

■ 财富圆桌

沪指周跌7.6% 后市将如何演绎

□本报记者 吴玉华

本周A股市场大幅回调,沪指跌破2638点。沪指周累计跌幅达7.6%,北上资金连续四个交易日净流出。

下跌背后,市场的风险和积极因素是什么? A股市场将如何演绎? 本栏目特邀兴业证券首席策略分析师王德伦、华创证券首席策略分析师王君、前海开源基金首席经济学家杨德龙就此展开讨论。

估值处于历史底部区间

中国证券报: A股市场节前的反弹成果被吞噬,北上资金连日流出,市场当前的风险点是什么?

王德伦: 国庆假期以来A股市场反弹成果被吞噬主要受美股下跌的负面影响。美联储维持加息预期导致的美债收益率飙升以及美股估值高位调整引发美国三大股指下跌。10月8日A股市场出现大幅调整,北上资金也因为全球市场环境恶化流出97亿元。10月11日A股3400家企业下跌,上证综指跌至2600点之下。市场当前的风险点是“外患”。“外患”是指美联储持续加息导致全球流动性收紧、美股高位波动对全球市场的拖累等。

从估值维度上来看,A股估值已接近历史底部,在上证综指突破2638点的前期市场底部位置后,投资者情绪得到较大释放,后市A股下跌空间可能收窄。

王君: 市场的风险点在于:第一,海外波动率放大,而A股与海外市场价格波动的相关性在增强;第二,海外利空因素继续加剧;第三,新一轮股权质押风险。

风险资产价格波动放大是2018年全年市场主线,而核心触发因素是美国财政和贸易政策对非美金融市场在离岸流动性的紧缩输出。美债供给的压力,新兴市场的回流不畅以及美元汇率对冲成本的上行在边际上驱动了美债收益率大幅上行。美债供求在三季度以来所累积的矛盾不断显现,最终10月引起了类似于2月份的机构投资者股债再平衡下的美股波动率再次放大。美股的波动率放大通过资金和风险偏好两个渠道诱发了A股的调整。当前A股处于自身和国际主要市场可比估值的底部,处于中长期的战略配置阶段。

杨德龙: 今年以来,我国面临着外部冲击以及经济下滑的压力。A股已经跌至历史底部区间,很多个股都已经创下新低,一步到位跌破2638点的低点之后,向下的空间已经不大。如果后市能够企稳反弹,刚好形成双底走势。

积极因素构成支撑

中国证券报: 风险之外,利好接连而至,这些预期将对市场产生怎样的影响?

王德伦: 具体来看,货币和财政政策分别

对市场产生了不同影响。第一,今年以来央行四次降准。降准起到改善市场流动性的作用,例如从2018年10月15日起央行下调人民币存款准备金率1个百分点,即使除去MLF当日不再续做部分,降准还可再释放增量资金约7500亿元。第二,财政政策大力支持基建,国庆节之后浙江、山东、四川、广州、湖南等地一批城轨铁路项目获得批复。基建计划落地在一定程度上刺激基建相关股票取得阶段性较好表现。第三,减税政策逐渐落地会促进企业利润改善。

王君: 7月以来在“稳杠杆、再平衡”政策导向下,货币和财政政策出现了持续的边际缓和,融资成本的稳定、信用利差的收窄以及地方债务压力的缓解都在一定程度上对市场产生支撑作用。与此同时,A股市场的制度建设也在逐渐完善。在金融开放下,A股微观市场结构更加多元化;鼓励上市公司分红、回购的政策日益健全,这些都构成了内在市场的稳定器。

杨德龙: 在国庆节最后一天央行宣布将降准1%,是今年第四次降准,它表明了在面对外部压力以及经济下滑压力的背景下,央行开始逐步地向市场输出流动性。在当前这种情况下,金融去杠杆的方向不变,但是节奏会放缓,央行也会采取适度偏宽松的货币政策,财政政策方面也会更加积极,包括大规模的减税降费以及加大基础设施建设等等。整体来看,央行降准对于我国经济面以及股市中长期都是利好的因素。

中国证券报: 如果对当前的市场状态下一个定义是什么?在怎样的情况下市场将会出现趋势性行情而非阶段性反弹?

