

利率下行确立 宽松货币环境可期

证券时报记者 朱凯

无风险利率水平是影响 A 股运行的一个重要因素,也是近几个月来研究机构多空争论的焦点之一。对此,我们不妨从三个角度观察,即未来国内利率趋势是什么?节奏怎么样?运行的空间究竟有多大?

下行周期已确立

从 2012 年 5 月及 7 月的最近一次降准、降息至今,央行似乎没有进一步全面宽松的动作。取而代之的,是公开市场操作利率、再贷款、再贴现、常备借贷便利(SLF)、短期流动性调节工具(SLO)等花样繁多的创新型政策工具。尽管如此,传统意义上的高利率时代已经远去。

太平财险一位投资人告诉记者,从国际范围来看,但凡处于经济下行周期阶段的国家或地区,其政策主导下的宏观环境大都是低利率状态。

据他分析,当前我国经济向下,在这一调整过程中,首先要保持金融稳定,才能为其他领域改革创造友好型的环境基础。事实上,随着央行定向刺激的不断加码,当前市场交易利率以及由此传导的实体利率,均已处在下行通道之中。

由于我国刚性兑付魔咒依旧存在,相对股票等权益类资产而言,包括以超日债以及部分信托产品为代表的无风险利率水平,也处在向下走的趋势之中。”该人士表示。

温州地区一家股份制银行部门副理称,脱离高利率区间还差最后一道坎,那就是存款利率上限的管制。一旦未来被放开,利率将完全进入下行通道。

缓慢渐进式下降

之所以央行迟迟没有全面降息或降准,原因或在于目前的利率水平正是管理层认可的“合意水平”。

金元证券固定收益部副总经理王晶认为,参考欧美等国经验,利率市场化的初衷在于推动经济转型升级。我国推行利率市场化也是一个长期目标,而这需要一个相对高的无风险利率水平给予支撑,以淘汰那些盈利能力差的行业和过剩产能。

同时,在美元升值与美联储加息预期作用下,为防止资本外逃,我国也需要维持相对较高的实际利率。从这个意义上讲,央行对于全面降息较为谨慎。

但另一方面,宏观政策也面临“稳增长”、防范系统性金融风险的任务,从近期连续下滑的经济数据和见诸报端的债务纠纷等来看,这种压力正在持续增长。

招商银行金融市场部高级分析师刘东亮对记者说,三季度经济再创多年新低,房地产投资低迷是主要因素。如果不推出更有力的刺激或改革措施,经济可能继续下行,更多的财政政策及更宽松的货币政策值得期待。

也有激进观点认为,有必要通过大幅度的全面降息,刺激经济增长并减轻实体经济信贷融资压力。

面对以上“稳增长”和“调结构”的



官兵/制图

双重难题,市场预期决策层将根据经济情况相机抉择。在此情况下,利率下行或是缓慢和渐进的过程。

长期零利率亦有可能

目前,中国 10 年期国债收益率约为 3.74%,相比去年 11 月的 4.72%高位已回落 100 个基点。

对此,诺安基金程卓对记者表示,利率的下行空间受制于该地区的国内生产总值(GDP)水平,在扣除通胀因

素后,后者可以认为是一个“国家的收益率”,并可决定一般利率的上限。若进行横向比较,在欧美目前的经济环境下,美国 10 年期国债收益率约 2.50%,欧元区为 1.30%,日本为 0.50%,与相应 GDP 的关系一目了然。

从纵向角度看,我国利率仍具下行趋势。“有金融统计数据以来,当前的国债收益率大致处于历史分布的上半区 70% 位置,而 GDP 约处在下半区 30% 位置。此外,也可根据企业平均净资产收益率(ROE)去作对比判断。不难发现,国债

收益率仍有较大下行空间。”上述太平财险人士指出。

海通证券分析师姜超则从人口抚养比等角度,提出了一个更为激进的观点。他认为,低利率或零利率可能是未来的长期趋势。理由在于,房地产周期是影响利率的重要因素,背后又与该地区的人口结构变化密切相关。和美国、日本一样,我国也面临着 V 字型的人口抚养比结构,意味着人口红利即将消失,地产面临拐点,市场利率将随之面临转变。

