

■ 多空论剑

首席论道:财政政策空间依然很大

□本报记者 王朱莹

本期中国证券报邀请到招商银行研究院资本市场研究所所长刘东亮,招商证券首席宏观分析师谢亚轩和长江证券研究所宏观部负责人赵伟就当前宏观局势进行分析。他们认为,尽管经济仍有下行压力,但“新经济”产业表现出活力,未来政策面也趋于释放更多利好,短期大类资产配置宜以防御为主。

更多政策利好可期

中国证券报:近期政策面利好频出,对经济将带来多大提振?

谢亚轩:首先,我们需要考虑的是政策面利好的出台时机。当前国内经济下行压力加大,外部形势更加复杂,为实现“六个稳”的目标,国内宏观经济政策进行了一定的相机抉择。在三大攻坚战的大背景下,政策目标以减缓经济下行速度为主而非刺激经济大幅反弹。其次,货币政策的症结在于传导机制不通,降准有助于稳定流动性条件,但疏通货币政策传导机制还需要宏观审慎管理框架的配合,通过降准来打通宽货币向宽信用的传导尚无金融数据的支撑;第三,近期减税的主要进展在于个税综合改革,这在中长期内有助于提振居民消费需求,但应对短期经济下滑政府增加开支更有效。综上,近期政策面利好对短期经济影响程度不会太明显,更为明显的政策效果可能要在更长时期才能得到更多体现。

刘东亮:近期出台了较多稳增长、稳信用的措施,预计这些措施产生效果仍将需要一段时间。比如降准,虽然流动性宽松有助于实体经济融资环境的改善,但当前面临的问题是融资渠道不畅,流动性堆积于货币市场,银行信贷投放和表外投放尚未放量,带来基建投资持续减速。货币当局已经意识到问题所在,因此不断推出疏通融资渠道的举措,比如近期出台的针对民营企业债增信的措施,预计在一定程度上缓解民营企业发债困难的局面。

赵伟:今年年初以来,围绕企业部门和居民部门,多个重磅减税政策密集落地。十八届三中全会以来,我国已完成新一轮财税改革顶层设计,改革进入加速落地阶段。今年年初以来,财税改革措施密集落地,主要集中在企业部门(下调增值税率1个百分点、扩大税收抵扣等)和居民部门(上调个税起征点至6万元/年,增加专项扣除),财政部预计全年减负超1.3万亿元。

除了大规模减税外,我国财税体制也亟待深化改革。我国长期存在央地财政事权不匹配,部分中央政策目标主要支出责任由地方政府承担,导致地方隐性债务规模快速扩张。这还使得地方政府对中央转移支付和土地财政产生过度依赖,中央税收返还和转移支付占地方一般财政收入比重保持在40%以上,土地出让收入占地方政府总财力比重也高于20%。下一阶段,防风险、去杠杆总体思路不变,推动财税改革需要围绕降低宏观税负、平衡央地收支、优化税制结构等目标,持续发力、深化改革。



招商银行研究院资本市场研究所所长 刘东亮



招商证券首席宏观分析师 谢亚轩



长江证券研究所宏观部负责人 赵伟

化改革。

中国证券报:未来货币政策、财政政策预计如何演变?

刘东亮:三季度GDP增速低于前值和预期值,表明当前中国经济的下行压力仍在持续。从三驾马车来看,投资仍是增长的最大拖累项,投资内部中,制造业和房地产相对乐观,基建仍在快速下滑,消费今年表现不好,主要原因是居民的可支配收入增速在下滑,带来消费降温,有关消费降级的争论不断。

面对这种形势,预计货币政策会维持目前流动性宽松的局面,央行会通过更多的降准和持续的公开市场操作,确保流动性充沛,而更关键的仍是如何打通信贷投放渠道的问题,这一点在既定的货币政策框架内,能做的事情可能已经比较有限了,需要更多货币政策以外其他政策的配套支持。

财政政策目前被市场寄予厚望,今年推出了一些减税措施,除个税抵扣外,其他减税措施市场反应一般。但从中央政府债务率来看,中央政府财政政策的空间依然很大,明年推出更多有力度的减税措施仍是值得期待的。

谢亚轩:当前国内经济下行压力较大,尤其是制造业在近期出现较为明显的收缩,最新制造业PMI、工业增加值增速以及第二产业GDP增速表现均明显不及预期。然而,9月需求端回落速度有所放缓,投资增速今年以来首次回升,外贸数据明显好于预期,消费数据连续两个月上涨。投资和消费需求的积极变化显示近期稳增长和促消费的政策正在逐步起效。为了对冲外部的负面冲击,预计未来货币政策、财政政策以及产业投资政策等将更为友好,政策托底力度将进一步加大。

赵伟:三季度经济增速有所回落,但部分“新经济”产业仍在持续发力。三季度GDP同比增长6.5%,较二季度回落0.2个百分点,

创2009年以来新低;其中,工业部门形成主要拖累。但是,从产业结构来看,部分“新经济”产业仍在持续发力。前三季度高技术制造业和装备制造业增加值同比增长11.8%和8.6%,高于规模以上工业增加值5.4和2.2个百分点;工业战略性新兴产业增加值同比增长8.8%,高于规模以上工业2.4个百分点;具有代表性的“新经济”产业中,新能源汽车产量增速高达54.8%。

对经济不应过分悲观

中国证券报:后续国内经济走势如何看,未来哪些产业将有不错的表现?

