

■ 多空论剑

# 穿越政策迷雾：债券牛市仍处中场

□本报记者 张勤峰

央行逆回购持续停做，引来对货币政策取向的猜疑。此时，美联储高声放“鸽”，让形势更加扑朔迷离。政策向松向紧？利率是上是下？两位分别来自买方和卖方的债券市场人士均认为，当前宏观政策仍有放松的想象空间，随着外部约束减轻，利率下行更具底气，在大类资产中，债券牛市依旧相对明确。

## 货币难收紧 降息亦有可能

中国证券报：央行持续停做逆回购，叠加正回购传闻，市场对货币政策取向的判断出现微妙变化，货币政策是否可能收紧？

李连山：上述操作和推断并不能说明央行货币政策将要收紧。央行官方解释，临近月末财政支出力度加大，银行体系流动性总量处于较高水平，因此暂停逆回购操作。即使央行开展正回购操作，也大概率是因前期降准及投放MLF后，银行体系内流动性总量较高，央行需通过一定的工具回收流动性避免淤积，并不是货币政策收紧的表现。

另外，对冲外汇占款下行、缓解实体经济债务压力，分别从资金供给和需求的角度限制了货币政策收紧。

孟祥娟：近期资金利率确实略有回升，但R007尚处于2.5%—3%的合意区间内，并不能由此判定货币政策将收紧。

目前缺少货币政策收紧的条件：第一，经济下行压力仍在，虽然基建反弹，但制造业投资、房地产和出口下行压力仍在。第二，今年下半年宽信用以来，只看到票据、债券利率有所回落，一般贷款和非标利率仍处高位。在提升金融市场资金利率的同时，降低实体经济融资成本，这样一个组合很难实现。

中国证券报：市场上也存在关于降息的讨论，后续降准、降息可能性大吗？对后续一段时间货币政策取向有何判断？

李连山：目前来看，短期降准、降息的可能性不大，从3—6个月以上时间跨度看则仍有必要。短期内，一方面随着银行体系杠杆率下降，资金需求较以往下降，另外，实体经济虽然资金需求强，但投放时滞仍限制了资金流入实体经济的速度，导致短期内银行间资金充裕，短期再降准必要性下降。

中长期来看，一方面，外汇占款若持续下降，在MLF投放成本较高的情况下，需要降准来对冲并提供便宜的中长期资金，为宽信用提供



民生加银资产管理有限公司  
回收部执行总经理 李连山

目前来看，短期降准、降息的可能性不大，从3—6个月以上时间跨度看则仍有必要。债券牛市还将继续。



申万宏源证券首席固定收益分析师  
孟祥娟

当前来看，海内外经济均面临下行压力，降准和降息都是可选操作，概率高。债牛尚未结束。

支持。另外，实体经济投资回报率下行，虽然非金融企业及其他部门贷款加权平均利率有一定的下降，但仍不足以缓解实体经济的债务压力，未来为稳经济保增长，降息仍然有必要。

孟祥娟：当前来看，海内外经济均面临下行压力，降准和降息都是可选操作，概率高。降准可以释放长期的低成本资金，提升货币乘数。降息可以引导资金利率更快的下行。

货币政策预计将继续保持实质性宽松，如我们在今年3月所提示，从2018年下半年至2019年，金融市场资金利率和实体经济融资成本将趋向统一回落。此前市场很多人担忧美元走强带来汇率压力，制约国内货币政策放松空间，但近期美联储主席鲍威尔也释放出加息节奏放缓的信号，美元走弱，汇率的掣肘在减弱。2019年中美货币政策有望从分化走向统一。

## 震荡很正常 牛市将继续

中国证券报：债市收益率在近期创出本轮牛市新低后，出现了一定的震荡，原因何在？当前制约债市上涨的因素有哪些？

李连山：通常来看，牛市中出现一定震荡是正常现象，在收益率突破8月低点后，踏空的机构涌入市场，而前期加仓的机构止盈是交易上很难克服的心理，在基本面和资金面没有明显变化的情况下，止盈的出现导致震荡也是市场正常现象。

