■ 多空论剑

宽信用效果渐显 风险资产更占优

□本报记者 王姣

纵览近期大类资产表现,股债“跷跷板”效应明显,本周市场风险偏好提升进一步加速股债切换,如何解读大类资产股强债弱格局?未来仍是股票表现占优吗?本栏目邀请中信证券固定收益首席分析师明明和招商证券大类资产配置首席分析师张一平进行探讨。

风险偏好提升

中国证券报: *如何解读近期大类资产的“跷跷板”效应?哪些因素令投资者对股市的热情明显升温?*

明明:2月中旬以来,股票市场迎来普涨,债券市场表现却较为清淡,这种跷跷板行情更多是市场情绪回暖和风险偏好转变的结果。

对债券市场而言,1月金融数据抢眼而实体经济走弱,债市受风险偏好影响出现调整,交易情绪更加谨慎,2月中旬以来利率债收益率震荡上行。对股票市场而言,春节后利多因素较多,美联储释放鸽派信号,海外央行纷纷流露政策转向意向,叠加国内经济数据超预期、节后开工情况较好,经济过度悲观预期得到修正,外资、内资轮流驱动下,股票市场出现“红二月”反弹行情,尤其1月社融数据超预期进一步强化了股市反弹动能。

张一平:股债“跷跷板”效应出现,主要因此前压制股市的一些因素出现较积极变化。第一,主要经济体央行政策从去年11月起暂停收紧,使得全球流动性边际改善。第二,全球经贸形势好转,市场资金风险偏好有所修复。第三,国内1月金融数据大幅超预期,宽货币开始向宽信用传导,下半年国内基本面触底可能性上升。第四,监管层重新定位金融角色,对金融工作的要求从防风险转变为高质量发展以更好服务实体经济。

在股债回报比处于历史高点的情况下,上述变化既改善了市场流动性环境,也提振了资金风险偏好,此时权益资产自然比固定收益品种更具投资价值。

货币政策是关键

中国证券报: *从历史上看,“宽货币+宽信用”阶段,大类资产表现呈现出什么规律?影响未来大类资产价格走势的主要逻辑是什么?*

明明:从历史上看,最为典型的“宽货币+宽信用”阶段是2009年,这一时期表现出股牛债熊的特点,上证综指从底部1800点快速上涨到3400点,10年国债到期收益率上行100个基点。2016年也处于“宽货币+宽信用”环境中,股票市场震荡上行,债券市场则经历了利率“震荡上行——快速下行——迅速上升”的过程。两个阶段股债表现不同的原因在于政策效果时滞和监管政策的影响。

回到当下,“宽货币+宽信用”组合仍将持续一段时间,金融数据早于经济数据企稳和反弹,在金融和经济表现分化的阶段,预计股票市场将直接受益,债券市场则在经济触底预期变化中波动加大。后续宽信用的实际效果,以及货币政策和财政政策的力度,将是影响债券市场的关键变量。

张一平:从全球市场看,当前大类资产价格呈现风险资产与避险资产齐涨的特征,股市、商品等风险资产涨幅更明显。今年以来,MSCI新兴市场指数涨幅接近10个百分点,CRB指数涨幅接近6个百分点,同时国际金价涨幅超过3个百分点,彭博全球国债指数涨幅约为2个百分点。这显然是流动性边际改善的结果,未来影响大类资产走势的核心逻辑也在于流动性会否重新收紧,这又与通胀走势密切相关。

今年以来布伦特原油价格上涨近25%,目前回到65美元/桶左右,美国国债收益率所隐含的通胀预期也跟随油价波动明显反弹。引起油价回升的供给冲击短期内还难以结束,一则OPEC大幅减产,沙特还有继续超额减产的可能,二则美国页岩油产量边际增幅正在缩小,且2018年四季度美国经济增速再超预期。从国内情况看,2月制造业PMI数据显示,购进价格指数与出厂价格指数明显反弹,这可能是PPI底部即将出现的迹象,猪肉价格对全年CPI走势的影响也不容忽视。

当前通胀方面的风险因素正在积聚,这可能会制约未来货币政策放松空间,从而影响大类资产走势。

股票短期占上风

中国证券报: *未来市场风险偏好会否继续利好股市?可能存在哪些风险点?*

明明:对于权益市场,海外央行货币政策收紧趋势放缓,有利于市场风险偏好回暖,但短期来看,“春季躁动”后股票市场能否走出牛市行情,还需关注美联储3月议息会议、国内宽信用效果和经济增长情况等。