王德伦: 当前市场状态处于回调的中后期。一方面,金融去杠杆下信用风险和股权质押等风险在政策暖风下逐渐缓解。另一方面,海外冲击仍然是影响A股波动的重要原因,特别是美联储货币政策收紧和美股高位风险。

考虑到当前市场的状态,在经济下行和金融去杠杆双重压力缓解,以及美联储加息周期导致的全球流动性紧缩结束,以及新兴市场风险充分释放后,A股市场将会出现“否极泰来”的趋势性行情。

王君: 当前阶段正处于内部经济周期回落探底。货币政策边际变化阶段,而更多的财税和修复信用的政策尚在储备阶段,因此市场是信用坍塌下的寻底阶段。但从中长期来看,当前A股处于自身和国际主要市场可比估值的



兴业证券首席策略分析师
王德伦

华创证券首席策略分析师
王君

前海开源基金首席经济学家
杨德龙

底部,处于中长期的战略配置阶段。市场趋势性行情的出现需要等待宏观经济与企业盈利加速回落预期、外围重要利空出尽。

把握两条配置主线

中国证券报: 对于当前市场,投资者应该如何决策?配置上如何把握?

王德伦: 概括来讲投资布局思路是中期维度在市场底部明确之前保持谨慎态度,但是在低估值优势下,A股长期投资价值凸显,投资者长期应当以低估值核心资产和高弹性优质成长龙头作为配置主线。

当前市场情绪会有所压制,市场底部确定过程可能更加曲折。“秋天已来,冬天未到”,早晚注意保暖防寒,投资者的操作过程亦是如此。由于内部全A盈利底部未到,中期仍然维持谨慎态度。

从长期维度来看,尚未参与的投资者,可选择参与尚未充分反弹的低估值核心资产、受益政策催化不断的“科技基建”、具备高弹性优质成长龙头这两类权益资产作为配置主线。具体来看养老金入市、银行理财资金可以配置公募基金、央行降准等多重利好预期下,金融和消费类低估值核心资产继续受益。同时,以“科技基建”为代表的核心技术关键能力和补短板方向仍将继续受益。关注计算机(自主可控、云计算等龙头)、通信(5G)、军工(航空

航天)、半导体产业链等细分方向。

王君: 后续的观察点在于波动率放大对于美债和美国货币政策的影响以及中国汇率稳定下的财税和改革开放政策的推进。

配置上,从市场风格的角度,股票市场上低估值、大市值和高股息龙头仍然占优。行业配置方面,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、建筑建材板块性价比;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兴国,核心技术自主可控龙头有望迎来支持,可关注以自主可控为代表的科技成长板块。

杨德龙: 在市场大跌的时候心态非常重要。在市场中,只要你持有的股票本身没有问题,业绩没有问题,实际上在股价波动的时候并不需要过于恐慌。持有优质个股来应对市场的波动是最好的一个策略,通过持有优质个股可以穿越牛熊周期。当然在市场短期下跌的时候,心理上承受的压力会比较大,心情可能也会受到一定影响,但是不经过风雨怎么见彩虹,只有经历过市场的调整和摸底的过程,才能够真正分享下一轮市场上涨的收益。

■ 瞭望塔

“鸵鸟”心态不可取

□本报记者 叶涛

9月下旬启动的A股反弹尚且初具雏形,美联储加息的“黑天鹅”便将美股和新兴市场推至风口浪尖,美股美债罕见地双双遭遇重挫,国内资本市场,股债期走势亦急转直下,叠加9月以来生产数据依然偏弱,更加深了A股投资者谨慎心理。

