

■财富圆桌

变局与重构:2019A股大戏待开场

□本报记者 叶涛

A股今年走势跌宕起伏,展望2019年,影响行情的核心因素如何演变?市场风格如何?当前政策托底力量不断释放,哪些领域更具机会,有望率先爆发?本期邀请兴业证券首席策略分析师王德伦、信达证券高级策略分析师谷永涛、中信建投首席策略分析师张玉龙共同探讨。

关注核心因素变动

中国证券报:展望2019年,您认为A股运行的关键词是什么?影响市场的核心因素会是哪些?

王德伦:2019年A股运行的关键词是“重构”。2018年的经济下行压力大预示着2019年将是一个重构的大时代。来自中国和全球两个角度的重构因素会逐渐改善市场预期,成为影响市场的核心因素。

中国重构体现在潜在的增值税减并等减税方案即将落地,降低企业税负,释放红利给企业,政府与企业关系正在重构。决策层支持民企发展,国有资本支持民营企业缓解股权质押问题,监管与市场关系重构体现在监管层开始减少对市场的干预,注重长期资本市场制度建设。长期配置型资金入市成为必选项,养老金存在较大增长空间,银行理财子公司蓄势待发,支持保险资金入市的政策放松,底部区域的投资机会也会吸引外资参与其中,外资流入长期可持续,投资者结构将迎来深刻变革。

全球重构体现在中国优质资产性价比,中国巨大消费市场以及未来稳定的增长前景可期等方面。中国和全球两大重构动力将会带动中国从高速增长模式转变为高质量经济增长模式。

张玉龙:2019年A股主要运行的关键词是低位震荡,结构性行情和主体性行情三个关键词。

首先,从经济运行来看,2019年中国经济仍然处于回落的过程中。从中央经济工作会议的部署来看,弱化经济刺激,深化改革开放,推动高质量发展是核心的工作。5G、人工智能、工业互联网、物联网,是重点发展的方向。

其次,从流动性来看,随着银行体系资本的补充,2018年信用紧缩的压力逐步得到缓解。企业现金流压力有望得到缓解,股票市场的估值水平也有望提升。

第三,美国经济逐步见顶,美国加息压力下降,这也有助于缓解中国市场的压力。

强调业绩稳定性

中国证券报:与今年相比,您认为2019年市场风格将如何演绎?原因为何?

王德伦:2019年风险偏好提升,市场流动性改善对市场风格有直接影响。预期随着经济下行压力加大,2019年经济基本面类似于2012

年,企业盈利对指数的贡献将弱于2018年,甚至不排除负贡献。但是估值提升将会是2019年市场涨幅的主要贡献因素,这主要来自两个方面:一是风险偏好的阶段性提升;二是资金面上流动性环境改善,机构化博弈趋势增强。从大小盘风格演绎来看,2019年可能仍然没有明显持续占优的风格板块,大盘蓝筹和中小盘个股都有机会。中小盘个股中,估值性价比合理的、具有竞争壁垒的创新龙头目前可以适当前布局,作为明年弹性受益的主要来源。大盘蓝筹股中,具有高分红特点、有望受到政策托底,同时机构占比相对较高的龙头股,可以作为长期底仓进行配置。

谷永涛:回顾2018年的A股表现,虽然蓝筹股表现相对较好,但市场整体调整幅度较大,行情整体分化不十分明显。对市场表现进行分析,将指数的涨跌幅拆分成估值和盈利的贡献,可以看到在主要指数中,除了创业板呈现出盈利性的下降,其余主要指数均表现出业绩的回升,但市场的估值水平不同幅度的回落,带来了市场整体下行的表现。

目前市场的估值水平已经处于历史低位,应该关注的重点是上市公司业绩是否能够达到市场预期,能否持续实现稳定增长。因此,2019年市场风格会沿着上市公司业绩的稳定性演绎,具备稳定业绩的上市公司,估值的韧性会更强,股票价格的坚实程度也更高。

此外,2019年尤其是上半年经济下行的压力较大,市场会沿着反周期的逻辑去寻找板块和行业。从行业的维度分析,建议投资者重点关注必选消费品中的农林牧渔、食品饮料以及医药生物,尤其是低估值、高股息率的业绩稳定性个股。

三大方向机会明显

中国证券报:四季度以来,政策托底力量不断释放,哪些领域更具机会,有望率先爆发?

