,50%的艺术”。如果想亏得少,科学方面要做得足够严谨,而如果真想得多,甚至挖掘可以改变人生命运的机会,艺术方面就要做到极致。什么是艺术?艺术是审美的提升,对艺术的追求关乎对美好生活的向往;艺术是创造,是想象力的变现;艺术是哲学,是对客观世界的真实反映,包括对残缺的接纳,欣赏残缺的美。

而投资与艺术的内涵是相辅相成的。商业社会发展离不开人们对美好生活的向往,所有的商业成功本质上是满足使人类生活更美好的主要动力。比如,淘宝之所以能取得巨大成功就在于为人们的购物和生活提供了更多选择性和便利性,使生活变得更美好。

因此,当马云当年宣布淘宝三年免费,没有创造任何现金流的时候,如果我们能感知到这种商业模式未来巨大的市场和使人类生活更加便利、美好的主题,就有足够信心在没有任何财务基础的前提下对淘宝进行投资,从而在未来创造巨大财务回报。很多人可能会说,淘宝这个机会离普通人太远,它只属于风险投资家和创投机构。

星巴克在刚刚开始上市时,也经历三年糟糕的财务状况,但其开创了“家与公司之外的第三空间”概念,让身在其中的人身心愉悦,这就是星巴克财务报表外的价值所在,因此,最终成为市值千亿美元级公司。

当我们持有一个标的,哪怕它只有暂时难看的财务指标,但它能给你带来美好的感觉,可以让未来的生活变得更美好和方便,那么,在科学分析的前提下,就是一个激动人心的好标的。

艺术是想象力的变现,投资亦是,当一个“一眼”被大众所认可的公司摆在我们面前,即使做得很成功,财务数据也很好,符合大众审美,但总感觉少了点什么。看似当我们持有它的时候,没有预期,缺乏“想象力”。他们看似很完美,实际也很乏味。

而回到1970年的美国,沃尔玛于当年上市,全美32家门店,利润只有120万美元。公司虽然很小,但结合当时颠覆性的“连锁商业模式”、“农村包围城市的商业策略”,巨大的市场和想象空间就出来了。当时的沃尔玛就是一幅“抽象派”作品,虽然我们没办法完全看懂,但它无疑比传统的凯玛特更具想象力。最终,沃尔玛颠覆了“一眼”的凯玛特,股价上涨超万倍,成为美国股王,为投资者创造了巨大投资回报,并帮助创始人成为美国最富有的人,连巴菲特也后悔没有投资。

回到投资当中,1996年,乔布斯回归苹果,这个被董事会清理出局的男人,这个同事眼中性格有极大缺陷的“暴君”回来了。2001年,“不完美”乔布斯创造了“完美”的MP3、iPod,颠覆了音乐界;2007年,革命性的产品ipone4推出,颠覆了整个手机市场。自那以后,苹果改变了世界,改变了我们的生活。苹果股价自“极端缺陷”的乔布斯回归后,上涨超百倍,一度成为全世界最大市值的公司,也可以说是最“完美”的公司。

乔布斯性格上的极端苛刻,正是因他对完美的极致追求,他的“完美主义”性格让他没有办法对低标准的产品妥协。

复盘巴菲特的投资人生,早年是对投资科学性的实践,强调现金流、低估值,这让他不会亏损,并取得了良好投资回报,但真正让他腾飞的是投资的艺术性,让人感觉美好但估值偏高的“可口可乐”。

总而言之,投资是科学和艺术的结合。科学是投资的基石,是我们不亏损的保障,是投资确定性的来源;而艺术为投资插上了翅膀,它让我们充满了对投资的期待,对人生美好愿望的追求,更有想象力,也更有包容性。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年9月21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
50588	嘉实元和	1.1482		11,481,940,245.58	

注:1.本表所列9月21日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核后提供。  
2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日市价计算。  
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。