

权重释放补跌压力 A股仍有结构性红包机会

□本报记者 牛仲逸

25日，三大股指探底回升，上证指数2500点失而复得，报收2504.82点，下跌0.88%，创业板指数下跌0.85%。盘面上，5G主题成为最大亮点。

分析指出，近期银行、保险等权重板块补跌，增添筑底阶段复杂性。不过，随着其补跌压力逐步释放，A股有望“轻装上阵”迎接春季攻势。在此期间，仍有结构性的红包机会，如5G、人工智能等科技主题。

局部开始活跃

25日，在28个申万一级行业中，通信行业是唯一上涨板块，涨幅为1.53%，板块内有10只个股涨停。可以说，通信板块是25日大盘“V”型反转的主要推手。

而在通信板块中，5G主题表现最为突出。有分析指出，2019年随着5G试商用进程的推进，5G将会有望形成大双底走势，即前期低点2449点和昨日低点2462点。

另一个值得注意的现象是，25日，盘中受外围股指大跌影响市场跌幅较深，不过午后大盘发力，沪指2500点失而复得，三大股指收长下影线。

市场人士表示，首先，股指在2500点整数关口支撑位置具备极强的生命力。其次，沪指形态上有望形成大双底走势，即前期低点2449点和昨日低点2462点。

此外，次新股近期也有活跃迹象，泰长征连续收出六个涨停板，在其带动下，一批超跌绩优次新股受到资金关注。东吴证券研究指出，根据经验规律，次新股主题性投资机会与其“超跌或超涨的周期性规律”密切相关。在众多指标中，发现“新股上市后的

净流出趋势不改 主力资金独宠银行股

□本报记者 叶涛

截至25日收盘，沪深两市当天主力资金净流出规模为123.07亿元，环比增长91.02亿元。由此，经历本周一净流出规模短暂收敛后，市场主力出局避险情绪加速爆发。这也意味着，尽管当前国内利好因素持续释放，但考虑到短期风险事件密集，海外市场波动加剧，以及主力参与意愿迅速下滑，预计短期仍将维持反复波动，建议投资者保持谨慎。

净流出规模激增

25日，沪深两市重归调整通道，盘面上除5G等通信相关概念维持一定活跃度，其余行业板块和题材热点大面积降温，上午收盘前沪综指最低下探至2462.84点，距离10

华泰证券宫飞：坚守待变 等待政策信号

□本报记者 吴玉华

华泰证券研究所高级研究员宫飞近日表示，目前股票估值已经接近较低水平，但并不意味着股票所代表的风险资产就能向好回升，他建议坚守待变，等待政策信号。

他在近日由华泰期货举办的“遇见2019/羊城荟大宗商品投资论坛”演讲时表示，当前高等级信用债二阶拐点已至，2018年10月下旬，国家密集出台纾解民营企业债务风险的政策，可以认为信用债出现了政策底部，但仍要加强信用风险识别。相比之下，更看好城投债，2018年7月下旬，国常会引导进入金融机构保障融资平台公司合理融资需求，理财细则柔性化处理，两者均利好基建类城投债。

在“冬尽春归，否极泰来——2019年宏观年度策略报告”中，宫飞预计，2019年货币政策将更加宽松，基本面大幅复苏概率

行业景气持续提升 军工股有望重拾升势

□本报记者 黎旅嘉

昨日两市主要指数探底回升，虽未实现翻红，但极大地激发了人气。在这样的背景下，国防军工板块亦有所止跌。

年初以来，在两市持续回调中，军工板块的回升之势几度为利空所打断，但与此前相较其回落之势已有所趋缓。分析人士指出，在外部扰动加剧的背景下，当前军工板块的“成长”逻辑继续兑现，从板块整体来看，后市仍可关注基本面优质、估值合理且前期跌幅较大的个股。

板块止跌

周二，两市主要指数呈现探底回升的积极走势。截至收盘，各主要指数虽未翻红，但

连续封板数量”是判断次新行情强弱的核心指标之一，当这一指标处在历史高位时，意味着次新板块超涨，接下来下行压力较大，而当这一指标处在历史低位时，意味着次新板块超跌，接下来上行概率较高。

总的来看，虽然当下权重板块仍在释放补跌压力，但市场局部机会开始显现，使得市场接下来的春季行情给予希望。华泰证券研究指出，2009年以来，即使A股上市公司处在盈利下行周期，春节前后均出现春季躁动。“2019年春季躁动行情或将类似于2013年至2015年，于春节前开启，于节后快速回落，尤其经济基本面环境类似2015年，A股企业盈利整体未明显改善但流动性相对宽松，不论是直接融资或是间接融资渠道都有边际宽松空间。”