市场风险偏好提升不利于债市,但在经济数据企稳前,债市仍然存在一定的机会。随着国内宽信用政策效果逐步显现,经济大概率在下半年企稳,债牛能持续的时间可能不会太长。

张一平:市场短期风险有三:一是通胀变化,这可能会影响央行货币政策走向;二是全球经贸格局演变,其对市场风险偏好的影响仍需重视;三是稳增长政策效果如何,国内基本面何时见底企稳。这三项风险在上半年爆发的可能性偏低,预计股好于债的情况仍将延续,市场关注焦点从流动性转向基本面可能至少要到5月高频数据出台时。

市场中期风险仍在于美联储紧缩政策的外溢。尽管近期美联储态度偏“鸽”,但加息的风险依然存在。回顾历史,美联储加息周期末端,新兴经济体金融市场往往波动加大。今年以来全球资产价格上涨也从反面证明了美国货币政策动向对全球市场的影响力。建议上半年大类资产继续以进攻为主,风险资产更占优;进入下半年,配置策略可以逐步从进攻向防御调整。

股债跷跷板:A股风起 债券需防寒

□本报记者 张勤峰

面对股市强势上涨,债市不得不收敛锋芒。本周A股主要股指连续第8周上涨,而10年期国债期货下跌0.8%,在连跌3周的同时跌势加重。分析人士指出,当前债市既面临风险偏好上升的压力,也存在基本面的支撑,可能保持震荡走势。

股市上涨冲击渐显

3月1日,国债期货低开后震荡,尾盘跳水,跌幅扩大。截至当日收盘,10年期国债期货主力合约T1906跌0.22%报96.755元。银行间市场上,10年期国开债活跃券180210开盘成交在3.72%,日内缓步走高,尾盘成交在3.75%,上行近4bp。全周来看,T1906下跌0.8%,在连跌3周的同时跌势加重;180210成交利率则上行超过8bp。

面对股市强势上涨,债市不得不收敛锋芒。本周上证综指上涨6.77%,为连续第8周上涨,单周涨幅则创下自2015年7月以来最大;从年初算起,上证综指已上涨超过20%。债券方面,10年期期债年初仍有所表现,并创了两年多新高,但随后便呈现高位滞涨的特征。近期随着A股上涨加快,对债市的冲击越发明显。截至3月1日收盘,10年期期债已将年初涨幅回吐殆尽,反而下跌了将近1%。

债券交易员表示,月初流动性较为充裕,货币市场利率纷纷大幅下行,这一局面下,债券市场收益率不降反升,凸显短期股市上涨对债市的冲击。

趋势难言扭转

近几年,股债联动密切,存在明显的“跷跷板效应”。

天风证券固收研报指出,股债之间的联动主要有以下四个途径:一是资产配置上的(主动)轮动,由于不同资产存在不同的配置属性,在基本面不同的情况下表现不同,轮动配置形成此起彼伏的关系;二是资金的(被动)挤出,理论上全市场可配资产的资金在短期固定,一种资产的配置增加,势必会挤压另一种资产的配置;三是性价比比较,对一些稳健型的投资而言,大盘股能够提供稳定的分红收益,与债券有类似属性,因而两者之间存在“可比性”;四是资产定价因素,债券和股票定价逻辑不同,可能因为驱动因素的变化,两者呈现不同走向。

中信资本资产管理首席策略师赵巍华表示,在当前收益率水平下,投资机构在债市进一步获得较好收益的难度不小,会更多尝试其他资产类别。如果股市继续上涨,会对债市造成一定冲击。但他也表示,目前政策和基本面未有明显变化,股市上涨对债市的冲击仍可控。

南京银行报告指出,宽信用效果需待进一步观察,在3月份数据公布前,高频数据会对市场情绪产生较大影响。目前地方债供给压力仍然较大,风险偏好也难以快速回落,预计一季度债市将维持前期的震荡走势。

■记者观察

3月资金面料平稳偏松

□本报记者 王姣

3月首个交易日,市场流动性转松,主要资金利率普遍下行,代表性的DR007回落24个基点至2.41%附近,再度与央行7天期逆回购中标利率倒挂。月初扰动因素相对较少,资金面大概率延续平稳偏松格局。不过3月上旬有近7000亿元央行流动性工具到期,叠加地方债发行、中旬税期高峰和季末监管考核等因素扰动,预计货币市场利率继续下行的空间有限。总的来看,3月“宽货币”格局仍将延续,流动性有望保持合理充裕水平,同时也需对时点性波动保持关注。