经济基本面似乎找不出制约债券上涨的因

素，从短期扰动来看，年底同业存单收益率的上行，制约了短端收益率的继续下行，同时，若年底资金面出现超预期波动也将形成扰动。另外，若正回购落实并还有续作，一定程度上也将制约债市上涨。

孟祥娟：引发债券市场短期调整的主要因素是流动性略有收紧，以及市场对货币政策边际收紧的猜测。目前债市的利多因素要大于利空因素，短期偏空因素主要有：第一，临近年底，部分机构兑现利润，获利了结，追涨意愿不强；第二，临近年底，资金面面临季节性扰动。

中国证券报：债券牛市是否已经到头？未来到期收益率将如何变化？

李连山：目前分析来看，债券牛市还能继续。基本方面面，经济增速仍处在下行通道中，近期油价大幅下行，猪肉价格震荡，普遍预期2019年CPI不会大幅超过今年的情况下，名义GDP仍将继续下行，支持债市收益率下行。货币政策方面，稳增长、促进民营企业发展的大环境下，宽信用不支持货币政策收紧，市场资金面若能维持目前水平，有足够的利差支持收益率下行，在不排除未来继续降准并降息的情况下，未来收益率仍将继续下行。另外，随着美联储的表态趋于鸽派，未来加息预期及次数弱化情况下，美债下行将一定程度带动国内债券收益率进一步下行。

孟祥娟：债牛尚未结束，我们在2017年11月最早提出看多2018年和2019年债券市场，2019年预计10年期国债收益率低点到3%—3.1%左

右。2019年将是海内外经济同步下行的年份，国内经济将面临被去库存，出口、生产、投资和消费都将面临下行压力。同时，海外从紧政策边际放松以及国内财政货币政策进一步放松，资金利率中枢有望进一步下行，这都将带动债券收益率从当前位置进一步下行。

## 股票性价比升 比价拐点还没到

中国证券报：一轮债牛过后，股债相对性价比引起关注，如何看待这个问题？后续转债市场是否存在机会？

李连山：今年权益走熊及债券牛市大背景下，站在目前，从资产配置角度，剔除时间维度单纯从价格维度来看，股票性价比的确高于债券。部分投资机构或者产品对股债性价比有一定的选择，边际上的性价比比较在市场中会产生一定的影响。在选股较难的情况下，市场对股票市值估值低点的认可，从今年股票ETF基金热卖追捧可见一斑。

目前转债市场随着前期股指低点反弹有一定的上行，若未来随着贸易形势趋于缓和，权益市场风险逐渐解除，转债市场存在较大的机会，尤其是股性较强的品种。

孟祥娟：随着债券的上涨以及股票的下跌，二者的相对性价比确实发生变化，股票的吸引力在上升。但结合对2019年海内外宏观大环境的判断，目前难言股市已经见底、债牛已经结束。但2019年伴随股票市场的下跌，确实可以逐渐布局有性价比的板块和个股以及可转债。

■ 投资非常道

## 浸淫时间越长 对基本周期越重视

□金学伟

任何一个以周期结束为假设的投资，都注定失败。这是一位读者在上周《周期是投资中最重要的事》文章见报后的留言。

说得一点不错。周期是自然界——一切非人为的机械力量可以控制的事物运行与生俱来的自然规律。它永远不会结束。一切周期已经结束，不再生效的假设都注定会失败。

关于周期，霍华德·马克斯在他的《投资最重要的事》中有非常精到的论述。

我认为，牢记万物皆有周期是至关重要的。我敢肯定的东西不多，但以下这些话千真万确：周期永远胜在最后，任何东西都不能朝同一个方向永远发展下去。树木不会长到天上。很少有东西会归零。坚持以今天的事件推测未来是对投资者投资活动最大的危害。

在投资界浸淫的时间越长，我对事物的基本周期就越重视。

在投资中就像在生活中一样，完全有把握的事非常少。价值可以消失，预测可能出错，环境可以改变，有把握的事”可能失败。不过无论如何，我们有信心把握住的概念有两个：法则一：多数事物都是周期性的；法则二：当别人忘记法则一时，某些最大的盈亏机会就会到来。