申万宏源证券策略分析师傅静涛表示，12月是春季行情准备期，可以耐心等待后续政策催化，开启春季行情。

转入磨底阶段

整体来看，2018年对于A股是个“快速寻底年”，截至12月25日，上证指数年内累计下跌24.26%，历史上仅次于2008年。

“本轮A股调整空间与时间均已较为充分。”一市场人士向中国证券报记者表示，当前A股已由“寻底”转入“磨底”阶段。

在财富证券策略分析师黄仁存看来，长期来看，A股整体的预期收益率及风险溢价回报已经接近底部水平。这个时点的A股大概率处于“震荡筑底”的阶段。

从2449点以来的市场运行看，在多空因素交织下，磨底阶段指数仍有较大波动。从2012年A股磨底的经验来看，投资者对于系统性风险和长期增长问题的担忧，将会使得A股在底部时的波动较大。如果风险事件持续发酵，A股可能有继续下跌探底的风险。”

19日创下的2449.20点低位仅一步之遥，不过，指数下破2500点后，市场自身抵抗力量显现，午后主要指数跌幅有所收窄。

从资金流向上看，尽管午后随着指数止跌上行，场内资金大肆净流出趋势有所好转，甚至尾盘阶段市场还获得1461亿元净流入，但总体来看，资金趋冷仍是不争的实施。Wind数据显示，昨日沪深市场共计遭遇123.07亿元资金净流出，净流出规模为前一日的3.84倍。

并且总体来看，12月14日以来，沪深市场主力运行方向为持续净流出，主力资金风险偏好并未发生实质性扭转。本周一虽然净流出规模从前一交易日的148.48万元骤降至32.05亿元，但14日以来的8个交易日中，有6个交易日净流出规模超过1千亿元，14日当天净流出更高达281.92亿元。

并且总体来看，12月14日以来，沪深市场主力运行方向为持续净流出，主力资金风险偏好并未发生实质性扭转。本周一虽然净流出规模从前一交易日的148.48万元骤降至32.05亿元，但14日以来的8个交易日中，有6个交易日净流出规模超过1千亿元，14日当天净流出更高达281.92亿元。

低，继续看好利率债表现，预计2019年10年期国债收益率底部中枢为3.2%。

宫飞认为，目前股票估值已经接近较低水平，但并不意味着股票所代表的风险资产就能向好回升，他建议坚守待变，等待政策信号。他表示，2019年年中由于经济下行压力的加大，房地产政策可能会有所调整，对刚需的压制会减轻，届时房地产产业链景气度上行，在下半年看好一二线城市地产的机会。同时，股票市场的相对收益率下半年要好于上半年。如果重要会议释放的改革政策超预期，科技龙头将被看好，重点在半导体、5G、军工、高端制药、计算机领域，如果中性预期，就看好控通胀防守型的食品饮料、商贸零售和农产品领域。

“理论上，无风险利率下行对估值利率敏感型的成长性行业较为利好。”宫飞认为，因此，在利率阶段性下行期看好国家资本与商业的长周期结合的相关行业。然而在股票企稳迹象有所显化。在这样的背景下，昨日一度跌逾2%的国防军工指数尾盘跌幅有所收窄，收跌0.65%。

值得注意的是，在外部因素缓和、行业景气度回升背景下，投资者对国防军工的表现寄予厚望。但客观而言，近期板块表现却并不尽如人意。回顾今年以来军工板块的整体表现，自年初以来，板块亦经历了一轮显著的回调。截至昨日，板块自年初以来跌幅超过20%。而自4月以来高点至此前阶段低点，中信国防军工指数的最大跌幅更是超过30%。

从板块基本面的角度来看又是另一番情形。整体来看，此前广发证券就曾表示，当前基本面拐点确认，看好行业景气度的持续提升，2019年—2020年行业基本面向有望持续向好。在该机构2018年策略报告中，广发证券就曾指出，看

财通证券策略分析师马涛提醒道。

而中原证券研究所所长王博则表示，从政策底演变历史来看，2019年上半年A股有望迎来底部。当前基本面并不利于政策底向市场底迅速转变，但积极因素正在积累，A股估值经过充分的修复后，按照历史统计规律来看，2019年上半年有望迎来市场底。