年初以来,大类资产出现股债“双牛”行情,近半个月A股进一步加速上行,这一方面得益于全球风险偏好修复,另一方面也受到海外资金持续流入和国内资金面持续宽松的支撑。短期而言,基本面相对平淡,政策面和资金面成为影响市场走势的关键因素。

展望3月份,市场流动性主要面临三重扰动。第一,3月上旬有近7000亿元央行流动性工具到期。Wind数据显示,截至目前,央行公开市场操作方面,有2600亿元逆回购和4315亿元中期借贷便利(MLF)到期,3月1日已有400亿元逆回购到期,下周还有2200亿元逆回购到期,3月7日、16日分别有1045亿元MLF和3270亿元MLF到期。

第二,3月地方债将继续高速发行。据天风证券宏观研究团队数据,预计3月将发行新增地方债3000–4000亿元,加上国债和政策性金融债,预计3月利率债净融资规模在4000–5000亿元。国盛证券也指出,截至2月28日,2月各地区共发行新增地方债3173.8亿元,其中新增地方专项债1574.5亿元,新增地方一般债1599.3亿元。2月新增地方专项债的发行规模较1月小幅上升,3–4月的发行规模很可能进一步增加。总的来看,预计3–4月地方债的发行规模可能与1–2月相近。

第三,3月是季末月份,时点性因素和季节性因素将叠加影响流动性。3月中旬税期高峰将至,月中一般也是政府债券发行的高峰期,预计受政府债券发行缴款和企业缴税影响,资金面从3月15日前后开始可能面临一定的收紧压力,季末MPA考核对流动性的影响也不能忽视。

当然,流动性也存在两重利好。一方面,从历史上看,3月份往往是财政支出大月。考虑到年初地方债提前放量发行,财政投放力度或高于往年同期水平。有机构认为,参照近年情况,预计3月财政资金可净投放7000–8500亿元。另一方面,现金仍在逐步回笼,尽管进入3月后,春节效应逐渐消退,现金向存款的转化规模较1–2月明显减弱,但业内预计,3月M0环比下降幅度在3000亿元–4000亿元左右。

综合来看,机构认为,尽管缴税缴准、MPA考核、债券发行等确实会给流动性带来一定程度的扰动,但预计仍在可接受的范围之内,资金市场并不存在明显的流动性缺口。与此同时,央行维持流动性合理充裕的态度依然明确,预计未来仍将适时适量开展公开市场操作,季末月份资金面出现大幅波动的风险不大。

大商所充实场外市场银行主体

3月1日,大连商品交易所(以下简称“大商所”)发布通知称,核准工商银行和民生银行成为该所综合业务指定存管银行,准予开展综合服务平台资金存管业务。这是大商所自2018年12月份首批引入交通银行、浦发银行、兴业银行、中国银行4家综合业务指定存管银行后,进一步充实场外银行主体,以更好地优化和拓展场外市场业务。

工商银行相关负责人表示,在未来工作中,工商银行将全力支持大商所场外市场建设工作,在全国核心地区宣传推广场内场外衍生品工具,让更多的实体产业客户参与到大商所场内、场外市场中来。

民生银行相关负责人在接受记者采访时指出,一直以来,民生银行高度重视与大商所的银期合作,多角度搭建覆盖保证金存管、场外衍生交易、商品互换、标准仓单融资、挂钩商品指数结构性理财等多领域的合作平台。去年民生银行获得大商所首批商品互换交易商资格,此次进一步获批成为大商所综合业务指定存管银行,将有利于民生银行更加充分地发挥自身优势,为交易所和场外衍生品市场业务参与主体提供优质的综合金融服务,进一步丰富和完善场外市场合作层次,增强银行作为金融机构服务实体经济的能力。

大商所相关负责人告诉记者,自2018年12月19日商品互换业务上线以来,金融机构和实体企业了解并参与大商所场外平台的热情较高。此次新增工商银行和民生银行为综合业务指定存管银行,是大商所不断提升服务实体经济能力、持续深化银期合作的重要体现。下一步,大商所还将进一步充实场外衍生品市场参与主体,并加大商品互换业务推广力度,完善相应的规则制度和平台系统,推动场外业务规模化发展,更好满足各类企业风险管理的差异化需求。(马爽)

