

■ 多空论剑

外资加速流入 A股十月行情可期

□本报记者 吴玉华

9月份,市场出现探底回升走势,反弹的背后是积极因素的不断积累。即将到来的十月是否值得期待?本期特邀请兴业证券策略分析师王德伦,招商证券首席策略分析师张夏和华创证券首席策略分析师王君进行分析。

积极因素不断积累

中国证券报:9月份A股出现探底回升走势,市场存在哪些积极因素支撑反弹?

张夏:第一,政策逐渐转暖,进入九月份后,政府对于消费、科技等领域的政策逐步增多,包括研发支出抵扣比例提高、个人所得税改革等措施均相继落地。预计未来还会有更多的政策利好。

第二,外资流入不断增加。伴随着MSCI正式纳入A股, 外资配置A股的比重不断提高。MSCI指数建议自2019年开始将A股大盘指数权重因子提升至20%, 富时罗素宣布将A股纳入, 如此一来不仅有更多长线增量资金流入A股,也将会继续提高A股在全球的关注度。

第三,A股自身业绩相对稳定,估值处在历史最低区间。

王德伦: 可以分国内和国外两个维度分析当前A股市场存在的积极因素。

从国内来看存在政策趋暖和估值低优势两方面积极因素。一方面是政策渐渐趋暖,后续还存在改革开放40周年带来的新一轮政策改革预期;另一方面,A股估值低优势凸显,目前全部A股市盈率13.81倍,明显低于其2000年以来的历史均值24.7倍,市净率为1.64倍,明显低于其2000年以来的历史均值2.95倍。

外部也存积极因素,外资持续流入A股。随着A股纳入全球资金配置的重要参考指数,增量海外资金加入A股市场可期。

王君:10月份A股市场阶段性企稳可以期待。一方面,在“稳杠杆、再平衡”的政策基调下,当前处于库存周期下行过程中的缓和期。这一阶段的特征是需求和流动性边际改善, 价格剪刀差回落放缓,信用利差缺口开始收窄,人民币汇率波动性降低。另一方面,前期影响市场的利空因素逐步衰竭。不确定因素仍在,但风险在降低,对市场的影响在减弱。美联储加息与美元指数的相关性在走弱, 国内央行的货币政策空间在打开。最后,也是最重要的,决定本轮市场反弹成色的核心因素是增量资金入市。既包括进一步金融开放:MSCI扩容, 富时罗素纳入A股,沪伦通等带来的外资增量资金;也包括国内机构加仓等季节性效应。利空的衰竭与利好的累积指向10月A股市场“赚钱效应”不减,是年内非常好的反弹窗口。

外资持续流入改变投资逻辑

中国证券报: 外资的流入将在哪些方面影响市场?

王德伦:外资的流入将在短期和长期两个方面影响A股市场上。短期影响体现在改善市场情绪和市場流动性上。2018年以来A股市场在内部去杠杆,外部因素扰动下表现低迷,但是外资在全球资产配置驱动下持续看好A股市场,资金持续流入A股,这直接改善市场情绪,提升市场风险偏好,而且在市场交易规模逐渐萎缩的环境下成

聚丙烯期货 供应压力逐渐回升

□中信期货 胡佳鹏

进入9月以来,PP拉丝现货价格持续上行,已创下年内新高,但期货走势却较为踌躇,止步于8月中旬时10300的高点,令基差在短期内迅速上升至500元/吨的高位。回溯历史,上一次出现如此高基差的主力合约还是PP1701。

出现这一现象的主要原因是装置意外停车较多,包括福基、福炼、扬子、中天合创在内的多套装置先后进行了计划外检修,令PP供应回升不断较预期推迟,与此同时,下游需求却因工业活动进入“金九银十”的旺季持续趋暖,供需在时间上的错配推升现货价格持续走强。

期现同源,如果说现货走强是由于供应回升滞后于需求的话,期货的背离也是市场担心相同的情况会换位再发生一次,毕竟这些都是短期检修,供应回升继续推迟的概率不高,而需求还有多少边际向上的空间存疑。除此之外,进口到港增多的预期也增加了期货的压力,由于韩国、越南与马来西亚三套新装置在7-8月的集中投产,东亚地区的潜在出口能力短期内有一定提升,国内现货价格的持续走高恰好触发了这一预期。从这些角度来看,期货的深度贴水并不算不合理。