刘东亮:对未来经济也不应过分悲观,首先是基建或将迎来企稳窗口,随着下半年地方专项债发行的提速,地方政府财政约束有所改善,预计将对基建带来支撑,四季度后基建回落态势有望出现改善;地产投资也可积极看待,尽管当前地产环境不宽松,但开发商普遍存在加快流转变意,考虑到去年和今年开发商拿地情况并不差,因此预计地产新开工和建安仍会维持相对乐观;消费受到个税减免和抵扣政策落地的激励,有望出现边际改善。因此,2019年宏观经济预计有阶段性企稳的机会。

谢亚轩:在去杠杆目标达成前,国内经济可能仍将在长周期的底部徘徊。与此同时,随着人均收入的提高,居民消费需求在三大需求中保持稳定增长的可能性最高。因此,与消费需求相关的产业可能将表现更好,精准扶贫和乡村振兴战略有助于大众消费品行业的发展,而个税综合改革等对消费升级相关产业的带动作用也将逐步显现。高技术产业、战略性新兴产业将获得更多政策和资源的支持,这些产业未来也将有不错的表现。

资产配置防御为主

中国证券报:当前大类资产配置有何意见和建议?

刘东亮:2018年以来,国内大类资产呈现出股弱债强的特点,风险偏好下降对风险资产不利,对固收利好。短期而言,我认为风险偏好仍将维持低位,对权益资产仍应谨慎处理,对固收类资产可以看得更积极些。

从中期来看,风险偏好的拐点需要以下条件的达成,一是国际贸易形势的回暖;二是国内对实体经济融资出现放量,今年余下时间放量的可能性较小,需要寄希望于明年;三是超出市场预期的改革措施的推出。上述条件达成任何一个,都会比较明显的提振风险偏好,从而引发股债联动。

谢亚轩:美联储加息进入中后期,美国货币政策外溢产生的负面冲击日渐升级,新兴市场资产价格所受压力逐步上升。而未来全球经济共振下行的可能性较高,这意味着美国股市大幅回调的风险也在上升,这将进一步加剧包括中国在内的新兴市场股债汇资产价格下跌的风险。因此,当前大类资产配置应以防御为主,黄金、国债以及避险货币均可以考量。对于A股市场而言,由于前期大幅下跌,相对于全球股票市场,A股价值优势已经具备,待政策底信号得到经济数据验证后,A股配置价值将得到部分资金的青睐。

赵伟:短期来看,中美利差变化或对国内债市交易行为产生干扰;猪肉和原油价格上涨,进一步推升通胀预期,进而对债市表现形成一定压制。即使考虑地方债供给压力减弱、降准等因素,利率债短期仍有震荡调整压力。中期来看,转型框架下的政策维稳,并非走刺激老路,更加注重结构性发力,信用收缩滞后效应的显现,使经济基本面仍对债市形成支撑。

■ 记者观察

A股持续调整 转债为何表现坚挺

□本报记者 王姝

近期资本市场波动加大,转债市场也随A股震荡起伏,但与A股不同的是,沪指不断刷新年内新低甚至跌破2500点,中证转债指数却始终未突破6月底创下的年内新低272点。

从区间表现看,7月下旬至今,沪指从2911.45点跌至最低2449.20点,累计跌幅高达15.87%;同期中证转债指数从288.79点最低回落至274.14点,累计跌幅仅5.08%,仅是沪指跌幅的三分之一。

对比转债个券和正股表现,转债的抗跌特征更为鲜明。Wind数据显示,7月25日至10月26日,道氏技术、星源材质分别下跌约53%、50%,股价折半,对应道氏转债、星源转债的跌幅分别约22%、30%;再比如蓝思科技、澳洋顺昌、大族激光跌幅均超过40%,对应蓝思转债、顺昌转债、大族转债的跌幅分别

仅约6%、6%、17%。

在很多正股随大市探底的同时,一些转债个券甚至实现了逆市上涨。比如Wind数据显示,上海电气、蓝色光标、江阴银行、艾华集团在上上述区间分别下跌约14%、19%、8%、4%,电气转债、蓝标转债、江银转债、艾华转债反而上涨约2%、4%、4%、5%。

