

■ 多空论剑

# 逢低配置A股还是买债避险 股债博弈加剧 机构资金青睐何方

□本报记者 王姣

近期资本市场出现明显的股债“跷跷板”效应,沪指指下破2500点的同时,10年期国债收益率下探3.55%,创8月中旬以来新低;随着A股大幅反弹,债市涨势也有所回落。往后看,股债“跷跷板”效应会否延续?基本面将支撑哪类资产走强?机构配置资金将流向何方?中国证券报记者本期邀请中国民生银行金融市场部债券交易中心负责人宋垚和鹏扬基金管理有限公司固定收益总监王华进行探讨。

## 股债演绎“跷跷板”

中国证券报:10月以来,股债“跷跷板”效应明显,债券市场整体明显走强,背后的原因是什么?

宋垚:国庆节后债市涨势加速受多重因素影响,如国庆期间的定向降准、PPI增速放缓、社融未超预期、一级招标火爆等,但更多的是受A股近期持续下跌影响,在盘面交易中A股与国债期货走势的负相关性明显增强。

在股市连续大跌后,监管层公开发声,股市也应声大幅收红,短期内预计仍将有股市刺激政策出台,股市若能企稳,在股债“跷跷板”效应下,债市也将面临局部调整压力。

进一步看,当前债市强劲的根本原因在于宽货币政策效应下的资金价格低廉,央行连续降准和大量MLF投放,使得回购市场利率上、下半年呈现完全不同的境况,上半年银行间R007均值为3.3%,但7月至今的均值为2.67%,现在也维持在这个水平;最能反映实体融资利率的6个月票据直贴利率今年也经历了冰火两重天的变化,上半年均值为4.35%,7月至今均值3.45%,目前维持在3.2%。

无论是回购市场利率还是实体融资利率,7月以来变化相当大,货币政策预期的稳定和明显回落的回购利率为债市走强奠定坚实基础,导致短端利率快速下行,曲线陡峭。

王华:触发股弱债强的短期因素,仍是美股大跌引发全球股票市场震荡,风险偏好受到一定冲击。

而债市上涨的根本原因,还是货币环境稳定以及经济下行压力大这两大支撑因素没有变化。从大的环境看,实体经济相对低迷,去杠杆政策冲击企业和居民端资产负债表。从市场表现看,A股对债市的影响很大,而A股自身的流动性,也受到去杠杆和金融严监管的影响,暂时尚未达到平衡状态。

## 基本面给市场“定心丸”

中国证券报:9月经济数据出炉后,市场



中国民生银行金融市场部  
债券交易中心负责人 宋垚

短期内预计仍将有股市刺激政策出台,股市若能企稳,在股债“跷跷板”效应下,债市也将面临局部调整压力。股债性价比已发生变化,股市的价值要相对好于债市。



鹏扬基金管理有限公司  
固定收益总监 王华

预计四季度经济数据继续走弱,在紧信用、宽货币的背景下,继续看好利率债的投资机会,重点关注地方债的投资机会。

## 的关注焦点或主要矛盾是什么?

宋垚:从基本面看,本周五公布的宏观数据进一步确认经济仍在L型底部徘徊,但除了三季度GDP增6.5%超预期外,其他数据仍在预期回落之中,对债市连续走强难有进一步的提振,在基本面上会继续给市场一颗“定心丸”,在资金价格、基本面稳定的良好影响下,收益率即便出现反弹,幅度预计很有限。

尽管2016年和2017年年末债市都出现了深度调整,但仍相对看好债市行情,核心理由就是假设回购利率保持目前的稳定,上半年R007均值3.3%,10年期国开债利率均值4.68%,下半年至今R007均值为2.67%,回购利率中枢平台发生了明显的下移,以此逻辑,10年期国开债利率下半年的均值中枢应该在4.05%,7月至今的均值还在4.17%,因此年内10年期国开债利率破4%的概率很大。

至于四季度是否是债市“牛尾”?关键还是要看“宽货币”传导“宽信用”何时起效,经济数据何时企稳,市场对债市“慢牛”一致性预期何时扭转。8-9月份长债利率走高就是对“宽信用”效果有预期,但从近期的社融和经济数据看,“宽信用”还远在路上。

