

■ 财富圆桌

三度探底后A股还有哪些机会

□ 本报记者 叶涛

大盘三度探底后,市场将何去何从?近期两融、北上资金等均出现新变化,无论指数涨跌,场内交投始终清淡,这样的背景下,传统“金九银十”还值得期待吗?本期邀请平安信托投资副总监魏颖捷、南京证券研究所所长周旭、重庆诺鼎资产管理有限公司总经理曾宪钊共同探讨。

做多动能不足

中国证劵报:量能萎缩现象近期较为突出,无论指数反弹还是下杀,成交均十分清淡,这背后反映出怎样的投资心理和市场变化?

曾宪钊:A股成交低迷表明投资者对经济担忧的情绪及流动性宽松不足的现象。

在投资者对外贸担忧开始后,市场波动增大,由于新旧动能转换还需要一定的时间,经济结构性调整与去杠杆的叠加,使得信用溢价更为明显,行业的头部现象加重。考虑到中小企业承载了80%以上的就业,因此中小投资者面对的中小企业的状况与上市公司业绩出现背离,导致了投资者的认识偏差,加重中小投资者对宏观经济的谨慎心态。

同时,A股投资者结构仍以中小投资者为主,惯有的买涨不买跌的心态,也加剧了市场交易的清淡。

魏颖捷:三季度A股所处的内外部环境对于风险偏好是一个持续压制的过程,二季度“宽货币、紧信用”的组合有利于估值企稳但同时内生性盈利预期面临下修,对A股的正向驱动作用有限。

进入三季度后,市场对于经济下行预期升温,同时无风险利率在中美利差、政策向宽信用引导的背景下,边际改善拐点出现。加之下半年基建发力稳增长带动PPI企稳反弹、房租上涨提升未来通胀预期,短期滞涨担忧明显上行,“经济下行+通胀抬升+宽信用下利率中枢的反弹”并不利于A股。

从静态估值比较,主板和创业板均处于历史20%分位以下,但短期向上缺乏明显的催化劑。市场风格上,与去年不同,白马股盈利的确定性在股价中已经兑现,若进一步推高或面临业绩增速的证伪,其看跌期权价值已经较弱。而创业板等品种面临经济下行周期中的业绩不确定性等因素,虽然估值已经合理,但受制于流动性、股票质押等因素,大资金难以建仓。

周旭:近期市场量能萎缩现象比较明显,沪指成交额在千亿附近徘徊,交投氛围冷清,说明资金观望情绪较为浓厚。造成资金活跃度下降的主要原因在于,一方面,投资者对宏观经济的悲观预期并未改善,从高频数据来看,下游需求仍在降温,经济基本面的放缓抑制场外资金进场的意愿;另一方面,外部环境的不确定性就在,长期担忧压制风险偏好的回升,投资者主动做多动能不足。

但现阶段,政策面已开始出现微调,宽松货币政策推动年初处于高位的资金利率回落,积极财政政策有望在基建方面加码,以对冲风险,只是成效未显现之前,投资者操作较为谨慎,更多的是逢低布局,追高意愿不足。

■ 市场连线

□ 本报记者 王姣

近期人民币汇率双向波动加大,在岸即期汇率重回6.89附近,4月中旬以来下跌逾9%。短期内人民币是否有“破7”的压力?未来走势将如何演绎?人民币波动加大对大类资产有什么影响?对此,分析指出,银行板块无论是基本面面向好趋势,还是板块整体估值,都已具备中长期投资价值。而短期看,在市场情绪修复初期,银行板块将成为底部支撑的重要力量。

张瑜:本次汇率贬值和以往人民币贬值有4点不同之处:第一,即期贬值但远期贴水,掉期点明显为负,贬值预期并没有明显走强,汇率衍生品市场早有应对,并未任由贬值预期滋生;第二,

筑底时间或拉长

中国证劵报:两融资金、北上资金、市场大单资金近期操作均较为谨慎,这对后市运行带来哪些影响?