明年全面降准概率大

钟正生

站在当前节点回顾 2014 年的货币政策,定向或者结构性货币政策的大规模启用是最大特点,而常规货币政策(全面降准和降息)则似乎被央行雪藏了。

相比于常规货币政策,结构性货币政策或许在引导资金流向和传递宽松预期上略胜一筹。但国内外央行的实践经验显示,结构性货币政策难以控制资金的最终流向,“指哪打哪”“精准滴灌”的效应最多也就是差强人意。

展望 2015 年,我们认为结构性货币政策仍将继续推进。通过国开行做棚改以及按揭贷纳入央行 PSL 将是明年货币端稳增长的两个主要途径。那么,明年常规性货币政策的

空间还有多大呢?对此,我们的一个基本判断是:目前通胀压力不大,货币政策无需收紧,而明年下调增速目标后,货币宽松的压力也不大,因此短期内货币政策料将继续维持当前结构性发力的态势,这样使用常规性货币政策的空间仍然相对较小。

但我们并不否认明年存在全面降息的可能(降准可以弥补基础货币缺口,我们觉得很有可能发生)。我们同时注意到,虽然目前就业形势波澜不惊,但明年就业会存在一定的恶化风险。如果明年就业底线被突破了,那么全面降准和降息所传递的宽松预期对稳增长将至关重要,届时结构性货币政策可能将重新让位于常规货币政策。

明年全面降准可能性很大。由于央行退出常态干预,以及美国可能的

首次加息,可以预测明年央行口径的新增外汇占款会进一步下滑。在基础货币供给趋势回落的同时,对基础货币的需求却相对刚性,这意味着明年基础货币缺口将更大。当然,央行同样可以使用定向方式注入流动性,但当基础货币缺口足够大的时候,不能排除央行通过全面降准来弥补这一缺口的可能性。因此,即使明年出现全面降准,也只是补充基础货币的方式,不宜解读为大规模宽松的开端。

此时,重述央行周小川行长的讲话是有裨益的:“近年来,存款准备金率工具的使用主要和外汇储备增加或减少所产生的对冲要求有关,因此绝大多数情况下,存款准备金率的调整并不是表明货币政策是松或是紧。”

(作者单位:国信证券)

国债牛市火热 券商收益大增

证券时报记者 沈宁

除现券市场外,火热的行情同样出现在了今年的债券衍生品市场上。年初以来,国债期货总体震荡上行,年中短暂调整后三季度加速上涨,连续创出上市新高。多数业内人士认为,债市经历大幅上涨后短期或有调整,但中长期仍旧看好。

证券时报记者与一些机构人士沟通中发现,今年券商等机构债券自营部门大部分都有参与国债期货,部门收益普遍好于往年。

国债期货昨日冲高后小幅回落,主力 TF1412 合约收报 95.700 元,下跌 0.292 元或 0.3%。9 月中旬以来,国债期货市场大幅飙升,上周起连续创出上市新高,市场总持仓量突破万手水平。

难得的牛市带来了不错的赚钱效应。从前期区间震荡平台 93.300 元-94.000 元,上涨至目前 96.000 元上方,一手国债期货多头寸按照 2% 的最低保证金比率计算,收益率超过 100%。

不少机构都在此轮债券大涨中获益颇丰。一位券商固定收益部人士向记者表示,该公司不仅参与国债期货套保业务,还有部分资金进行了做多投机,收益不错。衍生品方面,我们国债期货和利率掉期都有做一些,当然现券肯定是重点,今年整个市场都很好,大多数券商收益都比去年要好很多。”

现券二级市场收益率超过 10% 今年在业内非常普通。很稳健的券种,不加杠杆收益率都在 10% 以上,一般机构都会加些杠杆,还要配些高

风险品种,算下来做到 30%-40% 都有可能。”上述券商人士称。谈及国债期货,他认为应尽快引入银行、保险等大型机构参与,同时增加更多期限品种尤其是短期类品种,这样市场效率和功能发挥能够进一步提升。