王华:从基本面来看,由于信用收缩和贸易形势变化,需求端已出现走弱迹象,四季度经济增速有下滑压力。从总量看,当前信用收缩的趋势并未改变,新增广义社融/

名义GDP和M1、M2增速差均呈现回落态势,CLI经济综合领先指标持续回落,名义GDP增速继续承压。从结构上看,由于企业利润维持高增速,工业产出仍具有较强韧性;需求端面临较大压力,房地产投资主要靠土地购置费拉动,对GDP贡献减弱,同时还受到货币化棚改政策调整和重新趋严的地产调控政策的影响,下半年仍有回落压力;基建投资下台阶式回落,消费和净出口也呈回落态势。通胀方面,猪肉价格回升,鲜菜价格继续回落,成品油价格环比继续上涨,预计四季度CPI和PPI均小幅回升。

宏观和微观经济数据表明,除地产产业链外,经济韧性还较高,短期不存在硬着陆风险。从7月4日国务院常务会议确立稳经济的基调以来,货币政策、财税政策都积极转向,尤其在减税降费方面,预计还会有力度可观的利好政策推出。

在当前基本面和政策组合下,宏观经济有望在未来一到两个季度触底。对于债市仍然长期看多,尽管中间的波动较难把握,但整体方向是比较确定的。

## 股债性价比生变

中国证券报:从大类资产的角度看,您是否看好四季度债市表现?并请提供投资建议。

宋垚:从资产配置的角度,要比较相关资产的性价比,从长时间看,金融市场总有均值回归的力量,买入低估值品种,卖出高估值品种,在较长的持仓周期内均会有不错的回报。

具体到股债品种的选择上,经历股市大幅下跌后,当前股市已处于近三年来新低,沪深300PE降至10.6,是2012年至今10%的分位数水平,但10年期国债收益率目前是50%分位数水平,国债收益率与股息率利差已至历史低位,且沪深300市盈率倒数与10年国开债利率利差明显走阔,股债性价比已发生变化,股市的价值要相对好于债市。

王华:利率策略方面,预计四季度经济数据继续走弱,货币政策由合理稳定向合理充裕转变。在紧信用、宽货币的背景下,继续看好利率债的投资机会,重点关注地方债的投资机会。

信用债方面,紧信用仍然在持续,中低等级的信用债信用利差仍然有上行空间,但由于短端的绝对位置较高有很好的配置价值,可以开始布局。当前资金相对宽松,回购利率中枢有望维持在较合理的位置,因此信用套息策略可以逐步实施,2年内以AA+、AA中短久期信用债,可以挑选资质较安全的择机介入。

可转债方面,需对风险资产短期谨慎,从估值角度来看,权益与债券的对比关系趋于均衡,中期性价比逐步显现。转债呈现转股溢价率被动提升的特点,同时债底对部分转债的支撑逐步显现。转债将先于权益市场见底,左侧交易推荐债底保护较强的个券品种,可选择基本面没有明显风险,转债价格、正股估值和溢价率较低的品种逢低交易。

## 券商板块强劲回升 布局仍需以“龙”为首

### 券商板块强劲回升

### 布局仍需以“龙”为首

据中银国际证券介绍,目前已披露相关公告的36家券商9月营收数据合计为169.49亿元,环比增长75%,同比口径同比下滑22%;净利润为58.24亿元,环比增长220%,同比口径同比下降33%。受国庆节期间外围市场低迷行情拖累,A股大幅探底,沪深两市指数均刷新近期新低,两市的风险偏好严重下降,投资者信心缺失,预期与情绪悲观,致使券商股估值屡创新低。

分析人士指出,当前券商板块估值中枢下行,股价向上弹性不断衰减也是不争的事实。券商股估值中枢已经下降,已不能再简单地复制历史估值经验来推断“估值修复”这一逻辑,板块和个股估值波动渐成常态。

申万宏源证券认为,目前板块估值压制因素长期在于净资产收益率的提升、短期在于股票质押业务风险,从长期来看,

不过在这样的背景下,仍有不少券商强调当下配置券商板块的性价比。其中,招商证

券强调了配置券商股时应坚持“左侧思维”。该机构指出,当前板块估值仅1.12倍PB,处于历史最底部,近期市场热点逐渐增多,高弹性板块活跃,有望连带刺激券商股修复估值。券商半年报业绩充分显现上市券商业绩韧性以及龙头券商的优势。