王德伦:在经济下行压力较大,政策托底力量释放环境下,基本面预期低位、估值性价比凸显、博弈政策催化的大基建、大有房企、大券商这“三大金刚”具有较为明确投资机会。

从逆周期调控政策角度来看,消费和投资疲软,出口受制于国际贸易形势不确定性,基建在经济下行期间承担更大的调控功能。类似于2012年,在政府通过基建投资刺激经济的复苏期内,大基建板块会取得较好的市场表现。从基



兴业证券首席策略分析师 王德伦



信达证券高级策略分析师 谷永涛



中信建投首席策略分析师 张玉龙

本面来看,目前的建筑行业仍处于劳工和企业供给充裕、行业充分竞争的状态,未来在平淡周期下行业盈利的驱动因素将逐渐由需方向供方转变,2017年以来行业产能已明显向头部集中,集中度出现明显提升,因此大基建板块有较好投资机会。

从地产政策边际变化角度来看,前期中粮重组得到快速通过表明随着政策灵活调控信号逐渐明确,地产板块有望迎来边际改善的拐点。此外,从竞争格局来看,近两年龙头地产的集中度快速提升,强者恒强格局明显,预期未来地产公司集中度提升趋势延续。资产负债率低的国有企业行业格局优化的过程中提升市场份额更快,市场份额提升将占据优势,支撑业绩增长。从性价比角度来看,当前地产股“便宜”特征明显,将吸引中长期资金配置,从而带来房地产核心资产的行情。

从监管政策角度来看,大券商具有较好的投资机会。其一,券商股最大估值压制因素解除。股权质押的风险在以国家为主导的纾困政策下缓解。2018年券商收到股权质押业务压力巨大,决策层积极出台措施缓解股权质押风险。监管政策放松释放红利,券商业绩增长带来新动力。其二,2018年以来并购重组,再融资政策放松,科创板设立并试点注册制、沪伦通基本框架落地和CDR发行与交易等制度红利给券商业绩带来新动力。其三,券商集中度提升,业绩稳健的龙头标的将更加受益。龙头券商资本实力更强、经营效率更高,更容易形成各业务之间的均衡联动,且更容易获得创新业务试点,业绩稳健性更强。

谷永涛:随着经济下行压力的不断显现,决策层陆续出台政策措施促进实体经济发展,推动宽货币向宽信用传导,纾困民营企业融资困境,减税降费提高企业活力。然而面对我国庞大的经济体,政策和措施的传导仍需时日,因此短期内经济仍然承压,权益市场的估值也尚未提升。

随着政策措施的落实,以及经济链条的传导,未来企业的融资环境有望得到改善,减费降费将减少政策对企业的束缚。在此环境之下,具

备竞争力的优质企业,以及业绩弹性高的企业,或将摆脱经济下行周期的压力,获得业绩和估值上的提升,有望率先引领市场。

下半年见拐点

中国证券报:临近年末,市场仍维持整理格局,您判断拐点大致在什么时候,投资者当前应该如何操作?

王德伦:2019年中期之后市场迎来拐点。从盈利周期角度来看,2003年以来,A股市场存在12-14个季度一轮的盈利周期特性,当前盈利周期从2016年第一季度开始,目前仍处于下行周期,大概率到2019年第二季度或第三季度才会达到市场盈利周期底部。考虑到本轮盈利周期受到外部美联储加息、贸易不确定性以及宏观政策对冲经济下行压力等扰动因素较大,2019年市场拐点仍需进一步观察。

在当前市场呈现整理格局下,投资者应当积极寻找结构性机会。对于交易型投资者,对冲经济下行政策出台助推风险偏好提升,今年以来受到贸易摩擦抑制,受到股权质押压制,以及受制于去杠杆面临融资困难的企业存在博弈机会。对于重视基本面投资者,重视近五年相对来说派息稳定的行业包括:银行、电力、高速、食品饮料、家电、地产等,这些行业的稳定高分红股票具有较为确定的投资机会。