至于磨底阶段的时长问题，市场仍有不同看法。

中信证券策略研究指出，A股有望在2019年下半年迎来转机。一是A股盈利增速2019年二季度探底，三季度回升。基准假设下，全部A股2019年盈利增速从2018年的9.7%下降到5.4%，单季同比呈“V”型走势，且底部下探不会太深，预计4个季度增速分别为4.5%、4.1%、5.4%、8.2%。

二是政策预期逐步明朗。政策预期在两会后明确，预计市场风险偏好2019年二季度末期逐步回暖：大盘在一季度盘整后，二季度会逐步进入盈利和估值修复共振的上行阶段。

三是市场流动性前低后高。保守估计，产业资本（包括纾解股权质押的专项基金）、保险、外资的资金2019年累计流入A股4300亿元，流入节奏上前后高，下半年市场流动性状况更好。

也有机构表示，中期反转需要聚焦信用扩张和实质性改革。2019年A股走势将会有所波折，有望呈现“N”型走势。

聚焦结构转型

2018年是A股较为困难的一年，市场趋势性的机会并不多，那么对于2019年，有哪些投资机会值得关注？

“2019年行业配置与主题选择要注重逆向思维、守正出奇。”中金公司2019年策略报告指出，一是逆向思维。市场整体估值处在

究其原因，短期风险事件密集，加剧了投资者不确定预期。国泰君安证券分析师李少君表示，预期仍将维持反复波动状态，建议投资者谨慎参与。结构上来看，在风险偏好修复反复的情况下应注重防御性，阶段性风险偏好下应把握风险偏好弹性，更加看好上证50和中证500在当前市场风格状态下的相对表现。

银行板块一枝独秀

行业方面观察，净流出依然是昨日主力运行的主基调。Wind数据显示，28个申万一级行业中，昨日有27个板块呈现净流出状态。

具体来看，休闲服务、食品饮料、交通运输板块净流出规模相对较小，为1562.68万元、122亿元、158亿元；非银金融、电子、有色金属、机械设备板块分别净流出134.8亿元、10.44

总体趋势上，目前有三个问题：第一是去杠杆下面临较大的经济下行压力，企业现金流紧张，预计未来盈利增速可能下行；第二是国际贸易局势紧张的外部冲击对我国股票债券市场产生了显著的负面影响，油价上行和美股波动两个逻辑可能加剧，既冲击风险偏好又制约我国无风险利率下行；第三是民营企业受信用收缩压力较大，大幅压低风险偏好。因此，在风险偏好没有明显回归的情况下，建议坚守低估值的策略。优先选择基本面较为扎实但是PB已经跌破1的公司。

商品方面主要关注原油价格，如果油价继续上行，他建议适当参与能化品的交易。宫飞认为，去产能的边际节奏有所放缓，从存量化解工作转向控制增量工作，在国家政策开始稳增长的方向上，预计2018年冬季环保限产以及“2+26”个城市的限产可能没有那么严格。这对于多数周期性工业品来说，由于供给扩张，价格面临下行压力。同

看好行业长期机会

分析人士强调，军工板块受益于军改落地，以及军民融合、军品定价机制改革等相关政策推动，而业绩兑现、估值不断趋向合理有望令军工股重获资金青睐。在板块基本面向好以及利好政策驱动之下，后市板块整体演绎空间可观。

东北证券表示，当前我国军工集团资产证券化比例大幅低于欧美成熟军工企业，超

相对低位可能已经计入较多悲观预期，具体时间点难把握，但当前市场可能整体处于风险释放后半程；二是“守正”。市场资金越来越机构化、国际化、多层次资本市场建设扩容等因素，盈利压力有可能继续释放，对个股基本面要求标准提高，基本面强、估值低的板块可能有相对收益；三是“出奇”。增长下行、政策托底可能逐步从预期变为现实，关注对政策敏感或预期极度悲观而出现的反转性机会。

报告还提出，未来3—6个月行业配置建议注意以下三个方面。一是逢低吸纳符合中国消费升级与产业升级趋势的优质龙头，当前建议在包括医药、家电、轻工、餐饮旅游等领域精选个股，同时也关注食品饮料、汽车及零部件、TMT等泛消费类板块更好的买入时点。

