



交银国际董事总经理兼首席策略师洪灏:

2015:中国市场可能出现四个意外



洪灏

没有集体意见的支持,市场趋势很难被推到极端水平。因此,了解哪些市场趋势处于极端,有助于我们理解市场共识的观点并根据情况制定交易策略,也有助于我们预测2015年市场在哪些方面会出乎意料。

近乎于被共识催眠的状态总是让我隐隐地担忧。没有集体意见的支持,市场趋势很难被推到极端水平。因此,了解哪些市场趋势处于极端,有助于我们理解市场共识的观点并根据情况制定交易策略,也有助于我们预测2015年市场在哪些方面会出乎意料。

在写于互联网泡沫最高峰时的经典著作《非理性繁荣》的倒数第二页里,罗伯特·席勒教授记录了一个鲜为人知而简单的事实——过去一个世纪,美国股市的涨跌根本就是超乎常理的,而他的测试显示,市场的波动持续大于基本面的变化。

更重要的事情是清楚地知道市场价格里到底已经反映了多少预期。当趋势濒临极端水平时,市场将很容易出现不同于市场共识的意外情况,也就是那些小概率但是超出市场预期的事件。

没有集体意见的支持,市场趋势很难被推到极端水平。因此,了解哪些市场趋势处于极端,有助于我们理解市场共识的观点并根据情况制定交易策略,也有助于我们预测2015年市场在哪些方面会出乎意料。

意外1:中国房价小周期回暖;最近,资产由房地产向股票重新配置的呼声越来越高。有些专家甚至认为应该“卖房买股”。但风险偏好的转变往往来自于老龄化,因此在短期内很难出现长期的转变。如是,长期资产的重新配置将假以时日。就在“卖房买股”的呼声越来越响之时,房地产价格的小周期正悄悄地出现拐点。

例如,我们看到房价下跌的速度在放缓,一二线城市销售增速加快,以及近期加息后按揭利率急跌。如果房价小周期将见底回暖,那么在周期底

部卖房并非明智之举。

有些人认为房价回升将利好股市。我们不能完全同意。我们发现,股市周期往往领先房价周期约六个月。换言之,股价一般早于房价复苏,而随着房价回暖,股票的回报将逐渐减弱。这个情况并不意外,因为一旦市场对房价预期发生转变,房地产将再次成为吸收流动性的海绵,分流原可以流向股市的资金。房价回升对股市来说并非坏事,但却会限制股票的上升空间。因此,中国房地产未必会像许多人想象的那样被弃之如敝屣。

意外2:央行宽松力度低于预期。市场憧憬央行将进一步加大宽松力度。但如果房价周期的确见底,则央行的宽松力度将低于预期。我们看到的是不可交收人民币利率掉期(NDIRS)急速下跌,而金融板块的相对强势迅速飙升。

这些对利率敏感资产的波动显示了这些资产的价格已在很大程度上计入了央行将进一步大力宽松的预期。NDIRS当前的下跌速度堪比2008年底,而当时正值央行进行近十年来最大规模的货币宽松。因此,市场是否过度乐观仍有待观察。万一市场对宽松的预期落空,则交易的逆转将来得简单粗暴。

此外,计入房地产价格和通胀影响的实际利率已经达到历史上曾经触发减息的高水平。如果房价见底回暖,那么实际利率将会降低,令央行又少了一个宽松的理由,甚至或会重燃决策层对房地产泡沫的忧虑。

有些人可能认为,潜在的降准或动用更多常备借贷便利(SLF)和中期借贷便利(MLF)将是大幅宽松的信号。但不要忘记,潜在降准的部分目的是

抵销2015年推出存款保险制度的影响,而注入更多基础货币只是为了抵销外汇占款增长的放缓。如是,这些举动不应被视为大幅宽松。

意外3:商品价格从超卖水平反弹,但难以扭转长期下行的趋势。在我们去年发表的2014年投资策略中,我们讨论了全球资产回报率见顶以及其暗示的全球产能过剩和商品超级周期结束。2014年,这个主题在主要大宗商品,特别是石油和铁矿石的大跌中演绎得淋漓尽致。商品价格大跌对通胀产生巨大下行压力。

然而,经过近期的猛烈抛售,商品价格指数相对其他资产类别的超卖程度已经回到2008年底的水平,即金融危机的底部。虽然现在迟到了一年的看空大宗商品的声浪不绝于耳,2015年大宗商品应该至少有一波技术反弹,而这个熊市反弹的力度将足以让市场怀疑商品的长期下行趋势是否已经结束。有些人或许会指出,美元的强势往往会压制商品价格。但我们注意到,在上世纪90年代后期开始的,上一个商品周期中,即使美元走强,商品的相对回报率仍然见底回升。

意外4:金融市场绑架央行货币政策走向。鉴于商品价格低迷,通胀预期彻底瓦解,历史上当通胀的预期暴跌到如此严峻的程度时,美联储及其他央行都不得不祭出货币宽松措施。近期瑞士央行破天荒地采取负利率以鼓励风险投资。

