

从“估值”到“盈利” 市场核心因子嬗变

□本报记者 叶涛

10月以来，“政策底”“估值底”逐渐明朗，为何股指仍然裹足不前，横亘在2650点一线？近期场外增量持续净流入参与布局，市场结构性分化为何反而愈加明显？大小盘股估值同处底部空间，又为何创业板走势开始频频占据上风？

对于这一连串市场发问，券商分析人士表示，就目前市场的估值水平来看，市场确实已经处在一个历史估值的底部区域。以估值修复为驱动力的反弹有望延续，但归根到底，随着外部不确定因素出现“阶段性缓和迹象”，压制市场风险偏好，令反弹一波三折的关键其实在于“A股企业盈利变化”。目前，短期修复进程过半，盈利变化亟待取代估值底，成为决定市场走向的核心因子。

估值底已明朗

本周四，A股市场早盘小幅平开之后，随着银行、保险等权重股的企稳回升，投资者做多信心提升，人民币兑美元再度升值，刺激券商，创投等前期热点板块再度走强，主板权重股以及中小创主流品种同步走强，带动两市股指全天稳步上扬。创业板市场反弹显著，重新成为活跃市场、衍生财富效应的领头羊。

从盘面看，虽然周四两市主板权重股以及中小创同步走强，一扫前期大小盘股“跷跷板”现象，显示场外资金逐步就同步做多达成共识，但总体而言，近来市场阶段性反弹并没有脱离超跌反弹的主逻辑。

当前，上证综指估值水平已经处在历史区间的底部位置。东兴证券统计了上证综指1994年和2002年至今周度PE所处的位置，均处于历史底部区间。

据介绍，1994年和2002年股票池所拟合出来的上证综指估值水平目前分别处在0.2%和0.4%分位数上。对比当前上证综指PE，分别处在1994年和2002至今数据的9.5%和13.9%位置上。东兴证券认为，“上证综指后

续的扩容导致估值水平上移，而实际上，上证综指的股指水平已经处在历史极低水平。”

与国际市场比较，尽管2018年美股、港股等也出现程度不等的下跌，导致估值水平大幅下修，但A股主要指数的市盈率仍然要低于美股、港股的历史分位。

山西证券也认为，恰恰是超跌因素成为推动近期市场修复上涨的关键。从最近几个交易日来看，目前市场风格偏向中小创，尤其是低价超跌股。个别热点板块或概念（以创投为首）中部分前期没有启动的个股都展现了一定的补涨需求。如本周二传媒板块突然兴起，放量冲高，也折射超跌行情的特征。

另外，近期监管层开始释放各种政策利好，主要集中在股市制度改革和提高民企融资能力方面，这些措施从市场情绪和基本面方面都有利于支撑股市的持续反弹。财通证券据此推测，在政策利好的催化下，前期下跌幅度较大、长期基本面较好、存在错杀可能的成长股在未来一段时间股价可能会表现较好。

梳理数据可以发现，2018年1—10月，全部A股区间跌幅为22.64%，而创业板则高达71.17%，同期上证A股跌幅为16.84%。

向盈利底切换

当前，市场对于底部的讨论甚嚣尘上。主要股指前期相继创出阶段新低，更激发投资者追问——最近一轮拉升到底是中期反弹？市场拐点究竟何时到来？

对此，东吴证券表示，就反弹时间的规律性而言，基于近期的政策扶持力度及二季度以来市场的持续调整，此次始于10月19日的反弹是一波“吃饭行情”。结合经验判断，一波具备赚钱效应的反弹持续时间约30—40个交易日。具体来看，次新股指数作为A股风险偏好的有效衡量指标，参考2016年以来的四次市场反弹，次新主升浪的持续时间约30—40个交易日。因此，对本轮行情判断，11月仍是反弹窗口期。

然而拉长时间轴来看，政策底和估值底的探明并不意味着反弹一蹴而就。以史为鉴，从盘面看，虽然周四两市主板权重股以及中小创同步走强，一扫前期大小盘股“跷跷板”现象，显示场外资金逐步就同步做多达成共识，但总体而言，近来市场阶段性反弹并没有脱离超跌反弹的主逻辑。

