

内外部因素边际改善 静待市场真正企稳

□本报记者 黄淑慧

12月2日,由中国建设银行和中国证券报主办、建信基金承办的“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”活动在江苏苏州举行。临近岁末,经历了近一年A股市场的跌宕起伏,投资者们十分关心下一阶段行情如何演绎,活动吸引了约300位投资者参加。

中国建设银行苏州分行个人金融部总经理助理黄春瀛在致辞中表示,今年A股市场经历了较大波折,超出了市场各方的预期。建设银行作为基金代销量居前的国有大型银行,时刻关注着市场变化,也对投资者的处境感同身受。纵观海内外资本市场,无论市场如何波动,运用一定的投资方法和技巧,比如分散投资、分批建仓等,都可以助力中长期收益的获取。建设银行一直致力于向客户传播正确的投资方法,希望成功者的经验可以复制到每一位投资者身上。

建信基金宏观研究员谢林博士阐述了对当前宏观经济与政策特征的理解。他表示,当前我国经济运行所处阶段可以视作金融紧周期的中后段、经济中周期的下行期。经济基本面将在2019年一季度走过“交叉路口”,经济的支撑因素和拖累因素将经过一段“时间赛跑”。

长江证券资深策略分析师张宇生表示,短期1-2个月内由于内外部因素的边际改善,可能呈现比较温和的博弈行情,不过如果展望至明年轻年中,虽然目前市场的估值以及预期情况均表明了市场大概率已经处于底部区间,但未来仍需要数据的进一步确认,数据企稳后市场方能真正企稳。



建信基金谢林:宏观经济将走过“交叉路口”

□本报记者 黄淑慧

在“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”苏州专场活动中,建信基金宏观研究员谢林博士阐述了对当前宏观经济与政策特征的理解。他表示,当前我国经济运行所处阶段可以视作金融紧周期的中后段、经济中周期的下行期。经济基本面将在2019年一季度走过“交叉路口”,经济的支撑因素和拖累因素将经过一段“时间赛跑”。

当前面临三大“尴尬”

谢林表示,当前宏观经济可谓处于“尴尬期”,尴尬主要体现在:首先,传统动能主动放缓,新动能尚不充分;其次,政策转向已经确定,但效果存有滞后性;第三,逆向调节的宏观政策效果暂不明显。

谢林进一步分析,“政策底”虽已经出现,但政策传导需要时间。1-10月财政政策已经足够积极,一般公共预算、政府性基金预算、地方债



置换进展与去年基本持平,但基建下滑,是因为财政乘数在地方层面出现断层。往年中央财政支出能够带动4

倍的地方财政支出和企业投资,但今年因为地方隐性债务处置等原因,财政乘数没有体现出来。货币政策亦是如此,由于商业银行对于不良率的担忧,对于企业的贷款相对谨慎。

对于下一阶段的经济走势,谢林认为,经济增速下行压力不等于下行趋势,明年上半年宏观经济仍有较为明显的下行压力。当前基建企稳与地产、制造业投资、贸易回落共存,将形成一个“交叉路口”,这个路口可能出现在2019年一季度。在交叉路口之前也即2019年一季度之前,基建企稳,并且地产体现韧性、制造业投资阶段顶部运行、贸易压力未至,经济下行压力边际变化不大甚至略超预期;不过,交叉路口之后,基建企稳空间受压,叠加地产快速回落、制造业投资缓降、贸易快速回落,基建反弹的量难以对冲后三者下滑对工业生产的拖累,交叉路口之后经济增长下行压力逐渐兑现。

谢林表示,后续经济“稳增长”会主要体现在稳出口、托基建、促消

费三个方面。他对于基建增速持中性偏谨慎的判断,由于新的地方政府考核方式尚未确立和地方隐性债务处置等因素,基建虽有托底,但大幅回升的空间不大;对于促消费则倾向于比较乐观的态度,前期低迷的汽车消费可能在明年下半年迎来改善的阶段,整体消费数据明年可能呈现前低后修复的走势。出口方面,前期“抢出口”的透支可能会拖累四季度至明年贸易,后续还需要进一步跟踪内外部环境的变化。

关注定向降准和减税降费政策

谢林对于下一阶段的货币、财政、地产政策预期也作了分析。就货币政策,他认为,当前宽信用的实际效果还没出现,新增贷款改善主因在短期贷款,中长贷反映滞后。利率调整外,货币政策需其他举措配合,定向降准仍是未来值得关注的货币政策操作,弥补缺口需要2-3次定向降准或者一次全面降准来弥补。考虑到美联储加息和中美利差因素,12月份