美联储有了新的措辞,声称对加息要保有“耐心”,并表示加息将不在“往后数个会议”的议程里。日本央行则持续“放水”,而欧洲央行看来亦已准备就绪。央行政策目标总是在通胀和通缩风险之间取得平衡,在此微妙的平衡之间,当下通缩风险上升显然是对当前央行政策运行的一大挑战。

美联储下一步政策的风险在于在通胀预期正常化前过早地采取紧缩政策。债券市场预期美联储将以更慢更温和的节奏加息,但美联储最新的议程显示着其将于第二季开始加息。若是,全球的金融市场将突然被打个措手不及,失足暴跌,例如,美国市场可以于一日内下挫超过5%的风险将上升,直至美联储收回过早收紧的举措。

知名资本市场分析师达萨:

2015年 债市仍存“七宗问”

2014年你曾情绪复杂地面对“债市风暴”,也曾轻松愉快地看到乙类户丙类户的重出江湖。你看到了“43号文”的开头,却无法预知它对城投债的终极影响。那么,进入2015年,市场又将会有怎样的变化?

岁末年初,当我们回首跌宕的2014感受到的是杂陈无味的唏嘘:看这边有惊喜,资产证券化和公司债券为代表的产品创新;看那边有惊悚,有第一支违约债券兑付的先抑后扬。这一年你曾情绪复杂地面对“债市风暴”,也曾轻松愉快地看到乙类户丙类户的重出江湖。这一年你看到了“43号文”的开头,却无法预知它对城投债的终极影响。那么,进入2015年,市场又将会有怎样的变化,不敢妄加揣测,就抛出问题吧。

第一,城投债将以怎样的形式或载体继续呈现?

“43号文”对城投债带来巨大的不确定性,关于城投债走向的各种不同的声音充斥市场。但笔者的沟通和调研表明,各地政府仍在对政策的落实进行不断地摸索和探讨,任何结论性的说法都是不负责任也是缺乏依据的,否则也不会有乌鲁木齐和常州这样的乌龙闹剧。日前,山东率先出台省级的债务管理办法,而浙江嘉兴成为首个获得省政府核准债务额度的城市。可以预见,2015年将有更多的省和县形成自己的债务管理规则,而这个结果将决定着城投债是否能够继续在债市舞台起舞。

第二,公司债券能否强势崛起?

2007年出台的公司债券管理办法历经七年痒痛终于以全新面貌面向市场,细读这个新法规,无论从监管角度、监管手段还是监管范围来看都是迄今为止最为综合、最为科学也最为贴近市场的一部法规,法规虽然完善,但市场时机已错过了很多,能否打破既有惯性,抢得市场份额尚是未知数。理论上的强大能否转换成现实的优势,给交易所公司债市场带来更多的发行人,我们翘首期待。

第三,企业资产证券化市场能否不负众望迅速成长?

企业资产证券化几经开开停停,最终正式出台便是一步到位真正实现了备案制。又正逢城投债受阻,加之市场发展日趋成熟,投资者需求也开始增加,因此企业资产证券化的发展似乎天时、地利、人和,市场也是一片赞誉和期待之声。但企业对此产品的需求是不是真的有这么强?还是仅为某类企业的菜?其融资的便利性和成本节约度是否能在发行人和投资者之间取得适宜的平衡?我们拭目以待。

第四,真正的信用违约能否出现?

过去的一两年里,不管是信托的违约还是理财的违约都不能引发市场的波澜,大家真正的关注点还在正规军的债券市场上。实际上,中小企业私募债已出现不小比例的违约事件,但终究不是公募产品,规模又沧海一粟,因此无法对市场造成像样的冲击。上海超日成为历史上首只债券利息延迟兑付的违约者,但到了本金兑付的时候,一个强大机构联合体接手企业,轻松化解兑付危机,于是乎真正的信用违约出现的悬念留给2015。6000亿的城投债到期不太可能是个问题,倒是民营企业经济每况愈下之际能否撑得住以及各级政府能否继续强势救助,我们在2015给他们留个问号。

第五,牛市行情能否延续?

2014的长牛行情大出市场所有人预料,6月和9月机构有两次集中出逃又两次无奈杀回市场,借用一位大基金经理的话,“太认真,你就输了”。有统计表明,公募、私募和券商资管在2014年的收益分别历史性的达到18.2%、16.5%和8.6%,这个成绩注定属于过去,2015年的市场既然谁都说不清楚,那就交给时间来呈现吧。

第六,中国企业海外融资步伐是否将大幅放缓?