不过从整个四季度来看,由于新增产能并不多,即便投产时间点也会相对靠后(恒力与久泰预期都将在11月以后,且均有较高的不确定性),以及不少装置还有检修计划,PP供应压力不算很高;而下游方面尽管汽车消费较为乏力,地产建安依然有望对工业生产有较强的拉动,同时日用品消费大概率也会维持稳中有升,总体需求并不悲观。因此,预计四季度PP供需仍会相对平衡。

综上所述,PP期货目前的贴水对后市的利空预期已较为充分, 实际供需强于预期的概率不低, 因此在节前或节后装置集中重启的压力释放后, 可考虑阶段性偏多思路对待。



兴业证券策略分析师 王德伦

为改善市场流动性的重要积极因素。长期影响则体现在三个方面。首先,直接促进A股国际化进程。目前海外资金在A股的持股占比已经接近了公募基金,成为了A股的新力量,极大促进了中国与全球资本市场的融合;其次,推动A股市场投资结构从“机构-散户”发展到“内部机构-海外机构-散户”的变化。提高市场机构化程度,促进市场博弈格局转变,交易风格从机构和散户之间的博弈逐渐转向机构和机构之间的博弈;最后,在市场化监管理念下,外资的不断流入会激励监管层推出更完善、更成熟的监管制度。

投资者可以从外资投向上借鉴长线投资价值投资理念,投资高性价比优质核心资产的布局策略。外资往往基于价值投资理念投资新兴市场核心资产来获取长期超额收益,外资投资台积电就是一个十分经典的案例。因此中国投资者应该学习外资基于“放长线”的价值投资理念,投资高性价比核心资产的布局策略来“钓大鱼”,把握中国核心资产带来的长期投资回报。

张夏:外资持续流入,对市场的影响主要体现在以下几个方面:第一,A股成功入富,将给A股继续带来近千亿增量资金, 为市场提供流动性支持;第二,外资大规模流入有利于提振低迷的市场情绪,助力A股市场反弹;第三,外资重仓的金融、消费行业及各行业龙头有望继续受益,随着外资流入规模扩大,这些优质龙头的筹码会不断向外资集中;第四,从长期来看,外资将改善A股的投资结构, 带动价值投资回归并有利于降低市场波动率。目前A股投资者仍以散户和一般法人为主的格局, 外资持A股比例在近年持续提升, 截至2018年6月末,境外机构和个人持股规模达1.28万亿元,占同期A股流通股市值的比例高达3.18%, 长期机构投资者的队伍得到壮大。同时外资作为价值投资者,其持股相对稳定,有助于降低市场波动率。

对投资者而言,可以参考外资的“精选龙头,兼顾价值与成长”策略,着重配置行业龙头。

王君:入富的意义与入摩类似,外资涌入已成为A股市场边际上的重要投资者, 影响力持续提升,促使A股市场波动率、换手率得到一定收敛,国际联动性也在加强。

从行业配置来看, 外资投资者整体风格上趋同,青睐低估值且具备成长性的蓝筹股,关注



招商证券首席策略分析师 张夏

基本面和中长期的发展。今年以来,北上资金重点布局仍在以医药生物、家用电器为代表的大消费龙头,因此,即使是备受外资青睐的消费板块,也需要根据利润良莠进行区分。

随着外资的进入,A股的投资逻辑开始出现转变, 由以往题材炒作转向了重业绩看发展,深度挖掘上市公司基本面,这也将是未来A股长期发展的方向。

十月行情可期

中国证券报:十月行情是否值得期待?