成本端支撑凸显 沥青期价强势拉升

□本报记者 马爽

自2018年12月底创下阶段新低后,国内沥青期货便出现加速上涨,昨日盘中主力1906合约一度创下四个月以来新高3466元/吨。分析人士表示,国际油价重心不断抬升以及马瑞原油供应存在下降预期均对近期沥青期价形成支撑。但考虑到国内前期停产企业近期将会逐渐恢复生产,且南方地区可能因阴雨天气阻碍终端需求恢复,期价继续上涨空间恐将受限。

期价再度冲高

3月1日,沥青期货价格再度冲高,主力1906合约最高至3466元/吨,创下2018年10月30日以来新高,收报3436元/吨,涨186元或5.72%,日内该合约增仓99572手至744050手。

“国际油价重心不断抬升给沥青市场带来成本支撑,且委内瑞拉地缘风险使得后期马瑞原油供应存在下降预期。”瑞达期货化工小组分析师表示。

国信期货分析师表示,因委内瑞拉局势加剧当前石油市场重质石脑油紧缺情况,3月份中石油委内瑞拉马瑞油升贴水报价为7.8349美元/桶,为2014年有数据记录以来的新高水平,月环比增加2.8美元/桶,吨桶比转换后,炼厂生产沥青成本每吨涨近123元。

除了上游成本端支撑外,沥青市场基本面改善也对期价形成一定支撑。据瑞达期货化工小组分析师介绍,近期国内沥青开工率继续下降,远低于往年同期水平。虽然库存率有所回升,但仍处偏低水平。且随着气温逐渐回暖,下游道路施工陆续恢复,国内资源整体表现偏紧,各地炼厂相继调增出厂价也对沥青期价形成一定支撑。

中宇资讯数据显示,3月1日国内道路沥青市场价格稳中走高,其中中油秦皇岛价格上涨50元/吨,滨阳燃挂牌价格上涨50元/吨;西北地区,克拉玛依石化疆内涨150元/吨、疆外涨250元/吨。目前来看,业者拿货意愿仍存,但后期供应量存在进一步放大可能。

上涨空间恐受限

从基本面来看,国信期货分析师称,截至2月27日,全国沥青装置开工率为42%,较此前一周降低1个百分点。受行业整体开工率水平下降以及近期南方雨水天气有所改善影响,全国炼厂沥青库存率为31%,较此前一周下降4个百分点。

中宇资讯市场分析师王良表示,从上游市场来看,后市外盘原油期货价格仍存走高预期,但不排除呈现高位震荡的可能。在此背景下,国内道路沥青市场价格或维持坚挺,但也不排除上调的可能。从产业情况来看,进入3月则预示着前期停产沥青企业将逐渐恢复生产,且部分业者冬储资源亦面临交割,因此中长线来看,沥青市场供应仍存增加预期。不过,从天气预报情况来看,后期南方部分地区将持续阴雨天气,主要以西南、华南部分地区为主,或将使得下游终端需求恢复遇阻。

“综合来看,短线国内道路沥青市场价格有望维持坚挺,但上行空间或将受限。”王良表示。

期货操作方面,瑞达期货化工小组分析师表示,从技术上看,沥青期货主力1906合约已出现强势上涨,短期建议前期多单逐步减持,规避期价过快上涨带来的回调风险。

■投资非常道

股市是诞生奇迹的地方

□金学伟

上周讲存量和增量。存量保持系统的稳定,是系统赖以生存的基础;增量提供系统活力。存量越大,增量对系统的影响力越小,效果显示的延迟性越强。存量和增量互为限制因素。

存量与增量是我们理解系统——不管是有机系统还是机械系统的基础概念之一,也是我们从系统论角度对事物做整体把握的一个起点。

这种关系在日常生活中其实比比皆是。放完一浴缸的水,比放完半浴缸的水需要的时间长。如果浴缸里只有一点点水,不小心误拔了塞子,水就会放完。如果是满满一浴缸水,哪怕不小心误拔了塞子,也不会把浴缸里的水全部放完,也会有充足的时间去纠错。不把出水的塞子拔掉,只是把进水龙头关小,浴缸里的水是不会减少的,只是增加的速度变慢了。这是存量和增量关系在数量规模上的表现。

规模越大,同等冲击给系统造成损害的延迟性越强,留给我们纠错的时间越长,越充裕。而且它们之间不是一种线性的等量关系,而是会形成一种0.667的比例关系。20公斤的击打力对体重50公斤的人造成的伤害为1,那么,40公斤的击打力对体重100公斤的人产生的伤害仅为前者的0.667倍。反过来,体重100斤的成人吃一粒退烧片是适量的,再多就会产生副作用,那么,体重仅50斤的儿童吃1/3片才是适量的,而非我们寻常认为的1/2片。