内外重重考验之下,本周市场明显有些措手不及,先是周初成交缩量背景下指数考验前低;周四外围市场再度大幅走弱刺激,三大股指齐齐破位下行,集中宣泄前期积压的悲观情绪;周五,短线技术反抽动能释放,沪综指最终重上2600点,但活跃资金“抄底”过程不慎露怯——赚指数不赚钱现象突出,主力抢筹还挑肥拣瘦,专攻蓝筹白马标的。

应该说,随着中国资本市场开放程度越来越高,与国际资金、外部市场联系越来越紧密,A股市场由于外部因素风吹草动而出现波动实属正常,然而对外部静层反应过度,敏感程度如同“惊弓之鸟”,其背后流露的其实是对自身缺乏信心,又不愿面对风险的“鸵鸟”心态。

一方面,虽然当前部分月度经济数据弱于预期,虽然基本面对波动压力,但市场也早有共识和判断。部分资金对于数据表现出的患得患失,本身就是加剧波动的“负能量”。二来进入三季度,为稳定经济预期,围绕基建、高科技相关利好不断,前景并不悲观。

另一方面,如果说前期外围市场变动时A股往往有跟跌不跟涨现象,源于内外市场存在一定隔阂,那么当A股相继被纳入MSCI新兴市场指数、富时罗素指数、CDM机制成行,沪伦通列上日程,对于国际市场游戏规则和变动,国内投资者其实早已并不陌生。可惜的是,有“鸵鸟”心态的投资者却不愿改变自己的投资思维和操作方式,下跌时不愿面对利多,上涨时缺乏敢为人先的勇气。当前,A股市场上有这般思维的人不在少数,正因为如此,常常市场也陷入涨不动、越调越跌的怪圈。

眼下,市场情绪有趋于缓和态势,随着下周央行降准靴子真正落地,大盘技术性反抽有望延续,但反抽过后,投资者更应思考的是成长和再布局机遇。既要看到风险,也要给股市和基本面转型更多的耐心等待。

景气度处于高位 机械板块估值修复可期

□本报记者 牛仲逸

近期,工程机械板块跟随市场调整,走势一般,但行业景气度仍在高位运行。有分析人士认为,随着基础设施建设不断发力,产品更新换代需求及出口持续向好等,工程机械行业持续火热,行业整体盈利水平逐步上升。基于业绩确定性,工程机械板块仍是后市关注重点。

四季度有望维持高销量

中国工程机械工业协会挖掘机分会行业统计数据显示,2018年1月-9月纳入统计的25家主机制造企业,共计销售各类挖掘机产品156242台,同比涨幅53.3%。国内市场销量(统计范畴不含港澳台)142281台,同比涨幅49.3%。出口销量13852台,同比涨幅109.7%。2018年9月,共计销售各类挖掘机产品13408台,同比涨幅27.7%。国内市场销量(统计范畴不含港澳台)11702台,同比涨幅22.9%。出口销量1689台,同比涨幅74.8%。

分析人士指出,高基数导致9月国内销售同比增速钝化。不过,2017年四季度国内挖机销量基数更高,合计销量达3.84万台,年底挖机销售具有季节性旺季的特征,在基建刺激等因素的作用下,预计2018年四季度高销量确定性高且有望维持增长,但增速可能继续回落。

出口表现依旧亮眼,国内龙头全球扩张逻辑得到初步验证。2018年1-9月,挖机出口同比涨幅109.7%,持续超预期。申万宏源表示,基建需求持续增长,对国内工程机械出口产生明显的带动作用。国内工程机械龙头企业多年海外布局进入收获期,2018年有望成为海外爆发元年。

2018年上半年,工程机械板块整体营业收入显著增长47.91%,归母净利润同比大增93.11%,整体挖机市场龙头集中度和国产品牌份额都在持续提升。资料显示,2011年三一挖机市场份额为12.3%,本土品牌为38.45%,而2018年上半年,三一挖机市场份额为22.05%,国产品牌份额达到53.7%。