### 龙头券商优势明显

国庆假期过后,A股市场经历了一次快速下跌过程,沪指创下年内新低。券商板块亦出现集体调整,部分次新券商股价破发,部分老牌券商股价破净。而历史数据显示,大型综合类券商的历史最低市净率通常在1.1-1.2倍之间。

申万宏源证券认为,目前板块估值压制因素长期在于净资产收益率的提升、短期在于股票质押业务风险,从长期来看,

值得关注的是,近几年券商马太效应加剧,年内券商股破净破发数量骤增,证券业正面临着重资产业务和轻资产业务双重挑战的态势。今年前三季度净利润排名中,前十券商净利润占比已达到84.44%,行业龙头优势十分明显。

## 个股进发涨停潮 两主线把握计算机修复行情

### 个股进发涨停潮

### 两主线把握计算机修复行情

2.77亿元,亏损最多;同比增长的公司共92家,占59%,比例环比中报预告数据67%有所下滑;同比下降的公司共58家,占37%;持平的公司共5家,占3%。

光大证券以这155家三季报业绩预告中位数数据为样本进行统计分析指出,92家同比增长的公司增速中位数为39%,环比中报的36%有所上升,而去年同期三季报同增公司的增速中位数为31%。分区间来看,增速在0-39%之间的公司共46家,占同增公司的50%;增速在39%-100%之间的公司共24家,占同增公司的26%;增速在100%以上的公司共22家,占同增公司的24%。

该券商进一步表示,计算机软件公司增速较高,智慧城市板块公司延续较高景气度。以中信二级行业划分,已披露业绩的83家计算机软件公司2018年三季报业绩同增变动中位数为20%,高于IT服务公司的10%和计算机硬件公司的8%。以下游应用行业划分,智

慧城市板块公司2018年三季报业绩预告同比变动中位数为40%,增速最高,与中报板块中位数的40%持平。

### 回调提供配置良机

上周以来,受市场大幅波动影响,计算机板块出现大幅回调。近两个交易日,板块企稳反弹态势显著,后市该如何看待?

华创证券认为,对于优质标的,整体回调或提供较好的配置机会。云计算领域,服务对产品的替代升级是大势所趋,且美国云计算发展路径给国内行业趋势提供良好参考,同时,我国云计算仍处于行业发展的快速成长期,优质标的应给予一定溢价。

医疗信息化领域,医疗IT的统一化进入快速推进期,以电子病历的更新升级及信息化系统的统一互通催生的需求方兴未艾,智能化在医疗领域的应用落地也较快阶段,医学影像与复杂疾病分析方面大有潜力。从

格局来看,历经多年发展,行业集中度进入提升期,龙头优势更加明显并有望持续提升市占率。

信息安全领域,IT系统复杂度提升是催生需求增长持续动力;智能制造与工业互联网兴起将带来工控安全需求释放;政府与大型国企的需求从安全产品过度到安全服务,盈利模式进一步丰富,四季度也进入信息安全公司业绩兑现期。

综合来看,计算机行业诸多细分领域的行业趋势仍将继续向好,建议两条主线把握行业投资机遇。一是关注成长性强,业绩增长确定性较大的优质龙头标的;二是把握产业趋势,关注云计算、自主可控领域核心标的。

中信证券建议,10月份的投资配置继续聚焦于企业级云计算方向。对于平台型标的,建议主要关注三季报云化业务整体增速与传统业务现金流表现;而对于产品型公司,建议主要关注三季报云化服务成长预期。

■ 投资非常道

## 我们只能看到 愿意看到的事实

□金学伟

从来就没有纯真的事实和纯客观事实。我们所看到的事实都是被我们的立场、观念、理论污染过的。对复杂适应系统不同侧面的选择和强调,不存在孰对孰错的问题,它完全取决于我们所要解决的问题。

这种认知上的认识至少可以给我们两个启发:一是如何正确地提出问题;二是如何正确地看待事实。

这两个问题有时是分离的——我们要解决的问题是什么,我们看到的事实又是什么。有时则是比肩而立的——当我们确立了一个主题、一个愿景,也就决定了我们会对哪些事实感兴趣,而会忽略哪些事实。