对于短期市场,业内大多看法谨慎。上海中期分析师刘文博认为,国债期货短期或面临调整,周二发布的 9 月经济数据显示,8 月份数据或成为今年的底部,9 月数据表现多数强于市场预期,这将减弱基本面数据对债市的利好支撑。从资金面上看,10 月下旬资金面压力或有所增加。

不过,中期来看,国债牛市尚未终结,后市仍有空间。他分析指出,中国经济进入增速下行阶段是不争的事实,同时中国经济目前进入低通胀时期,并有

明显的通缩迹象,使得国债收益率水平仍有较大的下降空间。而政策上,虽然今年以来央行并没有推行全面宽松的货币政策,但是央行通过连续调降正回购利率引导短端利率下行,进一步影响整条收益率曲线回落,并通过 SLF 等创新手段不断向市场注入流动性,维持短期资金面的稳定。央行今年的货币政策只放不收,产生了拉低国债收益率的实质性效果,后市有望进一步将影响传导至实体经济领域,降低社会融资成本。

目前中长期国债收益率已出现明显的回落,并略低于去年钱荒前期的水平,但在央行积极的定向宽松政策影响下,我们认为短端国债收益率相对货币市场利率来说仍有很大的下降空间,后市有望看到牛陡行情(货币政策的实质性放松)的出现。”刘文博称。

武汉科技大学董登新:十年慢牛行情开启

日前,武汉科技大学金融证券研究所所长董登新教授做客证券时报网财经社区(cy.stcn.com),就三季度宏观数据发表了自己观点,以下是整理的访谈精华。

财苑网友:三季度 GDP(国内生产总值)创近 6 年新低,对股市有哪些影响?

董登新:刚刚启动的本轮牛市,将是一场全新的结构性慢牛,周期可能持续八至十年以上。这一轮长期慢牛的主要特征是:大盘指数将在重化工业及大蓝筹的转型升级阵痛中曲折前行、坚定向上,在注册制的强大助力与驱动下,创业板和中小板将焕发出生命的活力与耀眼的风采,并以其快速扩容充分满足股民“炒小”、“炒新”的投资与投机需求。这将是本轮长期慢牛“新常态”。投资者一定要认清形势,摒弃旧思维,并对这一轮慢牛要有足够的信心和耐心。

财苑网友:您认为沪指 2400 点会否成为中期高点?

董登新:A 股市场不再有一步到位的快牛或疯牛,未来慢牛走势格局将是两步一回头,或是三步一回头。这就要求投资者要用平常心来从容对待牛市,而不能再以爆发户的心态来炒股。

财苑网友:投资者应该如何从数据中寻找股市投资机会?

董登新:慢牛行情的板块轮动,其实就是寻找相对“价值洼地”的过程。在曲折前行的慢牛中,投资者要善于踏准市场节奏,既可低位建仓做长线,也可随市场节奏做板块轮动。比方,大盘从 2000 点涨到 2400 点,大多数股票都获得了 50% 以上的累计涨幅,但仍有许多中小市值股不足 30%,这些个股应该有补涨空间,值得重点关注。

财苑网友:GDP 创新低,政府会全面降息降准吗?

董登新:2014 年 GDP 增速只要维持在 7% 以上,就是正常的,不必过于担忧。一定要记住中国已有 60 万亿的 GDP 基数,每增长一个百分点,就是一个庞大的增量。

财苑网友:四季度经济会否好转?未来政策面,你认为会有哪些比

较给力的措施?

董登新:7% 左右的 GDP 增速不是“探底”,而是中国经济“新常态”。可以预料,在未来 10 年或 20 年,中国 GDP 增速将会大体保持在 6%-8% 区间。这对于一个 GDP 基数高达 60 万亿的中国来讲,7% 左右的增速已是相当不错的“高增长”了。不过,比 GDP 增速更为重要的是:产业结构优化及经济增长质量提升。因此,盘活存量、优化结构、经济转型、产业升级将是中国最大的改革红利。

财苑网友:现在央行似乎已经在加大定向放水的力度,对四季度数据会有多大的影响?