王君:就10月份而言,政策托底、信贷环境修复、企业盈利阶段性企稳,龙头企业的资金压力得到舒缓, 这些积极因素的累积效应有利于市场指数估值修复。从资金博弈的角度看,四季度A股市场存在明显的加仓和反转效应。行业配置方面, 稳健与成长平衡的配置思路应当坚守, 关注波动率与预期收益率之间的匹配建议关注受益于政策对冲,估值较低的周期行业, 银行、钢铁、建筑建材性价比高;另一方面,建议关注ROE增长更具稳定性的计算机和核心军品行业。从风格因子的角度看,7月以来的市场变化仍会主导10月行情。价值、低估值、高贝塔、大市值因子优势延续。从专题研究角度出发,在财政发力预期之下, 制造业增值税结构性减税预期以及基建产业链潜在机会最大; 中长期在政策转向科技立国, 核心技术自主可控龙头在改革开放40周年关口或将迎来从大基金到结构性税收优惠在内的诸多措施的支持, 以自主可控为代表的科技成长板块材料将是秋季反弹过程之中弹性最大的领域。

张夏:10月份市场有望延续反弹趋势。风险阶段性落地,政策逐渐转暖,外部风险落地,风险偏好边际改善。

主要的思路有两个,首选大众消费龙头。配置理由在于五点:

第一,精准扶贫力度加大,个税方案改革落地。我们测算国开行及农发行今年精准扶贫贷款较去年有望增加5000亿元, 个税改革方案对工薪阶层减税近2000亿, 个税改革中附加抵扣落地后, 个税改革减税幅度有望更大。以上方案利好大众品消费。

第二,消费结构变化而非减少消费,此前我



华创证券首席策略分析师 王君

们看到社会零售商品增速回落明显, 但是根据数据拆分,汽车、家居、装潢等与地产产业链相关消费对消费拖累较大。今年以来,食品饮料、化妆品、金银珠宝、日用品、医药、纺织服务、旅游等消费同比继续回升。

第三,盈利能力继续改善。大众品上市公司公司整体毛利率提升,ROE不同程度提升。

第四,机构抱团基本终结,过去两个月机构持续减仓大众消费,被动配置外资大举加仓,持仓结构优化。

第五,估值水平回落至合理区间。

次选科技龙头,配置理由在于:科技板块年内盈利能力承压,但是2019年开始,伴随着5G建设提速,云计算快速发展、国产化提速,政府支持力度加大、 明年开始科技板块内生增长有望迎来三年上行周期。并购下行接近尾声,政策重新开始支持兼并重组, 有望开启三年并购上行周期。

王德伦: 除政策趋暖和估值低优势两个方面积极因素之外, 十月份开始的A股 “爱在深秋”日历效应也是值得期待的。根据兴业证券策略组历史统计数据来看,从2003年到2017年15年内“十一”前两周、“十一”后两周和“十一”后一个月这三个时间段分别获得正收益的年份占比分别是47%、60%和67%,收益率中位数分别是-0.14%、2.02%和1.93%。因此从当前A股市场来看有反弹机会, 在一波三折的2018年权益市场中,投资者应当降低预期收益率,有反弹尽早参与,避免成为最后的买单者,国庆节是布局调仓的较好时点。

概括来讲投资布局思路是关注反弹的同时保持谨慎态度。具体来看,站在当前时间点,短期布局三季度末的反击下半场正当时。随着政策底部、估值底部逐步清晰,投资者应该趁着风险偏好阶段性至极泰来,布局“反击”下半场,主要关注两个维度:第一,“科技基建”以计算机(自主可控、云计算等龙头)、通信(5G)、军工(航空航天)、半导体产业链等过去核心技术能力建设的短板方向;第二,关注低估值的核心资产。但是考虑到近期市场已经出现较明显反弹,且由于内部全部A股盈利底部未到, 外部扰动因素仍存,新兴市场的汇率冲击尚未结束,市场风险偏好随时恶化,因而投资者应当保持谨慎态度。

郑商所调整优化棉花和苹果交割仓库

□本报记者 王朱莹

9月28日,郑州商品交易所(以下简称郑商所)发布公告称,对新疆地区棉花交割仓库进行调整,暂停一家交割仓库的入库业务,同时在新疆奎屯市增设两家棉花交割仓库。同日,郑商所发布公告称,对《郑州商品交易所期货交易细则》(以下简称《交易细则》)进行了修订,修订后的《交易细则》自2018年10月8日起施行。

调整新疆棉花交割仓库

此次对新疆棉花交割仓库调整,是郑商所响应市场发展需求,进一步提升期货市场服务新疆产业发展的具体举措。通过调整,新疆棉花交割仓库布局得到进一步完善,结构更加合理,交割总库容得到进一步提高。