张玉龙:2019年三季度将出现市场拐点。从中国经济来看,随着金融去杠杆工作的推进,商业银行增发股份补充资本,银行利润的逐步积累和转增资本,资本金压力在2019年三季度之后有所缓解。在实体经济去杠杆和中美贸易战的影响下,实体经济的需求逐步的下行,对应着信用需求下降。因此,2019年信用紧张程度的缓和,信用利率下行将成为相对于2018年最大的变化,而2019年三季度将成为变化的关键时间点:中国经济的下行将从衰退的初期转变为衰退的后期,呈现出产出水平下降,价格水平下降,信贷利率下降,货币市场利率稳定,汇率稳定,就业压力和工资压力仍然存在。经济出清之后,中国经济在2019年四季度可能会重新企稳。

■市场连线

宝城期货研究所所长程小勇:原油价格逐步逼近页岩油成本线

□本报记者 王朱莹

“当前的原油价格,逐步逼近美国页岩油的生产成本。据海外相关机构测算,经过页岩油企业降成本的努力,美国页岩油平均成本已经降到50美元/桶之下,巴肯地区的成本仅仅40美元/桶出头,因此一旦美国WTI原油跌破50美元/桶,部分钻井平台很大可能会暂时关停。”宝城期货研究所所长程小勇在接受中国证券报记者采访时表示。

中国证券报:美联储加息,对于原油价格影响如何?

程小勇:从1986年7月11日至今,美联储加息和国际原油价格呈现-0.5的中等相关性。进一步来看,在加息初期,意味着美联储对美国经济增长复苏的确认,因此国际原油价格往往会领先美联储加息时间而上涨,但是到了加息末期,由于美联储对经济形势的反映是滞后的,或者后知后觉的,美联储加息往往对应着繁荣顶点,原油价格等权益类资产往往在繁荣顶点前体现出现拐点。因此

从逻辑上来看,美联储12月加息,很可能对原本市场担忧美国经济触顶的情绪额外一击,美元利率上升会加速美国经济复苏结束的进程。

美联储12月议息会议,美联储下调了今明两年的GDP增长预期,这意味着美联储对于美国经济未来增速放缓的预期已经有所提升。再考虑到,美联储继续维持自动缩表,这意味着尽管未来美联储减缓加息步伐,那么美国货币紧缩还会存在一定的惯性,因此对于原本处于繁荣尾声的美国经济有不可忽视的冲击。

从供需情况来看,美国依旧是全球石油消费第一大国。依据2018年版英国石油公司《世界能源统计评论》,2017年美国的石油消费量是8.7亿吨,占世界石油消费总量的19.5%,世界第一。尽管美国页岩油产业繁荣,在2015年已经成为原油净出口国,但是美国还是需要大量原油,主要原因是美国国内产出的原油(轻质原油)与炼油厂所需的原油(重质原油)在质量上供需错配。

从全球范围来看,美联储加息加剧全球货币紧缩的环境,因美元是全球流动性之源,很多经济体为应对美联储加息不得不同步上调利率,紧缩的环境对于全球经济和原油需求是不利的。

中国证券报:当前价格会否影响到页岩油生产,对后市供需有何预期?

程小勇:后市原油的供需总体是偏向过剩。需求方面,IEA(国际能源署)预计2018年、2019年全球石油需求分别增加130万桶/天和140万桶/天。IEA认为2019年需求增长,在很大程度上由于油价下跌被经济疲软、货币下跌和一些国家供应量降低的影响所抵消。而EIA(美国能源信息署)预测2018年、2019年全球原油需求分别增长154万桶/天和152万桶/天。OPEC同样预测明年需求增速放缓,预计2018年全球石油需求将增加150万桶至9879万桶/日,预计2019年全球原油需求增速维持在129万桶/日左右。

供应方面,(IEA)月报显示,受沙特阿拉伯原油日产量创历史新高影响,欧佩克原油产

量继续增长,11月份欧佩克原油日产量3303万桶,比10月份原油日产量增加了10万桶。OPEC预计2018年、2019年的净OPEC供应分别增加250万桶/天和216万桶/天。

中国证券报:油价未来走势如何看,如何影响商品市场?