董登新:中国经济增长模式必须尽早摆脱单方面依赖央行“放水”刺激的老路子。4 万亿美元(折合人民币 25 万亿元)的外汇储备、110 万亿元的货币存量及 150 万亿元的银行资产,这是世界第一、无与伦比的资产存量,然而,它们存在大量闲置和低效。因此,我们现在的任务不是“放水”,而是盘活存量、优化结构、用好增量。

财苑网友:大家对 GDP 的数据有所谓低,这对经济又有何影响呢?

董登新:7% 左右的 GDP 增长,将是中国新常态,这已成为社会的共识。只有达成这一共识,才能减少经济转型、产业升级的阻力和障碍。

财苑网友:经济增速创新低,您认为当局会进一步加大宽松政策吗?

董登新:正如李克强总理所说的,中国货币池子里的存量太多了,至少目前不能再放水。

财苑网友:有分析指出房地产投资回落降低经济增速,您对此怎么看?您觉得接下来还会有利好地产行业的新政出台吗?

董登新:国民经济“去房地产化”,房地产“去泡沫化”,这是大势所趋,也是一个阵痛。我们期盼房市调整将以“时间换空间”来赢得市场的平稳过渡及社会的稳定。

(吴晓辉 整理)

更多访谈内容请访问: <http://cy.stcn.com/talk/view/id-708>

财苑社区 | MicroBlog |

业绩是市场永恒主线

刘思山(容维投资分析师):在大盘调整之际,不确定性因素增多,市场风险加大,前期热门股票大跌。周二鲁抗医药、四环生物跌停,珠江实业、欣龙控股、榕基软件等接近跌停,跌幅超过 5% 的股票达 34 只。如此多的股票大幅下跌,在本轮行情中十分罕见。

当前,市场炒作风格偏向防御,机构纷纷撤离高炒的题材股,重新重视业绩,投资确定性高的品种。三季报或全年业绩高增长股受到市场高度关注,周二良信电器、立讯精密等业绩高增长股表现优异,逆势大涨。

年底是业绩为王时期。随着三季报披露进入高峰期,市场炒作资金将继续涌入业绩大幅增长的股票。当前,业绩高增长股抗跌性强,风险小,安全性好,走势强于大盘,中线潜力大,是进攻与防御兼顾的品种。业绩高增长,无论过去、现在还是将来,都是市场永恒的主线。

周四面临方向选择

王者至尊(江海证券投资顾问):沪指 30 日均线目前成为了短线多方构筑的最后防线,一旦失守,股指将直接考验 2300 点。20 日线周二再度失守,5 日和 10 日线形成反压,股指如果不能迅速收复 10 日线和五日线,难免继续选择向下调整。

成交量收缩成为阻碍大盘反弹的致命硬伤,同时,成交量的急速收缩也预示着大盘盘整在即。十八届四中全会本周四将闭幕,周四又是新股发行重启日,大盘在周四这个

重要的时间点很可能面临一次新的方向性选择。

等待新股申购完毕

伟晴(财经名博):经济数据的不理想加之周四即将到来的新股申购,使得投资者做多热情迅速减弱,成交量及涨停个股的快速减少也说明这一点。但股指只要不破 10 月 17 日低点 2312 点,回调的力度就不会很大。而随着新股申购的兑现,真正的底部也将出现。

把握回调带来的好买点。就周三来看,结合上证指数 15-60 分钟 K 线图走势,周三沪指在回探 2330 点一带后就有望展开反弹,但没量的反弹高度不会高,还需防周四的回落。策略上还是观望为主。

短期窄幅震荡概率大

蕙的风(财经名博):因四中全会是闭门会议,只有等到大会闭幕、公报出来之后,如果有超预期的实质性政策,才有望重新积聚人气促使 A 股走强。而在此期间,窄幅震荡是大概率事件。但空头却借政策真空以及周四新股申购打压股指,多少有些刻意之嫌。技术上,本周需力保 2318 点的 10 日线不失,而日线随着 BOLL 收敛,不久将会选择方向。操作上,不要急着抄底,仍宜保持半仓等企稳拉出中阳后再提升仓位。对于有并购重组题材且系长期确定性事件的公司应保持多一份耐心。

(陈刚 整理)

以上内容摘自财苑社区(cy.stcn.com)