曾宪钊:上半年,虽然A股波动较大,但部分周期性行业、医药、消费类个股业绩和估值有优势,仍取得不错收益,在结构性机会比较明显的情况下,行业机会仍能形成板块效应,并驱动活跃的资金介入。

近期交易清淡使得流动性溢价产生,市场冲击成本提升。同时,板块效应递减,市场参与难度增加,交易热度形成了负反馈效应,这部分相对灵活的资金对市场参与热情自然递减。市场的变革动力,还需政策的支持和结构化的资金松动对企业的资本投入形成效应。

魏颖捷:二季度以来美元指数快速上行对全球风险偏好都形成压制,除了美股高位震荡以外,新兴市场呈现股债双杀,这种逻辑下境外资金很难持续提升权益资产的配置。

两融资金一直是顺周期的产物,往往与股指同步,在上半年大盘股和小盘股满盘皆墨的背景下,盈利效益的缺失制约了杠杆需求。而活跃的北上资金一则受制于全球配置的风险偏好下行,二则其重点配置的价值型白马经过2017年的涨幅,估值并未明显低估,配置价值有所下降。

北上资金和QFII以价值投资居多,其对股指有一定的预判性,如2005年、2013年等市场低位均出现QFII增持。后市而言,若沪港通能够持续保持净北上,QFII维持净买入,则是一个值得留意的信号。

周旭:两融资金、北上资金、市场大单资金近期操作较为谨慎,说明大资金观望情绪较为浓厚,经过年初以来的连续下跌调整,市场活跃度大幅下降,散户要么深套要么离开股市。

目前市场行情主要由机构投资者主导,由于宏观基本面临较大的压力,推动经济三驾马车都面临困境,经济转型路程漫漫,前期在医药消费板块抱团取暖的机构投资者,受突发事件以及6、7月份消费数据低于预期影响,开始分化,市场热点进一步萎缩,机构投资者主动做多动能更显不足,直接导致沪深两市的成交量不断走低,沪市在本周三交易量更低于千亿水平。虽然持续低迷的交易量表明做空动能衰竭,但结合当前基本面情况,A股欲就此反转的可能性亦不大,市场交投低迷或将持续一段时间,筑底的时间可能拉长。

关注结构性机会

中国证劵报:即将进入9月,今年“金九银



平安信托投资副总监
魏颖捷

南京证券研究所所长
周旭

重庆诺鼎资产管理有限公司
总经理 曾宪钊

十”值得期待吗?投资方向上有哪些建议?

曾宪钊:市场中长期的表现仍需要关注新旧动能的转换确认,在外部因素对内制约后,产业引导政策正等待出现新的调整,同时,地方政府端的负债和股权质押的解质押压力并没有完全消除,因此,不排除市场还会有波动。但由于市场估值已进入历史底部区域,之前部分被错杀同时估值相对偏低的公司,已达到绝对估值的低位,这些机会有利于结构性机会的产生,“金九银十”的机会来大概率源于这些公司。

魏颖捷:时间对于A股是最有利的因素,估值虽然并不意味着底部的确认,但随着不确定因素的落地,“金九银十”的概率仍不小。

目前A股最可能的催化劑是财政和货币向宽信用的传导,一旦基本面边际改善的拐点产生,中期反弹开启的概率大。配置上,建议遵循基建等投资产业链+科技产业链的维度。下半年开始地方债发行量每月将超过7000亿元,加之投资增速已经回落到5年内低点,三、四季度基建等投资产业链重新发力是大概率事件,相关产业链上的龙头企业,如建筑、工程机械等有利空出尽的机会。

另一方面,科技作为未来的制高点,战略层面的重要性和各项扶持政策能对经济周期带

来的波动,具有技术积累的技术型公司未来成为新白马的概率较大,沿着产业链可以寻找专用芯片、专业软件、汽车电子等细分行业的领跑者。

周旭:展望后市,2月份以来持续下跌,固然受到内外各种因素困扰所致,而且有些影响不是短期能够消失的,但A股股价已相当部分消化这些利空因素,主要指数估值水平处于历史偏低区域,与境外主要资本市场相比具有比较优势。另外,技术面也呈现企稳止跌的现象。

北上资金持续流入A股也反映出部分机构资金开始进行右侧布局,后续伴随外贸环境短期明朗化及政策面在支持实体经济方面的力度提升,今年“金九银十”可改变2月以来跌势,系统性风险减弱,出现一些结构性的机会。