很少有事物是直线发展的。事物有进有退，有盛有衰。有些事情可能在开始时进展得很快，然后却放慢了节奏；有些事情可能在开始时是慢慢恶化，然后突然急转直下。事物的盛衰和涨落是基本原理，经济、市场和企业同样如此：起伏不定。

世界具有周期性的根本原因是人类的参与。机械化的东西可以直线运行，时间不断向前推移，得到足够动力的机器也可以不断前进。但历史、经济领域进程涉及到人，当人参与进来的时候，结果就有了可变性和周期性。我认为其中的主要原因是，人是情绪化且善变，缺乏稳定性和客观性。

客观因素在周期中也扮演着重要角色。当然，我指的是量化关系、世界性事件、环境变化、技术进步和企业决策等因素，而心理学作用于这些因素，导致投资者反应过度或反应不足，并由此决定了周期性波动的幅度。

当人们对事物的发展方向满意、对未前景乐观时，这会强烈影响到他们的行为。他们愿意为当前价值或一部分未来付出更大代价。所有这一切都可能会在一秒钟之内发生逆转。我最喜欢的卡通片里的一位电视评论员说过：昨天的一切市场利好对今天的市场没有一点好处。”

周期的极端性主要源自人类的情绪与弱点、主观与矛盾。周期是可以自我修正的，周期的逆转不一定依赖外源性事件。周期的发展趋势本身就是造成周期逆转（而不是永远向前）的原因。因此，我喜欢说的一句话是：祸兮福之所倚，福兮祸之所伏。”

大段引述霍华德·马克斯的原文，是因为我想说的大部分意思都在里面了。

大部分事物都是有周期性的。政治、经济、金融形势是有周期性的。公司的经营状况是有周期性的。股价走势乃至大盘走势是有周期性的。周期与生俱来，无所不在，它是事物运行客观规律的一部分。

周期的形成和客观事物的变化有关，也和人性有关。人的情绪高低涨落，从悲观到乐观，从乐观到悲观，会放大甚至是无限地放大客观事物所给予的助力，让树树天的高度长，或是朝零的方向归。

即使没有外在因素的支持，市场本身也能制造出周期。因为受人性驱使，某一个趋势和潮流会朝着极端方向发展，直到某个临界点，发生逆转。

其实，在我们日常投资中，周期这个概念无处不在影响着我们的判断、我们的决策。有很多通俗语言也反映了周期思想，比如说“没有只涨不跌的股市，也没有只跌不涨的股市”等。但这是一种“自在”状态中的周期思想，其存在的方式是常理、常识、感觉、潜意识，没有进入“自为”状态，也就是把周期作为“最重要的事”在研究、思考。

依我看，“自为”的周期意识包括三个方面：一是周期发生条件，二是周期临界点，三是相关转折信号。

一般来说，这样的周期，条件总是第一位的，厘清了它的生成条件、持续条件，它的临界点就比较好把握了。

转折信号的判断同样如此。市场每隔一段时间就会发出一些信号，有的是关于趋势的——转折信号，但N个转折信号只有一个会成为真正的转折信号，其中最有效的往往是和周期联系在一起的。

有的是关于类股的，风格与潮流之类。这种转折信号一般总是通过具有昭示性的个股特别引人注目时的表现发出的。比如贵州茅台2016年5月、2016年11月两次创新高以及2011年11月放量拉升，还有这次券商股的突然发力，都可视为信号，如有合适的生成和持续条件，就会产生新的周期。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年11月30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	富实兴和	1.1548		11,548,190,338.12	

注:1.本表所列11月30日的数据由有关基金管理公司计算,基金业银行复核提供。

2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的证券的当日平均价计算。

3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计净值总额。

□本报记者 王朱莹

11月30日，PTA期货引入境外交易者启动。PTA期货是我国期货市场第一个化工品种，也是第一个引入境外交易者的化工品种。

中国证监会副主席方星海在启动仪式的致辞中表示，改革开放推动中国期货市场实现了跨越式发展。今年是期货市场直接对外开放的元年，开局良好。原油、铁矿石期货国际化运行已半年有余，市场总体运行稳健，境外交易者有序参与，功能发挥初显，其中原油期货上市以来境外投资者日均成交占比约5%，持仓占比约12%。今年PTA期货开启国际化，也一定能取得良好结果。