二是关注下跌时间长、幅度大、估值低、预期已经较为悲观的部分板块边际改善机会，包括券商、保险、军工、部分新能源等。

三是相对看淡近年受供给侧改革支持、未来需求放缓更明显、估值风险释放尚不充分的板块，主要包括原材料等板块。

中信证券则表示，“聚焦结构转型，拥抱高端制造和服务业。”一是制造业转型升级、全球布局、向头部集中。看好以汽车零部件、工程机械和光伏为代表的具备全球竞争力的高端装备制造，以半导体、工业机器人为代表的自主可控设备/核心零部件，以5G为代表的新型基础设施以及以新能源车（产业链）、智能家居为代表的新兴消费品制造。二是消费性服务和生产性服务两手抓。消费性服务看点是改革推动市场化供给侧调整，看好医疗服务、保险服务和教育，生产性服务业(企业服务)看点是对外开放以竞争促进发展，看好企业云服务、软件/存储服务、商业信息服务等。

亿元、10.44亿元、9.85亿元，规模居前。整体看，净流出规模超过5亿元的板块有11个。

与此形成鲜明对照的是银行板块，昨日该板块共计获得229.91亿主力资金净流入。并且，昨日个股净流入规模最大的前三只股票均为银行股，分别是农业银行、工商银行、中国银行。

对此，广发证券分析认为，近期央行连续多日净投放，市场资金面紧张态势有所缓解。并且，接下来财政存款年末集中投放叠加明年1月的降准可能，银行间流动性的充裕程度预计会提升至阶段性高点。时隔半年，金融市场利率将迎来第二个快速下行窗口期，且年报业绩尚未披露，板块可能迎来阶段性机会，同业负债（含NCD）占比较高的部分股份行，以及由于明年行业增速下行预期错杀的优质银行将成为反弹首选。

此外，受风险偏好冲击、政策扰动、海外事件的多重影响，需要密切关注资本市场的高波动率所带来的负面影响，相对看好黄金。

地产方面，他认为近期房地产调控依然没有放松迹象。预计随着2019年年中地产政策边际放松，三四线城市热度难以继，一二线城市或从低迷环境中反弹复苏。首先是地产投资缓慢下行，土地带滞影响到走弱，房企加速推盘带动地产销售回升，到位资金结构继续分化；其次是受棚改政策调整的影响，未来地产投资可能继续走弱；最后是棚改货币化安置比例下调意味着东部三四线城市房价、销售基本见顶、居民加杠杆行为的见顶，中长期看好一线城市房价上行。

时，由于经济存在下行压力，内需支撑作用也较弱，因此国内基本面并不支撑商品价格走高。然而，原油抬升带来相关能化品上涨可适当关注。

此外，受风险偏好冲击、政策扰动、海外事件的多重影响，需要密切关注资本市场的高波动率所带来的负面影响，相对看好黄金。

地产方面，他认为近期房地产调控依然没有放松迹象。预计随着2019年年中地产政策边际放松，三四线城市热度难以继，一二线城市或从低迷环境中反弹复苏。首先是地产投资缓慢下行，土地带滞影响到走弱，房企加速推盘带动地产销售回升，到位资金结构继续分化；其次是受棚改政策调整的影响，未来地产投资可能继续走弱；最后是棚改货币化安置比例下调意味着东部三四线城市房价、销售基本见顶、居民加杠杆行为的见顶，中长期看好一线城市房价上行。

过4万亿元总资产中的大部分未能上市，其中包括最优质的科研院所资产。2017年7月国防科工局启动首批41家军工科研院所转制工作，目前兵装58所的改制方案已获批。2018年军工集团旗下上市公司资本运作事件显著增多，随着军民融合战略和本轮国企改革深入推进，“十三五”末期军工资产证券化进程有望继续提速。

而从交易的角度来看，中信证券指出，虽然板块短期市场风险偏好仍将继续承压。但考虑到未来一两个季度内，定价机制改革等军工各项改革有望取得实质性进展，板块内主要公司估值水平也依旧处于合理区间中下部，在行业基本面持续改善、军工集团资产注入有望加速的背景下，低估值子板块龙头的投资机会仍值得关注。

融资余额区间震荡 银行板块受青睐

□本报记者 牛仲逸

近期上证指数围绕2500点一线区间震荡，截至24日，期间两融余额持续在7600亿元下方整理，并未见大幅下滑。

分析指出，近期银行、保险等前期强势板块纷纷补跌，令融资余额承压，随着后期权重板块企稳，两融余额也有望随之修复。

融资余额小幅回升

Wind数据显示，截至12月24日，上交所融资余额报4666.95亿元，较前一交易日增加1.74亿元，融资融券余额报4726.37亿元；深交所融资余额报2911.24亿元，较前一交易日减少0.09亿元，融资融券余额报2921.02亿元；两市两融余额合计7647.39亿元。