当前，上证综指估值水平已经处在历史区间的底部位置。东兴证券统计了上证综指1994年和2002年至今周度PE所处的位置，均处于历史底部区间。

据介绍，1994年和2002年股票池所拟合出来的上证综指估值水平目前分别处在0.2%和0.4%分位数上。对比当前上证综指PE，分别处在1994年和2002至今数据的9.5%和13.9%位置上。东兴证券认为，“上证综指后

续的扩容导致估值水平上移，而实际上，上证综指的股指水平已经处在历史极低水平。”

国泰君安证券以2005年和2012年两段底部区间基础为分析，2005年底部出现的顺序为政策底（2004年11月）—估值底（2005年7月）—盈利底（2005年Q4）。2012—2013年底部出现的顺序为政策底（2012年7月）—估值底（2012年11月）—盈利底（2012年Q4）。政策底和估值底的时滞为2个季度左右，估值底和盈利底的时滞为1个季度左右。

从中期视角看，兴业证券也持相似观点。认为11月以来，政策“组合拳”逐步细化、落地执行，作为对政策最直接、最敏感的反应，由于前期对于民营经济、股权质押反馈过于悲观，政策的出台有助于悲观预期的修复和改善，市场也将在这一阶段表现出风险偏好提升。不过，“市场真正复苏，依然需要等待这些政策从分母端风险偏好逐步转换到对分子端企业盈利的改善”。

这也解释了为何大盘在2700点下方一波三折，迟迟无法发动更为有效的攻势。结合市场矛盾变化分析，国金证券也得出类似结论。

该机构分析师李立峰表示，贸易不确定性自今年3月下旬开始延续至今，近7个月左右时间，近期已初现“阶段性缓和迹象”。市场的症结点已不在于贸易问题解决与否。当前国内“资产并购重组、再融资”政策出现积极变化，有助于缓解上市公司现金流压力。解铃还需系铃人，后续“A股企业盈利变化”才是决定A股市场波动核心因子。

那么，如何判断估值底部到盈利底部的反馈核心？国泰君安证券认为，包括三条机制：财富效应、企业决策和金融杠杆。第一，财富效应。

当估值底显现，股票价格开始上升，财富效应明显刺激消费和居民支出，促进全社会盈利修复。第二，企业决策，市值上升，企业再投资意愿加强，社会总支出—总收入提升。第三，金融杠杆。包括消费、投资等形式资产价格上升，金融机构放贷意愿加强，杠杆加速盈利修复。

盈利下行期 以龙为首

以公司层面可口径来看，三季报各上市板块的盈利增速均出现下行。

根据莫尼塔数据统计，主板2018Q3净利润增速12.18%（2018Q2为15.29%），经济下行背景下龙头公司的稳健属性也开始逐渐转弱，尤以消费板块的盈利增速下行最为显著。消费板块盈利的转弱一方面源于2017年的高基数效应，另一方面源于部分龙头股的业绩不达预期，这背后反映着居民购买力的下降。

而中小板2018Q3净利润增速9.6%（2018Q2为15.47%），出现加速下行的态势；创业板（剔除温氏、光线、乐视）净利润增速6.4%（2018Q2为8.09%），增速下行幅度趋缓。并且需注意的是，创业板2018Q2共计提商誉减值6.98亿元，Q3无企业计提商誉减值，Q4将为创业板商誉减值的高发时期。

10月财新数据也佐证了这一点，国内经济增速承压依旧。10月财新中国综合PMI录得50.5，低于9月1.6个百分点，为28个月以来最低。国内经济增速承压，主要受制于“房地产景气度”的下行，且基建投资并未及时的做出“对冲托底”作用。

映射到A股市场，东方证券认为，中长期来看，投资者对于2019年盈利增速下行担忧较重，且又逢年底估值切换期，悲观预期下做多意愿受到压制。但该机构也同时强调，盈利增速虽然进入下行周期，但各类政策出台对于稳定ESP和提升估值的动力仍在，需要时间耐心等待。“短期投资者不必纠结行情变化，A股的吸引力和配置价值较强，布局机会仍会存在。”

具体到行业（个股）配置上，李立峰认为，考虑到当下A股大多数领域其市场份额向行业龙头集中的趋势并未发生改变，大市值龙头个股仍将表现出超额收益。行业上依旧主推“大金融”板块，其次相对看好能独立于经济周期下行的“军工”板块，涨价类的“天然气”。另外主题投资上主推“5G产业链”。