河南省副省长何金平表示，PTA期货引入境外交易者，将对提升PTA国际市场价格影响力，提升我国相关产业在全球聚酯产品行业的影响力产生重要而深远的影响，这也将助力河南自贸区、郑州国家中心城市建设和提升河南的国际影响力。

中国石油和化学工业联合会副会长傅向升表示，PTA期货上市以来，是国内企业参与最高和产能发挥最好的化工品种期货，为国内聚酯上下游企业提供了有效的价格参考依据，对促进我国聚酯产业健康稳定有序发展起到了重要作用。PTA期货引入境外交易者，全球聚酯产业链企业都可以参与，PTA期货价格的国际影响力也将进一步提升。

郑州商品交易所理事长陈华平表示，2006年12月PTA期货上市，以及此后动力煤、甲醇等期货品种上市，实现了郑商所从农产品期货市场向综合性期货交易所的转变。去年郑商所成功上市白糖期权，今年3月平稳推出场外业务平台，11月30日正式实施PTA期货国际化，标志着郑商所开始从期货向期货及期权均衡发展

## 大商所发布 商品互换业务管理办法

11月30日，大商所正式发布《大连商品交易所商品互换业务管理办法（试行）》（下称《办法》），对商品互换业务开户、交易、结算、风险管理等方面进行了规定，为推动商品互换业务顺利开展和平稳运行提供制度保障。《办法》自2018年11月30日起正式实施。

大商所相关负责人表示，开展商品互换（掉期）业务是大商所脚踏实地、大胆创新，按照“巩固、充实、提升”方针，实现由“1到N”的稳步增长，稳步推进国际一流衍生品交易所建设的重要举措。将按照“搭建平台、提供服务、提升信用、防范风险”的总体思路，积极推进场外市场建设工作。商品互换业务是期货业务的延伸和补充，交易所为商品互换业务提供金融基础设施服务，有助于满足实体经济和市场参与者个性化风险管理需要，提升期货市场服务实体经济效率和范围，进一步完善多层次市场体系建设，深化大商所多元开放综合性衍生品交易所建设。

业内人士表示，开展商品互换业务符合实体经济个性化风险管理需要，是发挥期货市场服务实体经济功能的又一项有益尝试和实质举措。（张勤峰）

展转型，从场内市场向境内外市场协同发展转型，从境内市场向境内外市场兼顾发展转型，从期货交易所向期货及衍生品交易所发展转型，标志着郑商所向建设成为“领先行业的风险管理平台、享誉世界的商品定价中心”迈出了重要步伐。

陈华平说，经过近12年发展，PTA期货市场规模不断扩大，参与的产业企业与机构投资者不断增多，市场功能作用发挥良好，实现了上市时

## ■ 记者观察

□本报记者 张利静

2018年，注定是中国期货市场历史上将被浓墨重彩书写的年份。

这一年，中国期货市场国际化全面落地，多点开花，成功地“引进来”和“走出去”，将我国期货市场成熟经验推向世界，为全球实体经济提供中国参考和价格。

回顾其推进历程，今年3月26日，中国原油期货在上海期货交易所（简称“上期所”）正式上市交易，弥补了我国作为原油需求大国一直以来在原油定价方面的缺失，打开了中国期货市场对外开放的新篇章；5月4日，继原油期货推出之后，我国第二个国际化期货品种——铁矿石期货也正式引入境外交易者，成功探索了我国已有品种期货品种的对外开放，为期货市场已有品种国际化打下基础；11月30日，PTA期货正式引入境外投资者，成为继原油、铁矿石期货之后我国第三个国际化期货品种。

中国期货市场国际化是做了充足准备的。

## 汽车板块持续活跃 细分领域龙头机遇凸显

□本报记者 牛仲逸

本周汽车板块整体表现活跃，11月30日板块内双林股份涨停，东安动力、威帝股份、德尔股份等也有明显涨幅。分析指出，在持续一年的杀估值背景下，行业中不少公司成长性被抹杀，价值受到低估。目前，汽车行业正处于产业升级初级阶段，技术升级支撑行业长期发展，细分市场具有革命性机会。