近三个交易日，沪指2500点三度失而复得，从现有数据，21日盘中跌破2500点，对融资客投资情绪影响较大，21日融资余额下滑幅度为近期高位。不过总的来看，融资余额在12月14日跌破7600亿元后，整体仍维持震荡态势。

市场人士表示，近期市场观望气氛较重，在此背景下，两融余额大幅拉升有较大难度。不过，在市场筑底阶段，两融余额不断夯实底部，为后市反弹打下坚实基础。

对于后市A股，爱建证券表示，2019年市场的运行空间预计有限，但是在市场稳定预期的大背景下，市场的活跃度预计较2018年有提升，市场虽然大的趋势性机会概率较低，但是结构性的机会概率较高。这就决定了2019年主要的投资机会更多是事件驱动的交易性

行情，预计2019年银行板块将类似演绎。上半年相对收益为主；经济预期悲观，市场较为低迷，银行股成为“从不确定中寻找确定性”的配置品种；下半年有望迎来绝对收益期；悲观预期边际改善，市场估值否极泰来，银行股有望迎来绝对收益的机会。

情绪修复 航空股后市行情可期

□本报记者 黎旅嘉

昨日，两市主要指数有所企稳。在这样的背景下，早盘一度有所回调的航空股午后持续走强。在油价“跌跌不休”的背景下，板块积极走势此前也已被市场所预期。

今年以来，航空板块的走势可谓“跌宕起伏”。虽然行业整体向上，但股价因素却一直不大，受外部因素影响，股价持续下跌。截至昨日，今年以来航空指数跌幅达到36.85%。不过针对板块后市，分析人士指出，当前板块基本面依旧稳健，在预期改善背景下，航空板块前景依旧可观。

9.6%，低于全年平均水平，已基本与严控加班的旺季相当。天风证券认为，未来随着时刻总量中期调控，执行率提升空间收窄，供给增速有望保持较低水平。近期国航、东航已于京沪线再度提价，全价机票提高至1490元，客观而言，虽不否认短期需求并不强势，但未来一旦需求转暖，票价改革将为核心干线市场带来更强的价格弹性，利于价格迅速向好。

风险收益比提升

整体而言，当前行业整体趋势向上；叠加政策利好，外部因素好转，目前板块估值整体已存在一定的安全边际，而估值与风险收益比也具有一定吸引力，有望展开估值修复行情。

当下航空业依旧是高β（1.1—1.2）品种，但竞争格局优化后的α值得期待，招商证券认为。而油价和汇率仅仅只是股价上涨的“借口”，本质则是“风险收益比”的提升。大航司即期PB（A/H分别为1.3/0.9—1倍）和PE（2019年10倍）都已经具备了相当吸引力，短期催化剂明确（内需预期和日韩外需改善/油价下跌/汇率企稳），中期看2倍PB。

针对后市，兴业证券指出，航空股历史PB的低点一般出现于盈利和预期的低点。当前前三大航PB处于相对低位，贴近历史区间的下轨。紧供给弱需求供需仍在改善通道中；从外围因素看，2018年10月以来油价大幅下跌，2019年油价均值同比大幅上张概率较小，同时人民币虽然贬值预期尤在，但是贬值幅度和对业绩的影响程度超过2018年概率较小，总体来看，明年外围因素和盈利都将大概率相对改善。因而航空股位于业绩预期和估值的低位，持有胜率较大。

年初以来，航空运输业整体面临的外部环境变化较为剧烈，不过近期的变动趋势总体对民航运输业却是有利的。自10月下旬板块筑底回升过后，虽然此前航空板块再现弱势调整，但由于油、汇方面的利好，不少投资者仍对航空股的未来表现有所期待。

分析人士表示，在近期国际油价持续下跌的背景下，航油压力趋缓，外围扰动的缓和同样利好航空股估值修复。但考虑汇率贬值扰动持续，公商务出行降速风险仍未出清，预计航空股持续性超额收益仍需等待。

从基本面来看，天风证券指出，11月民航国际线增速仍整体快于国内线，航距有所拉长，而剔除航距影响后，经该机构测算，11月民航座位投放数同比增速为