程小勇:对于未来的油价,尽管2018年12月7日OPEC+达成新一轮减产协议(15个OPEC减产80万桶/日,10个非成员国减产40万桶/日),由于经济问题,伊朗、尼日利亚、委内瑞拉和利比亚在本轮减产中豁免,可以不用减产),但是2019年在全球经济前景不佳,使得国际原油依旧存在供应过剩的压力。国际油价大概率低位运行,如果全球经济和需求超预期下滑,那么并不排除跌破40美元/桶的可能。

从原油和大宗商品来看,商品大概率是走向熊市。原油在商品价格周期中,往往是牛市中最后上涨的,熊市中最后下跌的但由于供给侧改革因素,本轮商品下跌,黑色商品目前下跌是最晚的。原油下跌对于商品的生产成本下移有帮助,从而对商品下跌有助推动作用。

■瞭望塔

年底流动性最紧时刻正过去

□本报记者 张勤峰

21日,央行连续第5日开展逆回购操作,但交易量有所下滑。进入12月下旬,财政支出将逐渐增多,形成流动性供给,年底部分期限资金利率可能还有波动,但流动性最紧时刻正过去,料央行公开时候操作将有序减量直至再度停做。

在连续4日实施大额流动性投放后,21日央行再开展500亿元逆回购操作,其中7天期300亿元、14天期200亿元,操作利率均保持不变。本周央行逆回购交易量由此也累计达到6000亿元,创了最近25周最高值。不过,在本周5个交易日中,21日的央行逆回购交易量最低,较前一日减少了1000亿元。另外,21日虽无央行逆回购或MLF到期,但有1200亿元中央国库现金管理到期,超过了央行逆回购投放量。

对此,央行公告称,当天对金融机构法定准备金付息或部分对冲中央国库现金管理到期等因素的影响,此举是为维护银行体系流动性合理充裕。也即,综合考虑逆回购和法定准备金付息的因素,央行认为能够保持流动性合理充裕。

从资金市场运行来看,随着央行连续净投放的累积效应显现,后半周以来市场资金面紧张态势有所缓解,机构对年内到期资金需求下降,短期资金利率再度回落,中长期跨季资金利率虽然高企,但高价之下亦有融出。

往后看,还不能断言资金面已高枕无忧。目前资金市场交投重点转向14天至21天的跨年品种,7天以内及1个月以上的资金需求不多。随着年底临近,跨年主力品种需求增多,后续难免出现一定的利率上行,尤其是7天及以内短期资金利率尚处于低位,待跨年后期可能会出现短时期脉冲。与此同时,年底圈于考核因素影响,银行类机构通常会缩减向外出借资金的规模,特别是对非银机构融资意愿不强,流动性资金出现分层现象,可能相应增加交易所资金市场供求压力。因此,年底前,资金面仍可能出现短暂时性、结构性的收紧。

不过,年底流动性最紧的时候大概已经过去。进入12月下旬,年底大量财政支出,可形成增量流动性供给,对冲年底流动性需求的扩张。从往年经验来看,年底财政投放量动辄超万亿元,规模可观,且集中在年底最后几日进行,可迅速提高流动性总量,充实金融机构备付金。

从这个角度来说,本月下旬银行体系流动性总量有望明显提升,流动性不大可能出现全局性的大幅紧张局面。随着税期、缴准、政府债券发行缴款等影响逐渐消退,资金面最紧张的时刻正在过去。

如何对冲逆回购到期、财政投放对年底流动性的影响,将是年底前央行公开市场操作的重点。数据显示,年底前还有4900亿元央行逆回购到期。基于保持流动性合理充裕的目标,预计央行将跟随财政支出节奏,灵活调整公开市场操作量,大概率是逐步减少投放直至停做,利用逆回购到期部分对冲财政投放,在保持流动性充裕的同时,避免流动性过度充裕。