进一步看,部分转债的跟涨能力也毫不逊色,比如常熟银行、吴江银行在上述区间分别上涨约10%、4%,常熟转债、吴银转债也分别上涨约14%、6%。

A股连续大跌之下,转债为何表现如此坚挺呢?机构认为,主要有以下三大原因。

第一,转债处于临近债底区域,目前转债债底价值对于价格的支撑较强。

从历史走势看,转债因兼具股性和债性,往往呈现“跟涨不足、抗跌有余”的特征。简单的说,在债性的支撑下,转债“抗跌有余”,就意味着转债市场通常会先于A股“跌

不动”,也就是大概率率先见底。从近期沪指不断刷新年内新低,而中证转债指数始终未突破年内低点来看,转债的确出现“跌不动”的现象。

招商证券曾分析称,如果转债价格从100元降至80元,距离其债底价值逐步接近,发行时申购的投资者已经产生了浮亏,此时虽然转债价格仍由正股股价带动,但债底保护的作用会在此时凸显。因为转债价格越接近债底价值,越可以把它当成一只纯债券来看。债底一定程度上阻碍了转债价格的下跌,对转债价格形成了一定支撑。

截至10月26日,转债价格低于100元的已经有73只,其中27只转债价格低于90元。

第二,股债跷跷板效应下,近期债券市场走强有助于转债市场表现。最近一个多月,债券市场持续走强,尤其近期股债债涨趋势明显,截至10月25日,中债10年期国债收益率收报3.54%,

较9月19日大幅下行16个基点。值得一提的是,可转债基金可以在场内进行质押回购,在无风险利率持续走低的债券牛市,可以进行放大杠杆操作。

第三,随着A股持续下跌,转债市场陷入磨底行情,当前无论是A股估值还是转债估值,均处于历史低位,立足中期的思路下,很多人开始尝试布局,转债的供需情况得到一定改善。

总的来看,从转债平均价格、债底支撑来看,目前大部分转债已跌破面值,绝对价格处于历史底部,未来继续下跌的空间已有限,也就是说,对配置资金而言,布局中长期的时机已到。

值得注意的是,中证转债指数日前下探274点后,市场成交明显活跃,10月18日成交额仅6.84亿元,随后的19日、22日,成交额分别达到11.84亿元、23.39亿元,最近几日的成交额均在10亿元左右。

□本报记者 牛仲逸

26日,钢铁板块继续表现活跃,板块内武进不锈上涨6.82%,红宇新材上涨6.42%,此外,永兴特钢、宝钢松山、北讯集团等个股也有明显涨幅。

分析指出,虽然钢铁板块今年长周期机会难寻,但在低估值背景下,随着基建托底效应增强,供应端限产逐渐落实,仍可关注10月份开始的黑色系资产价格整体向上的机会。

库存继续回落

从上周数据来看,主要城市社会钢材库存国庆节后连续第2周出现回落,除了热轧小幅累积外,其余主要品种均出现下降,建材库存下降明显。从钢材价格来看,钢价指数继续

回升,且长材价格强于板材,“长强板弱”格局延续。

中信证券分析师敖翀表示,随着最近两周钢材社会库存的明显下滑,钢铁在节后进入快速去库阶段的状态已经较为稳定,预期在11月份随着采暖季限产的出现,钢材社会库存也将处于快速去化的阶段。

该分析师进一步指出,目前从整个黑色产业链来看,钢材价格仍然是产业链的核心。一旦钢价出现了回调,那么原材料端,尤其是焦炭下调的压力会非常大。其中的逻辑在于焦炭价格上涨的前提是钢厂本身的利润没有收缩,一旦钢价下跌导致钢厂利润收缩,就意味着焦炭上涨的核心动力在减弱。同样的,如果反过来,一旦钢价上涨,整个黑色系利润的边界将进一步扩张,那么对应原材料有望跟随成材进入普涨

阶段。

波段性机会仍存

2018年板块虽有几次较大波动,但总体呈单边向下状态。随着四季度基建托底效应增强,供应端限产逐渐落实,后市该如何看待钢铁板块?

敖翀认为,本轮黑色系资产价格下跌之后,市场已经充分消化了前期的不确定性预期所带来的影响。考虑到10-11月地产和基建的长材需求有望边际提升,在采暖季钢材供给继续收缩的基础上,螺纹钢的供需缺口有望继续扩大。考虑到长强板弱的格局,预计以长材为主的钢企利润将持续释放。重点推荐以长材为主、估值低、盈利能力强的相关品种。