投资方向上投资者应该以业绩为主要考量因素,同时政策面的催化机会也值得关注,金融、消费等蓝筹股业绩确定性仍较高,同时部分品种的估值水平经过下跌调整目前也处于偏低水平,适合投资者作为底仓配置。另外,中国经济转型大势所趋,未来经济增长必然是依靠消费和科技拉动,看好科技类成长股的前景,投资者可抓住波段性机会,博其弹性。

华创证券宏观经济研究主管张瑜:人民币短期“破7”概率较低

汇率市场基本面并未看到恶化迹象,结售汇逆差并未明显走阔,中央银行外汇占款仍在增加,代表企业汇率预期的出口结售汇与进口售汇率并未大幅走阔、外汇储备平稳;第三,2016年美元冲高幅度和动能明显强于本轮(当时美元指数一度高达103),对于美国经济拐点的预期还基本没有,当时更多的探讨在于特朗普上台后美国里根式强美元和经济复苏的可能性,本轮美元是小反弹非反转,美国期限溢价已经窄至20BP左右,表明金融市场对于美股和美国经济的悲观预期已经逐步提升,本轮美国复苏拐点只会迟到不会缺席,目前拐点担忧是国际市场主要的预期方向;第四,本轮贬值的国内宏观经济基本面不同,外需拖累明显,今年国内宏观在6-7月明确政策底,进入了经济下行压力较大的拐点点。

中国证劵报:谈谈人民币面临的“近忧”和“远虑”,又有哪些因素支撑汇率企稳?

张瑜:我们认为人民币短期之压确定存在,

称为“近忧”,但人民币本轮贬值其实包括性质不同的两部分(合理贬值6%左右,市场惯性贬值仅3%左右),考虑到政策纠偏转向+经济下行压力显现的特殊时点,在经济向下寻底的过程中,为避免风险资产波动共振,央行维稳汇率意愿将逐渐增强,同时后续政策调控工具箱充分,因此短时间内破7概率依然较低。

人民币长期之压有基本面变化的苗头,称为“远虑”,市场需关注经常账户逆差的持续性和深远影响(利空长期汇率)、美国本轮复苏的拐点时间(利好汇率)、国内有效信用扩张的时点(利好汇率)、贸易影响是否扩围到金融领域(外压升值),本质是多空因素的一轮赛跑,有一定不确定性。

中国证劵报:未来人民币走势将如何演绎?对大类资产有什么影响?

张瑜:人民币短期破7概率较低。7是一个关键点,央行保7意愿较强。因为过去十年汇率都没有跌破过这个位置,7之后的汇率交易是无

人区,无论即期市场还是衍生品市场都并未有过足够的量价交易基准,那就意味着对于所有交易员而言,汇率交易没有任何基于历史的压力位和支撑位的参考坐标系,破7之后再次形成交易图谱的过程本身就是波动率,也就是风险。这也是为什么短期内维稳汇率意愿较强,经济向下寻底的过程如果和汇率在无人区中的再定价形成共振,将造成一定程度的风险资产价格的共振。因此在境内风险资产尚未稳定、破7的心理担忧仍高的背景下,破7概率较低。

对资本市场来说,前期受新兴市场上行、贸易形势、人民币汇率贬值以及走弱的国内宏观数据影响,市场避险情绪较强。随着人民币贬值至7的概率下降,汇率端担忧会适度缓解,但考虑到本轮逆周期宏观调控效果还需要一定时间落地,叠加市场对贸易形势影响认知还未定价完全,经济底尚不够清晰,短期内资本市场压力仍然较大。

盈利中枢仍望上移 银行股显中长期配置价值

□ 本报实习记者 牛仲逸

24日,银行板块放量上涨,位居申万一级行业涨幅排行首位。板块内,平安银行上涨7.16%、成都银行一度涨停后回落至7.02%,此外,常熟银行、华夏银行、吴江银行等个股涨幅也较为显著。