景气周期有望延长

受市场整体环境影响,近期工程机械板块表现不佳,但是行业景气度高企,业绩端具有保证,业绩确定性仍会是未来市场重要的投资逻辑。值得一提的是,近期央行宣布降准,市场普遍对工程机械板块形成利好。

中泰证券认为,挖掘机有望在2018年-2019年迎来更换高峰期,混凝土机械、汽车起重机的使用寿命长于挖掘机2年左右,有望在2020年-2021年迎来更换高峰,这一轮工程机械行业复苏持续性可能更长。

睿智投资则表示,预计工程机械的上升周期在2018-2020年仍将延续,主要受五大利好因素驱动:第一,行业研究模型显示超过80%的未来需求源于机械设备的更新和升级,这部分需求相对稳健且下行风险较小;第二,与建筑工程相关固定资产投资额持续上升,但机械设备的保有量反而在缩减,预示未来新增需求存在上升空间;第三,基于更加积极的财政政策和PPP项目投资回暖,2018年下半年基建投资增速将保持稳定,可缓解投资者对行业增速放缓的担忧;第四,采矿投资处于早期复苏阶段,有望提供新增增长动力;第五,工程机械行业的主要公司都着力加强现金管理,而非单一追求产能扩张,因此有助降低利润率收缩以及应收账款的风险。

盛达期货研究院院长陈凯:高油价不可持续

□本报记者 王朱莹

“在伊朗问题落地之前(11月4日)油价或将在高位震荡(全球宏观不出问题的前提下),当前的高油价不可持续,本轮油价或已见顶,尤其是在明年一季度全球需求环比减少的情况下,油价或将回落到70美元/桶甚至以下(布伦特原油)。”盛达期货研究院院长陈凯在接受中国证券报记者采访时表示。

波动率明显增加

中国证券报: 近期国际油价高位震荡加剧,原因是什么?

陈凯: 首先,本轮油价创出近四年以来新高(布伦特原油86.74美元/桶,WTI原油76.90美元/桶)。从两市原油的价差表现和月差表现来看,本轮油价的上涨主要驱动力来自布伦特市场;一是供给端伊朗问题,二是8月以来中国炼厂开工显著增加带来的需求增长(山东地炼开工率八月以来增长10%)。在当前位置,市场一方面担忧未来伊朗产量受制制裁影响将出现大幅下滑,叠加OPEC增产或不及预期,对未来供给短缺的预期加重;另一方面宏观环境似乎

没有预期的那么好,经济下滑导致需求减少的担忧在加重。在这些因素的驱动下,近期油价的波动率明显增加。

中国证券报: 有机构预计油价将涨至100美元/桶,如何看待?

陈凯: 多家投行高喊油价将超100美元/桶,他们的逻辑基本都是:在未来全球需要稳定增长的情况下,美国原油受运输瓶颈影响出口受限,OPEC+俄罗斯无法通过增产来弥补伊朗和委内瑞拉产量的下滑;未来全球原油供给存在很大的缺口,油价因此将超100美元/桶。我们认为无论是未来全球需求还是供给问题都存在一些疑问。原油的两大下游产品是汽油和柴油,这两大产品的需求增速未来都存在下滑的风险。无论是中国还是美国汽车销售数据均出现明显下滑,在这样的情况下汽油需求未来很难有好的表现。虽然今年美国柴油消费有不错的表现,但是在当前高利率情况下,未来基建要继续扩张难度不小,柴油需求或将见顶。同时我们看到,在美国持续加息下一些国家的货币出现大幅贬值(阿根廷、土耳其、俄罗斯、巴西和南非等),叠加油价的上涨,这些国家国内油价(按本国货币计价)依然达

到历史新高,这将抑制这些国家的原油需求。供给端市场担忧的是OPEC+俄罗斯的增产无法弥补伊朗和委内瑞拉的减产。按九月份的产量算未来两国预计将合计减产130万桶/天,而OPEC+俄罗斯的剩余产能为270万桶/天。综上,油价要上100美元/桶缺乏基础。

高油价不可持续

中国证券报: 对油价后市怎么看,逻辑是什么?