在经济生活中,我们常可以看到这种非线性的规模效应。大企业总是比小企业更容易扛过危机的冲击,危机过去后也更容易恢复。2008年的金融危机,美国是发源地、重灾区,但最后遭殃且一蹶不振的是诸多中小国家。

在股票市场上,我们也常常可看到这种非线性的规模效应。同样的底部整理蓄势,市值300亿元的股票可能只需要10天,但市值600亿的股票却需要30天,甚至更多。

还有结构规模。能够吹倒一棵大树的风未必能吹倒一片小树林,能推倒一块大石头的力量却不能推倒同等重量的一堆碎石。

前些年,经济学界最热门的话题是拉美化。而实际上,那些被当作拉美化典型的国家,除了有宏观政策失误的因素,更大的原因在于它们的经济门类太单一,内部经济结构过于简单,企业个体的数量也太少。内部结构越复杂,越多样化,系统的适应力越强。

这些浅显的道理常常会被我们做宏观分析时忽略,说明我们有一种对事物做复杂化、高深化解释的倾向。同时也有一种对复杂系统做简单的因素化与线性化解释的倾向。一方面是复杂化、高深化,忽略了常识和常理;一方面是简单化、线性化,把复杂适应系统当作简单的机械系统。

一切有机系统都是复杂适应系统,具有演化过程不可知、演化结果不可测的特性。对这种系统,我们只能从以下几个方面去认识。

在层次上,第一个是对事件的解释,这就是因果论做的。第二个层次是从行为角度去把握,这就是量化交易在做的事。量化交易能比建立在因果分析基础上的交易更胜一筹,不是没道理的。第三个层次是力求去理解系统演化的机理。

横向就是切分,建立不同模型,去研究系统的不同层面、侧面或不同的子系统、子单元。人类的思想、思维是建立在一系列模型基础上的,连语言都是一种模型。不同的模型解决不同的问题,不同的问题用不同的模型来解决。不同模型之间没有绝对的优劣之分,完全取决于我们要解决什么问题。

在这方面,系统论强调的是“边界”问题——系统的边界和分析的边界。举例说,当我们研究宏观经济时,宏观经济就是一个系统。当我们研究宏观经济中的通胀问题,通胀便是个子系统……所谓分析,就是把局部从整体中切分出来,加以单独研究。

虽然各个子系统互有关联,要把它准确地切分出来,形成明确的边界很难,但它绝对是必要的。只有明确了系统的边界,分析的边界,不越界,不混淆概念(模型),我们才能把分析工作做好。局部的研究越透彻,最后的综合效果就越好。没有边界,没有区隔,不同模型互相交叉,不同概念相互混淆,此问题用彼问题来解释,很容易做到,但却是分析的大忌。

同样道理,当我们研究股市的时候,股市就是一个系统,要用股市分析的模型,不能用宏观经济分析模型和分析结果去解决。

2008年底和2009年初,人们普遍预期2009年上半年没行情,行情要到下半年开始,就是用宏观经济来解决股市问题。结果,2009从开年涨起,涨到下半年,行情结束了。

2019年同样如此。在去年末,有人总结了各投行对2019年的股市展望,普遍认为2019年市场不会太悲观,但也都普遍预计行情从下半年才会开始。有人说,大家都认为2019年不会差,那很可能2019年的最大“黑天鹅”就是股市依然很糟,因为一致性预期从没对过。但结果,2019年最大的意外是开年就涨。

一致性预期常常是错的,但如果一致性预期包含了两个结论,那么错的就有可能是两个,也有可能只是其中的一个。

对2019年行情预期的时间错误,同样和我们以宏观经济模型来取代了股市分析的模型有关。

再细分地讲,如果我们要研究底部问题,那就要用底部的分析模型。如果我们要研究牛市有没有,那就要用牛市的模型。研究底部,有研究底部的边界,它和有没有牛市应该区隔开来。如果没有边界,把有没有牛市的问题掺杂到底部的问题中来,那十有八九,就会得出悲观的结论。因为底部常常是在最看不到希望的时候,至少,就我的经验来说,每次预言底部的时候,我都看不到有什么理由可以驱动出一轮牛市来。

但股市就是这样:只要底部形成,就有生的希望。因为股市天然就是产生奇迹的地方。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年3月1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	1.1587		11,586,708,251.19	

注:1、本表所列3月1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。