对此,分析指出,银行板块无论是基本面面向好趋势,还是板块整体估值,都已具备中长期投资价值。而短期看,在市场情绪修复初期,银行板块将成为底部支撑的重要力量。

上半年业绩表现平稳

日前,银保监会发布2018年二季度商业银行主要监管指标数据。2018年上半年,商业银行净利润1037亿,同比增长637%,增速较一季度加快0.51个百分点;其中,二季度实现净利润1002亿,同比增长692%。业内人士指出,二季度盈利提速,归功于规模增速回升及息差扩张,而拨备计提力度仍较大。

股份行与农商行规模增速明显回升,带动行业整体规模增速小幅回升。2018年上半年,商业银行总资产同比增长6.76%,增速较一季度加快0.13个百分点。国有大行、股份行、城商行总资产规模增速分别为5.77%、4.47%、8.74%,较一季度分别下降0.41个百分点和提升1.49、0.80个百分点。

息差环比扩张;中小行受益市场利率下行,回升幅度更为显著。2018年二季度,商业银行净息差为2.12%,较一季度、去年同期分别上升4、7bp(一季度环比、较去年同期分别下降2bp、上升5bp)。国有大行、股份行、城商行、农商行净息差较一季度分别上升1、5、4、5bp。

资产质量稳中向好,小银行压力相对较大。2018年上半年末,商业银行不良率1.86%,环比上升11bp;不良贷款余额环比增加1829亿,源于监管要求将逾期90天以上贷款列入不良。长江证券分析师表示,不良确认较宽松的农商行及部分城商行受影响较大;资产质量夯实的国有行以及相

对较优的股份行不良率继续下降。关注类贷款双降则反映商业银行资产质量继续稳中向好。

绝对收益具有确定性

银行板块自7月3日阶段触底以来,不同于大盘弱势震荡走势,其保持着良好的上行趋势,那么支撑银行板块上涨的因素有哪些?又该如何配置?中银国际表示,下半年以来监管频频释放积极信号,在政策微调、表内信贷额度放宽的背景下,宽货币向宽信用的传导路径逐渐清晰,预计表内外融资改善将推动社融增速企稳,缓和实体经济下行压力,地方平台等信用主体出现流动性风险可能性有限。对银行及信托而言,信用风险大幅抬升的压力明显降低。目前银行板块估值对应2018年0.83倍PB,行业估值隐含不良率接近12%,反映市场对于银行资产质量的悲观预期较为充分,短期体现防御配置价值。从中长期来看,行业基本面整体稳健,ROE依然能够维持在12%

-13%区间,绝对收益确定性较强。

广发证券表示,监管协同强化,行业资产扩张(特别是中小银行)放缓。鉴于2018年不良反弹延续趋缓态势,部分银行息差有望改善,基本面企稳回升;当前板块估值处于合理偏低区间,低估值高分红催生行业配置价值,维持对银行板块的“买入”评级。推荐同业负债(含NCD)占比高、高ROE低估值品种。

长江证券表示,二季度行业已呈现“量价齐升、资产质量稳中向好、盈利逐步提速”的趋势。下半年随着积极财政政策助力,货币政策传导机制有望得以打通,银行信用投放力度有望加大,宏观经济或将逐步进入稳中向好的正向循环。一方面,对银行收入端将起到“量价齐升”的正面贡献;另一方面,对成本端的资产质量继续向好将起到积极帮助,银行盈利中枢有望稳步上移,当前银行板块估值仍处于历史相对低位,具备较高的中长期配置价值。

■ 瞭望塔

央行二度开展MLF操作为哪般

□ 本报记者 张勤峰

8月24日,央行逆回购操作的信息迟迟未见披露,根据以往经验,央行多半是要开展中期借贷便利(MLF)等其他操作。这个猜测随后得到证实。央行公告披露,当天开展了MLF操作1490亿元,无逆回购操作。

此举令市场略感意外。一则是本月央行第2次开展MLF操作,而本月唯一一笔到期MLF已经完成了续做。8月15日,央行开展了3830亿元1年期MLF操作,在完成对当天到期的3365亿元MLF之后,投放了增量中期流动性465亿元。公开数据显示,8月份只有这1笔MLF到期。