此外, 郑商所发布公告在甘肃天水市增设两家苹果交割仓库,并同时开展车船板交割业务。天

水市是苹果优质产区并且总体储存条件较好,而就红富士产量来看,主要分布在秦安、武山、甘谷三县,占全市红富士产量近90%。此次在天水市增设苹果交割仓库,填补了天水市的交割仓库空白,进一步扩大了苹果期货交割区域,增加了交割货源,能够最大程度上带动合作社及当地苹果产业客户认识和理解苹果期货,加速期现结合的进程。

下一步工作中,郑商所将继续根据市场情况对交割仓库进行调整优化,更好地服务实体经济需求。

修订《交易细则》

同日,郑商所发布公告对《交易细则》进行修订。郑商所现行的《交易细则》为2014年修订后施行的。当前,期货市场持续发展,新品种、新工具等创新业务不断取得突破, 对外开放呈现新局面,这些新内容应在《郑州商品交易所章程》(以下简称《章程》)、《郑州商品交易所交易规则》(以下简称《交易规则》)中体现,

在《交易细则》中细化和充实。《章程》和《交易规则》已于2017年5月修订,经郑商所会员大会审议通过并实施,现阶段修订《交易细则》是适应市场发展必然要求。

郑商所相关负责人介绍, 新的交易细则主要做了四方面修订:一是按照与《交易规则》、交易所业务实际保持一致的原则,删除“场内交易席位”、“出市代表管理”相关规定,增加“应急交易场所”有关规定;二是按照与《交易规则》有效衔接原则,增加撮合成交具体确定方式;三是按照顺应新业务发展的原则,增加与“特定品种对外开放”相关内容;四是简化开户流程相关表述。

据介绍,本次修订一方面实现了与新《章程》和《交易规则》的有效衔接,使章程规则修订的一些内容在《交易细则》中得以细化和充实,并与现行业务实际情况保持一致;另一方面,紧密结合市场相关业务规则,为对外开放等创新业务的发展预留了空间,同时对期货市场参与者不会产生任何负面影响。

甲醇库存矛盾减弱 短期偏强震荡

格偏强运行,甲醇外盘年内长期倒挂,9月份来倒挂缩小。存量装置方面,伊朗330万吨ZPC八月底一套装置停车现已重启,目前整条开工七八成左右;印尼66万吨KMI下个月有停车计划;93万吨OCI目前开工已恢复稳定;特立尼达Methanex本月初停车;Tomsk本月中有计划检修; 马来Petronas二号170万吨装置计划10月上旬重启。新增装置方面, 伊朗Marjan165万吨9月下旬产品或开始外运, 以及OCI Natgasolin 175万吨后期逐渐开拓亚洲市场。外盘当前供给较前期稳中有升,而后期计划内新增检修和复产体量相当,加之近期新投放产能的冲击,后期进口量有进一步增多预期。

需求方面,传统下游甲醛、二甲醚、MTBE和醋酸上周开工率分别为30.64%、18.61%、59.80%和87.62%,除醋酸开工好于去年同期以外,其余表现一般。醋酸因近些年新增投产不多, 利润较好,9月份来华东地区利润稳定在1000元/吨以上,而甲醛、二甲醚等利润基本在盈亏平衡点附近

■ 投资非常道

股市生态论

□金学伟

2018年的股市极像2013年,这是很多市场人士的共识。我想或许是。

从时间序列看,2008年1664点到2013年1849点,历时5年。从2013年1849点到今年,也是5年。这个时间序列上的对称, 为2018年极像2013年提供了相当有利的佐证。

从市场的波动方式和个股情况看, 今年的股市也和2013年有某些相似之处。比方说,大盘走势的碎片化,个股表现的脉冲性。

但世上没有一片完全相同的树叶, 人不能踏入同一条河。这5年,市场内外环境的变化也蛮多的。首先是宏观经济的周期发生了变化,保增长的难度比5年前更大。市场对宏观经济的预期也出现了重大转变:5年前, 虽然市场对宏观经济的形势也不乐观, 但对复苏的预期和期盼却始终存在,若隐若现,不绝如缕,因此形势稍有好转便积极响应。今天, 市场关注的重点已变成经济方面的压力极限在哪里。