自2011年中国企业真正成规模的“走出去”融资以来,不管是人民币还是美元债券的发行都迭创新高。2014年,中国企业成为新兴市场国家(Emerging Market)上最大的举债群体,据汤森路透的统计,中国企业在2013年融资额高达1010亿美元,占全部新兴市场债券发行总量的近1/4。这个数额已基本相当于整个发改委企业债券市场年发行规模,而公司债券市场,其规模已不容小觑。单只平均发行规模45亿元人民币,说明发行人应是优质的发行主体才有能力获得这样规模的融资,因此也不得不引发类似IPO市场上的思考:我们怎样留住优质发行体?但随着美元利率的抬升,加之中国经济下滑引起的投资收缩从而融资减少,可以预见的是,2015年境外债券市场上中国企业的身影将不再那样活跃。

第七,央行将有怎样新型的调控手段?

有文章说2014年央行的主题是“花样放水”,用了诸如SLO和PSL等不少的新流动性调节工具,也运用了定向降准、非对称降息、调整存款统计口径等政策,从微观和宏观不同层面奋力布局。而市场未必买账,调侃之声此起彼伏从未间断,“堰坝”也成了红极一时的名词。新的一年到了,我们这个让人欢喜让人忧伤的“家长”将祭出怎样的管教手段,将又是一个猜想难题。其实市场所纠结的并非是好不好猜的问题,而是能否有一个相对透明的规则让大家去竞猜,让大家在清晰和既定的规则下,凭本事、凭运气吃饭,而不是生活在惶恐之中。

上海申银万国研究所首席分析师桂浩明:

金融创新将成 2015年投融资领域主格调



桂浩明

2015年投融资领域应该会出现两方面的变化:一是会出现更多的金融创新和金融脱媒,直接融资的比例会增大;二是整个投融资格局中,股权投资的比例会增大,更多的投资者会通过股权投资来实现自己的价值和收益。

本报记者 崔敏

2014年资本市场好戏连台:新三板集中挂牌,优先股试点启动,沪港通正式通车、股票发行注册制推进……利好效应不断累积,让业界对2015年寄予了更多的期望。

2015年证券市场将迎来哪些方面的发展契机? A股会出现什么样的趋势?对此,《中国企业报》记者采访了上海申银万国研究所首席分析师兼市场研究总监桂浩明。

《中国企业报》:2015年投融资领域在新常态下将出现哪些变化?

桂浩明:应该会出现两方面的变化:一是投融资领域会出现更多的金融创新和金融脱媒,直接融资的比例会增大,2015年这种现象会进一步加大和强化。过去不可能出现的众筹等各种模式也将会进入这个领域,整个2015年金融创新和金融脱媒将会在投融资领域发挥更大的作用;二是整个投融资格局中,股权投资的比例会增大,随着市场化和各方面的改革推进,更多的投资者会通过股权投资来

实现自己的价值和收益。

《中国企业报》:2015年证券业的发展预计会出现哪些方面的问题?

桂浩明:2015年证券行业可能会出现以下几方面的问题:一、从整个市场来看,投资者的投资热情和破涨与上市公司的业绩会存在一定的落差,必须通过不断提高估值来增加收益。与此同时,上市公司的业绩回报趋于平稳;二、严打违规、严格退市的制度出台后很多公司会出现退市现象,投资者过去的一些投资习惯、理念和投资技巧会不太适应,从而加大投资风险。

《中国企业报》:2015年证券市场又将迎来哪些方面的发展契机?

桂浩明:第一,注册制等一系列制度改革的推进,对市场从股票发行到投资价值的认定都会产生重大的变化,将进一步提高市场定价能力和水平,同时也有利于在制度层面保证价值投资进一步的实施。

第二,投资结构改变。随着沪港通和机构投资的进一步发展,市场对外开放,境内机构投资者进一步发展,投资机构化水平会越来越高,与国际市

场的接轨越来越深入。这对改变过去以中小投资者、个人散户为主的操作模式产生重大影响,市场在资金的结合与操作会上进一步趋于成熟。

第三,在金融工具上的改变。随着股票指数、期权等新的衍生金融工具的出现,市场的交易行为也会发生很大的改变,单边投资会被双边投资所取代,定价机制也会进一步趋于合理,同时也会有更多的工具来对抗市场风险,市场的可操作性和抗风险性会有明显增强。

《中国企业报》:证券法大改和股票发行注册制出台将给证券业带来哪些影响?股票发行注册制的实施能否解决新股发行“堰塞湖”和社会融资“两多两难”的问题?

桂浩明:我国现在实行股票发行核准制,目前来看证券法大改主要集中在核准制改为注册制上,如果注册制能确定,关键还要看注册制制度的设计以及什么时候实施。

第一,股票发行制度实施后主要是减少管制,加强监管。弱化过去行政管制,扩大事中事后的监管,这对提高发行市场化水平有很大的作用,对提高上市公司质量是有重大正面影响的。

第二,注册制改革会是一个渐进过程,不可能一夜之间大量的公司挂牌上市,市场上基本上能平稳对待。

股票发行注册制不大可能解决新股发行“堰塞湖”和社会融资缺口问题。这两个问题并不是通过一个制度改革能解决的,主要还是要通过多方面的努力和整个市场投资氛围的形成以及市场投资链决定。