二则是,当前市场资金面比较宽松。临近月末,随着财政逐步支出,市场资金面要好于上一周,机构拆借资金的难度下降,货币市场利率纷纷回落。从8月22日开始,央行就暂停了逆回购操作。央行称,财政支出可对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响。

8月23日,央行未开展公开市场操作,400亿元央行逆回购到期,造成了8月3日以来的首次公开市场操作净回笼,但当天资金面全天宽松。24日有900亿元央行逆回购到期。考虑到资金面仍较为宽松,财政支出逐步增多,此前市场机构多预计月底前央行不会再实施资金投放操作。

在既无MLF到期,资金面又较为宽松的情况下,央行为何要再次开展MLF操作?当天央行公开市场业务交易公告透露了玄机。

24日,央行公告称,为对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响,加强货币政策与财政政策的协调配合,维护银行体系流动性合理充裕,8月24日开展中期借贷便利(MLF)操作1490亿元,无逆回购操作。

在陈述操作理由的部分,“加强货币政策与财政政策的协调配合”这一句话,是之前的交易公告所没有的。

面对外部风险明显加大的形势,当前我国宏观经济政策取向已有所变化。7月23日,国务院常务会议提出,积极财政政策要更加积极。并指出,加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度,在推动在建基础设施项目上早见成效。积极财政政策在何处积极,不言而喻。

7月以来,地方债发行开始放量,当月发行额超过了7500亿元。8月14日,财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》(财库[2018]72号文),明确要求加快地方政府专项债券发行和使用进度,并做了相应的部署。这一背景下,市场参与者预计,8-10月份将继续处于地方债发行高峰期,单月发行量甚至可能出现超过1万亿元的情况。

从以往来看,地方债集中发行,离不开相对宽松的流动性环境的支持。一是地方债集中发行缴款,或增加财政库款,形成基础货币回笼效应,对货币市场产生一定的扰动。二是地方债大量发行,会占用机构投资额度,形成对其他投资品如国债、政策性金融债的挤出,推高债券市场利率。为了平抑市场利率波动,也为保障地方债顺利发行,需要央行货币政策给予一定的配合,营造合理充裕的流动性环境。这或许就是央行再次开展MLF操作的动机所在。

往后看,预计央行仍将通过灵活开展逆回购、MLF等操作,营造合理充裕的流动性环境,资金面继续保持宽松具有确定性。不过,从8月央行MLF操作量来看,央行资金投放行为仍是比较克制的,后续流动性可能难以重现类似7月上旬、8月上旬极度充裕的局面。

方正中期为突泉县玉米种植户保驾护航

□ 本报记者 马爽

近日,方正中期期货有限公司联合中国大地财产保险股份有限公司旗下北京分公司、内蒙古分公司开展的玉米“农民收入保障计划”试点项目已顺利完成保险出单,成功落地内蒙古兴安盟突泉县。

该项目通过“保险+期货”的方式为内蒙古自治区玉米种植户提供现货保价服务,帮助农户避免价格不利波动带来的影响,贴近农户切实需求,促进农户稳定生产、加快脱贫致富,达到保障农户收益的目的。该项目参照大商所玉米C1811合约,采用阶梯式的赔付结构,利用惠及农户自由选择行权时机的亚美式看跌期权,保障玉米价格1793元/吨,覆盖内蒙古自治区兴安盟突泉县玉米种植面积13余万亩,玉米规模总量达5万吨,惠及建档立卡贫困户12188户。

今年5月,方正中期期货与内蒙古自治区兴安盟突泉县人民政府正式签署了结对帮扶协议,突泉县成为方正中期期货签约的第三个国家级贫困县。根据突泉县实际情况与需求,方正中期期货运用“保险+期货”模式在突泉县开展专业帮扶,引入金融工具支持精准扶贫。此次在突泉县开展的“保险+期货”帮扶,正式开启了双方在金融专业扶贫方面的合作。

至此,方正中期期货在大连商品交易所备案的四个试点项目均已完成保险出单。未来,方正中期期货将继续充分发挥期货市场发现和风险管理功能,结合期货及衍生品特性,利用金融专业知识和能力服务三农,助力贫困地区脱贫攻坚。