交易所资金涨价提供国债逆回购操作机会

□本报记者 张勤峰

随着年底临近,流动性重现分层现象,21日,交易所与银行间资金利率出现一定的背离,交易所市场资金价格整体明显上涨,7天期回购利率一度涨至7%。面对年底金融市场波动更明显,国债逆回购交易提供了有吸引力的短期无风险收益。

21日,银行间市场上资金利率两头跌,中间涨的现象比较明显。隔夜和7天期回购利率均延续下行,跨年的14天和21天期回购利率继续涨价,14天品种价格上行最明显,21天期回购利率上行后最高。

交易所市场资金利率则几乎是全线上涨。截至收盘时,上交所隔夜回购利率上涨34.5bp,2天、3天、4天、14天和28天品种均上涨逾20bp,7天品种大涨243.5bp至6.17%,盘中最高涨至7%,唯有91天品种小幅下行5bp。

业内人士指出,年底财政支出可期,银行体系流动性总量有保障,但结构性波动可能难免,交易所资金市场可能面临较大波动风险。从以往来看,每到季末,银行受制于考核因素,即便自身流动性充足,向非银机构出借资金的意愿也不强,一些非银机构被迫转向交易所回购市场融资,从而可能加剧交易所资金供求矛盾,引起资金利率大幅上涨。

他表示,由于年底资金面承压,股债资产往往难有较好表现,对于资金有富余的投资者,可适当考虑参与国债逆回购交易,在等待市场调整后机会的同时,获取无风险收益。

计算机逆市活跃 多因素促板块迎来估值上升期

□本报记者 牛仲逸

21日,沪深两市大幅波动,计算机板块逆市活跃,上涨0.08%,仅次于传媒行业。板块内盛天网络涨停,创业软件上涨6.58%,久远银海、荣科科技、皖通科技以及东华软件等涨幅超3%。

分析指出,虽然宏观经济面临下行压力,令多数行业承压,但在政策支持力度不减及经济转型的共同驱动下,计算机行业仍将延续复苏态势,具备相对确定性。

机构持仓触底回升

从业绩方面来看,2018年,计算机行业营收增速逐季回落。归属于母公司股东的净利润增速由负转正。2018年前三季度计算机行业营收为3436.63亿元,营收增速18.99%,同比减少了3.27%,归母净利润增速为20.21%,同比增长了43.91%。

2018年前三季度计算机行业龙头白马盈利能力持续提升。2018年前三季度计算机行业销售毛利率为30.54%,销售净利率为66.68%,15家白马股中有11家公司销售毛利率高于行业水平,13家公司销售净利率高于行业水平。

此外,机构持仓触底后显现回升。中信建投对2013年至2018年三季度公募基金对计算机行业持仓情况统计显示,在连续下降8个季度后,2017年四季度计算机持仓市值下降至5年来的最低点后,2018年一季度以来持仓市值持续回升,截至2018年三季度持仓比例已达2.27%。

中信建投行业研究指出,目前多方面因素例如云计算落地、区块链、自主可控、工业互联网、AI等概念以及国家政策对于科技创新及信息化的支持力度与日俱增,都将使得计算机行业继续迎来估值上升期。

仍以业绩为王

今年以来,计算机板块行情多由市场情绪

推动,那么该如何看待业绩与股价之间的关系?后市又该如何配置?

渤海证券计算机行业分析师王洪磊表示,从2012-2017年行业内公司业绩增长率与股价变动情况看,期间业绩复合增长率超过30%的32家公司中,股价复合增长率超过30%的公司有24家,其余8家公司的复合增长率均在20%以上。相反,2012-2017年业绩复合增长率为负的33家公司中,仅有4家公司的股价复合增长率超过20%,表明业绩与行情高度正相关,未来仍以业绩为王。

配置方面,王洪磊表示,2019年重点推荐板块有:首先,是产业互联网。由于互联网C端人口红利殆尽,陷入增长瓶颈,互联网的下半场拉开帷幕,接下来toB将成为主旋律,预计传统垂直行业信息化龙头将充分受益;其次,是金融IT。一方面,2019年金融IT受政策利好驱动,沪伦通、科创板、理财子公司以及监管科技均提升了对金融IT的需求;另一方面,各