■记者观察

人民币企稳提振A股反弹信心

□本报记者 王姣

于修复市场情绪，利好A股走出反弹态势。

那么，后续人民币汇率能否继续企稳，破7压力是否缓解？对此目前机构均持相对乐观态度。

一方面，美元指数继续上行的空间可能有限，人民币面临的外部压力减轻。今年以来，导致人民币贬值的主要因素即美元指数升值，11月12日美元指数上探97.7014的高点，较4月1日已升值逾9%；受此影响，人民币兑美元汇率从6.28贬至6.97附近，累计下跌约11%。但往后看，美元指数能否继续上行存疑，如兴业研究指出，若财政约束后美国经济回到“弱复苏”状态，而非经济体仍有复苏的窗口期。一旦非美经济体重拾复苏动能并逐步收紧货币政策，美元指数中期贬值的可能性依然很大。

另一方面，中国经济稳中向好为人民币汇率企稳提供基本面支撑，监管层也将继续加强宏观审慎管理。最新公布的数据显示，我国10月工业增加值同比增长5.9%，较9月小幅上行0.1个百分点；1—10月固定资产投资增速为5.7%，较1—9月上行0.3个百分点；10月当月社零同比增速8.6%，较9月下行0.6个百分点，10月经济数据好于预期，显示经济仍有较强韧性。从政策层面看，央行在2018年三季度货币政策执行报告中明确指出，要深化汇率市场化改革，完善以市场化为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，增强人民币汇率双向浮动弹性，并在必要时加强宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

这一说法的依据在于：从深层次原因分析，人民币汇率表现体现的是市场对中国经济基本面的预期，理论上当经济下行压力大、市场对经济前景担忧升温时，人民币汇率有贬值压力，A股市场也未能幸免；反之，当经济基本面向好，市场预期乐观时，人民币汇率有较强支撑，A股市场也有望分享成长红利。

从市场表现看，今年下半年以来，汇率波动多次成为资本市场关注的焦点，比如8月中上旬，人民币加速贬值背景下，资本市场出现“股汇三杀”；8月下旬至8月底，人民币汇率迎来一轮反弹，同时监管层将继续加码宏观审慎管理，人民币汇率将保持在合理均衡水平上的基本稳定，而国内金融资产无论权益还是债券，都将从稳定的汇率中获益，预计股票资产获益程度更强。

而自10月底人民币兑美元汇率触及6.9780的低点后，11月以来人民币汇率波动加大，再度成为影响A股走势的重要因素，本周人民币企稳回升显然有助

■券商观点

广发证券： 风格切换仍将继续演绎

自10月下旬以来A股市场风格切换至小盘，本轮风格切换仍将继续演绎。管制放松过程中交易流动性和风险偏好结构性修复，严监管下最受影响的公司迎来绝对和超额收益。过去五轮监管放松周期中，除2008年以外都存在小盘股从前期三个月跑赢到后期三个月跑赢。历史经验看，本轮风格切换是否中期（6个月以上）可持续取决于相对盈利增速，本轮即民企纾困的实质效果。短期风格上，除监管进入放松周期提升市场风险偏好外，当前小盘股机构持仓比例低也是重要因素。

资金的边际力量来源将继续推动本轮风格切换持续，本轮并非机构投资者主导，因此在短期的投资选择上与过去三年有差异。连续上涨后会有因素触发短期获利了结，而我们判断这是一波小盘股中等级别的反弹行情。我们在11月4日报告中推荐成长板块和小盘股，同时具备超跌+低价+小盘+多概念+高送转+受益于民企纾困特征的股票反弹力度最大。

华鑫证券：
指数可能展开技术性调整

近两日诸多题材概念股，短期内连续飙涨一定程度上已经属于“投机”性质的资金短期博弈炒作行为，并且深交所再度进行风险提示，我们认为完全脱离基本面概念题材炒作对于普通投资者而言，风险性非常高，所以还是需要时刻谨防此类强势股的后期存在拉高出货的风险。（王姣 整理）

此次壳资源受到游资的追捧，主要原因有三个：第一，IPO被否企业筹划重组上市间隔期从3年缩短为6个月；第二，多地为纾困上市公司质押问题，提供救市方案；第三，监管层发声：