## 汽车销量承压

中汽协数据显示，1—10月，汽车产销分别完成2282.6万辆和2287.1万辆，产销量比上年同期分别下降0.4%和0.1%，产销量增速持续回落，为今年以来的首次负增长。其中，10月汽车产销比上年同期明显下降，延续7月以来的低迷走势。当月产销分别完成233.4万辆和238万辆，产销量比上年月份分别下降0.9%和0.6%；比上年同期分别下降10.1%和11.7%，产销率102%，厂家库存压力继续减缓。

市场人士表示，考虑今年终端销售疲软，

确定的为国内产业企业提供价格发现和风险管理工具的目标。PTA期货引入境外交易者启动后，郑商所将努力做好以下工作。一是持续搞好境外市场宣传推介。郑商所将在做好境外聚酯产业链企业开发工作的基础上，逐步加大向境外机构投资者宣传推介力度，让更多境外产业企业和机构投资者了解和熟悉PTA期货，规范有序利用PTA期货。二是优化完善规则制度和业务流程。郑商所将根据试点运行情况，认真听取和吸

## 中国期市双向开放格局正在形成

例如，上海国际能源交易中心（简称“上期能源”）早在2013年11月22日就已揭牌成立，直至原油期货正式推出，历时整整四年多，仅2015年间，上期能源就先后发布三次征求意见稿，原油期货规则体系渐趋成形；2017年12月9日—10日，经过五次全市场生产系统演练后，上期能源确定原油期货在制度、规则和技术方面已不存在障碍。铁矿石国际化也是“早闻楼梯响”，2016年大商所对《大连商品交易所保税交割实施细则（试行）》等进行修改，明确了铁矿石期货保税交割规则制度，铁矿石期货国际化获得突破性进展，此后经过多番努力，铁矿石国际化最终落地。

中国期货市场的国际化是具有强烈的现实需要。据海关统计，2017年我国货物贸易进出口总值27.79万亿元人民币，比2016年增长14.2%。我国长期以来保持全球第一货物贸易大国的地位。国内期货市场近年来发展迅速，多个品种在服务实体经济方面取得令人瞩目的成绩，但期货市场长期处于相对封闭状态，导致中国价格

叠加去年四季度高基数，预计2018年四季度批发及零售增速不乐观，全年汽车销量增速预计将保持在2%—3%左右的负增长水平。

不过，新能源汽车销量呈现快速增长，1—10月累计销量为86.0万辆，同比增长75.6%，占汽车总销量的比例由2015年的1.34%和2017年的2.65%上升至3.74%。

此外，乘联会数据显示，11月第一周乘用车日均零售量为3.5万台，同比下降41%；第二周零售达到日均5.16万台水平，同比增速回升到下降23%，回升速度较快。

## 仍存确定性机会

虽然从数据上看，11月上半月零售批发端销量下滑明显，汽车行业整体四季度业绩压力较大。但市场对行业未来升级变迁带来的投资机会仍抱有较高预期。当前时点，该如何配置汽车板块？

上海证券表示，长期来看，我国汽车市场仍有较大发展空间，汽车配置的提高、零部件国产化比例的提高和电动化、智能化、互联化

等新技术发展以及国内汽车产业扩大开放都将有助于产业升级，部分优质企业仍可在行业趋势下获得快速发展。建议持续关注各细分行业龙头企业，以及部分下游需求景气度较高的领域，如优质自主、豪华品牌、新能源汽车以及汽车零部件细分龙头等。

万联证券表示，11月初零售数据明显承压，既有高基数的影响，更有不同以往的四季度消费热情低迷及房贷高企挤压效应导致，产销增速同比增速明显下降，经销商库存压力较大，部分车价出现倒挂现象，保守建议关注自主强势、合资稳健的整车龙头企业，在车市表现不佳背景下市占率稳步提升、抗风险更强。

招商证券表示，从成长到成熟期，增速放缓将逐步改变行业竞争格局。预计2019年乘用车增长0.9%，无效产能将逐步退出，龙头企业优势更加明显。电动化、智能化、国际化为行业发展大势所趋，优质零部件企业也将迎来高端化、模块化、国际化发展机遇。行业仍存确定性投资方向，维持推荐评级。