更重要的是,这几年,宏观产出在扣除宏观投入后,已由正数转为负数,由此带来的问题:一是企业赔钱越来越难;二是靠投资增长来支撑经济增长似乎越来越难以为继 很多人对中国经济对投资的依赖性颇有微词。其实,一个发展中国家,投资增长对经济增长具有绝对的重要性,所谓拉美化、中等收入陷阱,其根本原因也都在对消费以及福利的过于重视, 而对投资的忽视);三是社会总产出在支撑投资之余,不再有多出的 结余部分”、”溢出部分”来支持股市。

政策层面上,5年前, 人们还没从加杠杆中醒悟过来,当实体经济不行的时候,还期望通过给股市加杠杆来激励市场, 解决实体经济的一些问题。但2015年的市场下跌表明,实体经济永远是一国经济的柱石,实体经济不行,靠给虚拟经济加杠杆来解决问题,只能带来更多问题。因此,今日的股市,别说有没有这个余力,即使有,恐怕在相当时间内, 都不会再动股市加杠杆的念头了。犹如房子是拿来住的,不是炒的。3年前的股市下跌让人更明白各个市场各归各位的重要性,是承担什么功能的,就是承担什么功能。因此,股市在很长时间内,都只是个股市,不会被拿来做政策工具。这应该是一种进步。

如果说, 宏观大环境都具有不以人的意志为转移的特性,由不得我们。

股市是个 CAS”——复杂适应系统。聚集、非线性、流、多样性,是复杂适应系统的四大特性。

聚集,单个主体聚集成一个更大主体,无数个不同的主体聚集成一个系统,诸如店多成市、人多成群等。

非线性, 各主体互相适应产生的结果、演化,具有不可预测性,不是主观的善良愿望都能引导的。

流, 最能体现这个特性的是经济学上的乘数效应和再循环效应。流,对任何CAS系统都具有至关重要的作用。热带雨林地区,土地都很贫瘠,它的繁盛全赖于 流”。通过永无止境的再循环,使雨林中的每一点资源在被雨水冲进河流之前,就已被利用了无数次,并从某一个主体开始,产生出不简单的乘数效应。

多样性,这种无数次的再循环,全赖物种的多样性。在热带雨林中,一棵树就可以聚集起1万个不同的昆虫,每一种生物、植物、都占据着不同的生态位, 使得资源可以尽其用而无一短缺,可以无休止地再循环。如果某一个生态位有了空缺, 就会由物种通过自适应演化去填补这个空缺, 保障了热带雨林的生生不息的繁茂的生命力。一旦多样性被破坏了,这样的生命过程也就开始走向衰退,最终,雨林退化成荒漠。

那么股市呢? 其实也一样,首先,主体的多样性以及主体行为的多样化,是保持其生生不息的”流”的前提。多样性消失了,股市的 流”也就中止了。因此,投资的行为应该被鼓励,但投机、炒作也不应该成为被打击对象。对股价操纵行为的监管也是如此,首先得有明确、合理的界定。其次, 穿透式前置监管”必须让位于交易事后结果来界定的事实监管,因为同样的行为行为比如反复撤单、大单买入卖出等,有可能是股价操纵行为的一部分,但这占比极少,更大多数的只是一种正常交易行为,事先根本无法判别它是正常的交易行为,还是股价操纵行为。对事先无法判别的行为做联想式的有罪推定监管, 这本身是荒谬的,也不符合法治精神和理念。

地震学上有震级和烈度2个概念。前者反映的是震源释放出的能量级别, 后者反映的是它造成的破坏程度。近10年来,沪深股市经历了2轮大级别调整,其中6124点的震级大,但烈度相对较小。5178点的调整,震级远小于6124点,但烈度却远超过6124点。由此带来的重建任务其实非常繁重, 重建的关键就在恢复股市的生态系统,让股市能够靠自身的力量流起来。而过度的市场纯净运动会严重地破坏多样性, 显然是不利于股市生态系统的恢复重建的。

中国经济有很大的回旋余地和韧性, 这是2013年市场最悲观的时候我说的。今天,这句话同样有效。股市调整到今天, 用宏观经济来解释,应该说也已进入了合理状态。重要的已是股市本身的生态环境能否得到改善。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年9月28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	1.1484		11,484,235,353.47	

注:1.本表所列9月28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。