方正证券表示,“金九银十”季节性高需

■ 投资非常道

最困难时候 是否已过去

□金学伟

股票市场中,十年常常被人们当作一个重要的时间概念。“十年股市一场梦”,是一个经典也是古典的股谚。“十年涨幅为零”,这是熊市中我们经常能听到的抱怨。

没错,十年确实是个重要的时间单位,三大古典周期中的朱格拉周期,平均长度就在9-10年。

三大古典周期,基钦周期从存货——商业库存的增减解释经济波动,其平均长度36-40个月。这个周期在沪深股市经常出现,很有缘分。如1996年1月的512点到1999年5月的1047点、2005年6月的998点到2008年10月的1664点,都刚好是一个基钦周期。

朱格拉周期从金融扩张和收缩角度解释经济波动,其平均长度9-10年。以A股来说,把1986年9月有第一张柜台交易股票的这个月份算作1,它的上一个月(1986年8月)计作0,到1996年1月的512点,时间的跨度就是113个月;从1996年1月到2005年6月的998点,也是113个月。这就是朱格拉周期现象。

康氏周期则从产业更新和与之相关的投资扩张角度阐释经济波动——新的产业驱动新的投资,带来新的经济扩张、繁荣,当由新产业带来的投资扩张到达顶峰,经济的扩张和繁荣周期也就结束了。其时间长度大约50-60年,目前的宏观经济与股市,正在经受这个周期调整带来的痛苦。

大体上,一个朱格拉周期包含三个基钦周期,六个朱格拉周期相当于一个康德拉季耶夫周期,它们的合集左右了股市运动、牛熊循环。

由于“大势永远向上”,不同的周期产生的只是不同级别的上升循环,所以,同一个级别的周期循环,其循环的终点总是会高于它的起点。比如512点→1510点→1047点,就是一轮基钦周期级循环,所以它的终点1047点就高于它的起点512点;998点→6124点→1664点,也是一个基钦周期级循环,它的终点1664点高于起点998点。

所以,真要以十年为单位,考量指数涨跌,我们就能看到,“十年涨幅为零”的出现几率其实是很低的。

如果始终以朱格拉周期为时间尺度,早期的20多年,沪深股市的表现一直是非常优秀也是非常正常的——113个月的涨幅始终为正。这说明,过去的每一轮牛熊循环,最大级别就是朱格拉周期级。

但从2016年8月之后,“朱格拉周期涨跌”出现了连续15个月的负值,这就是笔者不止一次说过的,我们面临的是一轮康德拉季耶夫周期级的“调整”的最直接表现——连续的朱格拉周期级的上升循环被打破。基钦周期级的上升循环会在朱格拉周期级的循环中被打破。朱格拉周期级的上升循环会在康德拉季耶夫周期级寻找中被打破。往大里看,市势就如如此简单。

如若给当前这轮调整找个比照物,那么最好的无疑是20世纪70年代前后的美股。从道指1939年以来的朱格拉周期看(见下图),那一轮调整,从1966年道指首见1000点起,到1982年,历时16年。其中前8年因比较的基数较低,所以其朱格拉周期涨跌一直保持了正值,直到1974年到达负值区。

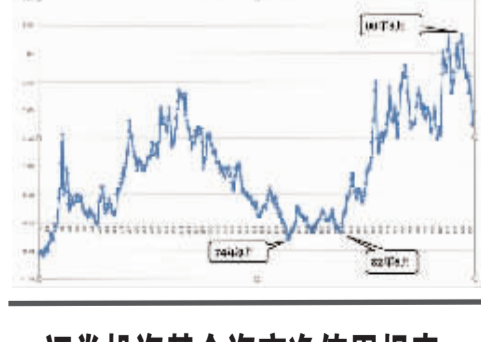
在那轮调整中,道指先后3次进入负值区,其中第一次的最低点刚好是那轮调整的时间中点。那么A股呢?我在前几个月说过,6124点来的这轮超长期调整,时间上已过了中点”。

康德拉季耶夫周期调整的本质就是原有的产业扩张已到了极限,新的支柱型、领导型产业还没形成。由于我们从没经过这样的阵仗,由于我们已习惯了“中国,一路向前”,所以,无论对宏观经济还是对股市,这种性质、这种级别的调整都让我们有点不习惯,难理解,有点无所适从,在行为举措和判断上难免一惊一乍,一曝一寒。

有时我们会很乐观,以为牛市马上就要甚至已经来了。这是一个最好时代”,这样的语句在今年2月前,至少在上百个分析师、投资经理说过。有时我们又很悲观,似乎已陷万劫不复之地。

其实像这样一种周期级别的调整,注定了它会呈现长期性、曲折性、艰难性。越是大规模调整,底部越不容易稍纵即逝。当前市场,首先需要确认的是“最困难的时候”是否已过去。

道指周期涨跌(1938-2001)



证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年10月26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	1.1227		11,227,394,168.90	

注:1.本表所列10月26日的数据由有关基金管理人计算,基金托管银行复核后提供。
2.基金资产净值的计算为:按照基金持有的股票的计算日均价计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。