陈凯: 当前的高油价不可持续,主要依据有三个:一是未来全球原油需求增长不容乐观,宏观经济的不确定性以及高油价对需求的抑制都将对未来需求带来冲击。二是OPEC+俄罗斯不缺剩余产能,无论是出于经济利益考虑还是美国对产油国的政治施压,都将让产油国增加产量来弥补伊朗的产量损失。

中国证券报: 油价上涨对全球资产有何影响,哪些行业将受益?

陈凯: 油价的上涨将导致全球通货膨胀率提高,而美联储加息的一个主要依据是通货膨胀。即意味着油价的上涨将导致美联储加息的概率增加,今年油价的表现与美联储



盛达期货研究院院长 陈凯

加息的频率明显印证了这一点。油价上涨→美联储加息→美国国债收益率上升→美债价格下跌。美国的利率走高,而其他国家若无法跟上美国的加息速度,将导致其他国家和美国的利率差越来越大,其他国家本币相对贬值。同时黄金亦是受影响的资产之一,黄金价格实际是反映了通胀预期和美债收益率之差,油价通过对通胀预期和美债收益的影响作用于黄金价格。从整个原油产业链来看,油价的上涨对原油上游勘探开采行业来说是一大利好,尤其是油服企业。

人民币宽幅波动折射投资者复杂心态

□本报记者 张勤峰

本周人民币汇率总体未改偏弱运行态势,但汇价双向波动加大,特别是最后两日出现大起大落。分析人士认为,随着人民币汇价临近重要心理关口,市场心态和预期的悄然变化,可能加大人民币汇率的波动性。

本周五,银行间外汇市场人民币对美元即期汇率收报6.9234元,全周仍下跌420个基点,为连续第二周出现较大幅度的下跌。但从收盘汇率来看,除周一人民币汇率跌幅较大外,其余几日下午跌点数至多100点。

从日内表现上看,本周人民币汇率上下波动明显加强:周一,汇价高低点价差达377个基点,周二达205个基点,周三较小,为122个基点,但周四达461个基点,截至周五18时,这一数据为393个基点。

这两方面的特征,表明本周人民币对美元即期汇率以低位双向波动为主。特别是周四夜间交易时段,人民币汇率在创下近阶段新低后一度出现快速反弹,周五又基本回吐了这部分涨幅,上下波动较为剧烈。

分析人士认为,最近人民币汇率走势呈现的这些新变化,一则说明市场仍处于偏弱运行的格局中,运行趋势的扭转尚待

更多积极因素支撑;二则说明接近关键心理位置后,市场对人民币汇率走势的看法分歧较大,预期更趋分化,汇率弹性充分展现,为汇价恢复双向波动创造了一定的条件。

目前来看,人民币贬值压力主要来自于两方面:一是美元走强,二是中美经济与政策运行周期的差异。就前者来看,美元仍处于强势,但处境尴尬。尽管有强劲的基本面和美联储收紧货币政策的支持,6月以来美元指数依旧未能完成向上突破,足以说明美元继续上行的难度。就后者来看,经济与政策周期的差异,是今年以来人民币对美元重

新走弱的根本原因,这一点暂时难有显著改善,但逆周期的政策会起到一定对冲作用,政策调控的影响同样不容忽视。

随着人民币对美元逼近7元关口,对外汇交易和资本流动的宏观审慎管理趋强是可以预期的,外汇逆周期调节或许难以扭转外汇市场运行趋势,但可以过滤非理性波动。随着人民币对美元逼近7元,对外汇逆周期调节的意愿,使得市场心态正变得更加复杂和敏感。而这种心态的变化,传导到市场价格上,就是双向波动加大。这可能成为今后一段时期人民币汇率走势的一项明显特征。