减少交易阻力，增强市场流动性。

减少对交易环节的不必要干预，让市场对监管有明确预期，

让投资者有公平交易的机会”。

因此炒作空间、市场稳定和市场情绪三因素共振，形成了这次的壳资源概念涨停潮。

总的来看，此次壳资源、ST股炒作跟IPO被否企业重组上市间隔期缩短、多地政府纾困上市公司质押问题、减少对交易环节的不必要的干预，提高了投资者特别是游资的投资热情。从历史回顾上来看，每一轮壳资源、ST股炒作在中期具有超额收益，且在炒作阶段后对后市小票风格有一定的强化作用，但从市场走势看跟大盘指数没有特别明显的相关关系。（王姣 整理）

三大期指集体回暖 IC有望延续升势

□本报记者 马爽

11月15日，三大期指集体回暖，IF1812、IH1812、IC1812合约盘终涨幅均逾1%。分析人士表示，昨日，创投类股票大幅上行带动IC走高，IF、IH上行更多是因技术性反弹，总体依然处于震荡区间。不过，从机构持仓方面来看，IC1812合约以净多头格局，表明短期依然偏强。

基本回归平水状态

周四，三大期指收盘集体上涨，其中沪深300期指主力合约IF1812报3247.4点，涨1.46%；上证50期指主力合约IH1812报2464.2点，涨1.42%；中证500期指主力合约IC1812报4619点，涨1.88%。

方正中期期货金融衍生品高级研究员彭博表示，昨日股市上涨的一个主要原因

就是受科创板可能加速推进影响。创投类股票大幅上行，也带动IC走高。而IF、IH上行更多是由于技术性反弹，总体依然处于震荡区间。

“昨日，上证综指再度触及60日均线，表明市场短期动能较好，尤其是在外盘疲软的情况下依然保持良好韧性，在科创板概念下，科技股连续走强，非银金融提升市场氛围。”美尔雅期货资产管理中心王黛丝表示。

从升贴水角度来看，昨日三个期指合约几乎都接近平水状态，IF1812合约、IH1812合约、IC1812合约分别升水5.03点、升水5.06点、贴水0.81点。

从价差方面来看，王黛丝表示，因临近交割，股指期货主力合约基本回归平水状态。不过，由于合约间价差扩大，其中次月与近月合约价差扩大至6.2，为近一个月以来最大，主力合约与沪深300的基差也持续一个月维持在

平水附近位置。长期来看，今年下半年以来，基差整体改善的态势依然比较明显。此外，从持仓方面，沪深300股指期货净空单占比从上个月平均12%的水平降低至较为均衡的8%左右，归至上半年水平。“从价差和持仓方面来看，期指投资者对后市整体并不悲观。”

IC短期或偏强

从机构持仓方面来看，12月合约成为期指主力合约，机构正在换月。中金所数据昨日几乎都接近平水状态，IF1812合约、IH1812合约、IC1812合约分别升水5.03点、升水5.06点、贴水0.81点。

从价差方面来看，王黛丝表示，因临近交割，股指期货主力合约基本回归平水状态。不过，由于合约间价差扩大，其中次月与近月合约价差扩大至6.2，为近一个月以来最大，主力合约与沪深300的基差也持续一个月维持在

平水附近位置。长期来看，今年下半年以来，基差整体改善的态势依然比较明显。此外，从持仓方面，沪深300股指期货净空单占比从上个月平均12%的水平降低至较为均衡的8%左右，归至上半年水平。“从价差和持仓方面来看，期指投资者对后市整体并不悲观。”

“短期来看，近期住宅和土地成交市场有所走弱，政策更严已无必要、甚至稳市场或更为关键，比如近期各类稳经济措施频出，同时土地市场正在加速降温，流拍率和溢价率或将进一步恶化，预计地方政府财政压力将加大，紧随其后投资也将逐步开始走弱，从近期中央政治局会议表态看，目前行业积极因素正在酝酿、预计后续政策环境将逐步改善。”华创证券分析师袁豪指出。

值得一提的是，昨日中信期货交易席位包揽IF1812合约、IC1812合约的买卖单持仓量的第一名，后期动向值得关注。

值得一看的是，昨日中信期货交易席位包揽IF1812合约、IC1812合约的买卖单持仓量的第一名，后期动向值得关注。

值得一看的是，昨日