这不是一个无关的话题,而是有现实意义的,也是我们在投资,在学习投资理论时经常会遇到的。

最显著的如9月2644点。如果我们提出的问题是“这里到底吗?”我们就会看到很多关于底部已成的事实;已无限接近2638点这个据说要死守的政策“底”;动量指标已严重超卖;成交量已大幅度萎缩,下跌动能消失……反之,如果我们提出的问题是“市场能涨得上去吗?”又会看到没有上升空间,没有上升动力等事实。

由于双方看到的都是事实,所以这里不存在绝对的孰对孰错问题,它只是在不同的问题导向下看到的不同事实——当然也用了不同的范式,以及在这一事实指引下产生的不同交易策略,前者倾向买进,后者倾向观望。

所以,一个好的投资者,首先必定是个好的提出问题者。因为你提出的问题,决定了你的观察视角、观察模型和你看到的事实,以及由这些事实构成的交易策略。

一个好的问题总是跟当前的主流趋势有关的。如果一波调整出现在牛市中,这里是底吗”或者是否已调整到位”,就是最好的问题。反之,“有没有上升动力”、“上升空间有多大”就是一个糟糕问题。

股谚“牛市不言顶,熊市不言底”,倒并不是说不言,而是不轻言。因为显而易见的事实是,不同级别的顶和底的判断标准是不同的,采用的范式→模型也是有重大差别的。因此,对大级别顶部和底部,我们的问题通常是“它是否达到了趋势结束的充足条件”。在没有达到这个充分条件前,好的问题总是和大趋势保持一致的,比如牛市抄底只问“是否调整到位”,熊市抄底只问“这里是否有反弹空间”。

准确地提问本身就包含了一种思想、一种思考和判断。只有抓住了当前的主要矛盾和矛盾的主要方面,才会有准确的提问。这就是当今发达国家教育总是在以问题为导向,鼓励学生多多提问,然后围绕提出的问题进行思考,进行讨论,再于思考和讨论中提高解决问题的能力。

但并不是所有问题都有解的,有很多问题客观上也许会存在一个正确解,但主观上却不一定能得出准确结论。比如近期,很多波浪分析者就在争论当前——5178点这轮调整的性质是Ⅲ浪②还是Ⅱ浪③。

这两个解在波浪理论上都能成立,而且到目前为止,也都没有特别明显的有客观依据,可以做出孰是孰非的判断。

这样的问题就不是一个简单的分析判断问题了,而是一个如何辩证合理地对待它的问题了。

由于1849点、5178点这一底一顶本身就被包含在6124-1664点的框架结构中,因此,无论它是Ⅲ浪②还是Ⅱ浪③,都不可避免地会具有“波性两重性”,也就是波浪属性的两重性——既有Ⅲ浪②的属性,又有Ⅱ浪③的属性,两者兼具。而且,无论5178点调整是Ⅲ浪②还是Ⅱ浪③,其最终结果也都一样。

是Ⅲ浪②调整,固然不会破1849点。但也不能保证它的回调比例会小于Ⅱ浪③,因为2浪调整的最大回撤比例有时会接近100%,这一点可参照深综指1994年94点和1996年的104点。

是Ⅱ浪③调整,最终也不会破1849点。因为1664点→1849点、6124点→5178点的收敛型结构决定了其最终低点会明显高于1849点。

当所有的一切都一样时,去急于分辨它究竟是Ⅲ浪②还是Ⅱ浪③,是没有意义的。换言之,问题本身也要有意义,而且这个意义必须是现实的。

从现实来考虑,是Ⅲ浪②调整还是Ⅱ浪③调整,顶多只会影响到我们对本轮调整结束的行情性质的判断。如果5178点是Ⅱ浪③,那么,调整结束后就进入了Ⅲ浪①,其高度存在着不确定性。如果5178点调整是Ⅲ浪②,那么,调整结束后就会进入传说中的最具爆炸性的Ⅲ浪③。

但这只是“掉书袋”的说法。事实上,类似6124点这种超长期调整,无论当前的这轮下跌属于什么浪,后市都不可避免地进入一个混沌期:波浪形态从“显式”走向“隐式”;在某个区间不尴不尬,不是不下地来回折腾,令你安辨雌雄和雄。

当模式以隐式的方式存在,时间序列就会变得非常重要的。换言之,就是周期,宏观经济的大周期和股市大周期。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年10月10日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金净资产值	基金规模
505888	嘉实元和	1.1472		11,471,988,256.35	

注:1.本表所列10月10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。