到明年一季度左右货币政策大概率可能是抬升市场利率+定向降准(小微+民企+普惠)的组合。

财政政策方面,他认为,财政政策已经显现出从支出端向收入端转移的趋势,减税和降费将成为主旋律,在个人所得税政策落地之后,后续增值税调整可以期待。预计增值税税率调降会略低于市场预期,但可能以增值税降税率、社保降费率、企业所得税降税率等“组合拳”的形式出现。

对于地产政策,谢林表示,未来“因城施策”将要向“因需求施策”而转变,政策体系的精细化和差异化,不误伤刚需但房地产“房住不炒”的政策大方向不会改变。

他强调,未来国内市场对中国宏观经济的关键性和重要性更为明确,在积极对外合作发展的同时,宏观关注点将逐渐向国内经济基本面回归,即使2019年上半年经济面临下行压力,也将对宏观政策效果充满期待和信心。

长江证券张宇生:短期偏温和博弈 中期仍需数据确认

□本报记者 黄淑慧

在“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”苏州专场活动中,长江证券资深策略分析师张宇生表示,短期市场可能处于偏温和的博弈阶段。不过如果展望至明年轻年中,虽然目前市场的估值以及预期情况均表明市场大概率已经处于底部区间,但未来仍需要数据的进一步确认。

数据企稳后市场方能真正企稳

张宇生表示,目前市场是否处于“估值底”一直是各方参与者密切讨论的话题之一,但是脱离未来的前景预期来讨论市场目前处于怎样的情况之下其实并不合适。首先需要审视的是,当前市场处于怎样的预期之下。以沪深300为目前市场代表,当前估值水平之下,所对应的情况要显著好于历史可比情况(2013年与2014年),如果当前市场估值处于合理水平,则在无风险收益率不变的情况下,隐含的2019年沪深300增速恐怕



需要在0-5%之间。但从当前的情况来看,实际的2019年盈利预期并未到达如此悲观的水平。从历史情况来看,沪深300盈利增速接近0也需要较

为极端的条件。除了2008年全球金融危机导致的经济断崖式下滑之外,2015年前后盈利增速为负所对应的条件为工业增加值保持极低水平,同时PPI显著为负。

张宇生表示,除了盈利增速之外,无风险收益率与政策的变化同样值得关注。对于无风险收益率而言,较大经济压力之下,货币政策环境大概率将保持温和,有利于市场无风险收益率持续下行。未来政策环境也将大概率持续保持温和。从顶层政策来看,近期对于经济以及金融市场的关注程度正在不断提升,各方面政策边际改善显著。

不过,张宇生也同时强调,虽然目前市场的估值以及预期情况均表明了市场大概率已经处于底部区间,但未来仍需要数据的进一步确认。目前市场处于底部区间的前提条件是未来经济以及企业盈利数据不出现进一步的下行,但是这样的情况是需要数据的改善作为持续支撑的。历史上2011年至2012年的政策改善到市场企稳的时滞就是一个良好的例证,

数据企稳后市场方能真正企稳。这个时间窗口可能出现在明年年中左右。短期1-2个月内,缘于内外部因素的边际改善,可能呈现比较温和的博弈行情,属于可以适当增加权益配置的阶段。

淡化风格 深化价值

对于未来市场的结构特征,张宇生表示,A股市场是一个景气导向的市场,从年度来看,A股几乎不存在“风格投资”,只有“景气投资”是A股的真实演绎。1995年以来,A股常年遵循着净利润增长与涨跌幅的正向关系。或许未来只有一种风格——头部为王。过去的三年中,市场中的相关研报提供了大量的产业集中度提升的证据。产业集中度的提升与龙头盈利能力的增强具有互为因果、相互促进的协调关系。一方面,由于产业集中度的提升,龙头得到更多的市场份额,增强了其盈利能力。另一方面,由于其盈利能力的增强,市场更愿意和龙头合作,进一步得到更大的市场空间。而这种相互促进关系在经

济换挡期尤为显著。

具体到行业配置的方向,张宇生表示,需要区分短期和中长期投资的方向。以季度或者半年度为单位衡量的短期投资,需要重视景气与估值的平衡。与此同时,季报/年报行情或许也将成为筛选细分行业的一条主线。

他特别提到,大金融板块作为顺周期板块中的配置品种,适合作为底仓品种配置。政策的持续支持将为大金融板块带来利好,相比于其他板块而言确定性更高。市场前期对于大金融板块比较担心的方向,例如对非标以及地方融资的担心,未来会随着政策有逐步的缓解。大金融板块也具有相当的业绩确定性,尤其是其中的银行地产板块,今年业绩增长相对确定,可能将为板块提供一定的安全边际。另外,区域经济、国企改革也是可以关注的主题投资方向。

从中长期视角来看,张宇生表示,寻找并且投资于成长期行业才是A股市场中最值得关注的投资方向,新制造与新消费或许将是两条最值得关注的主线。