

■ 财富圆桌

A股春季“躁动” 行情成色几何

□本报记者 王朱莹

1月以来,A股在政策底进一步夯实基础上,走出了一轮反弹行情。本轮春季行情既有宏观因素提振,也有技术性反弹因素,其反弹动能持续性如何,市场底是否已现?中国证券报记者邀请广发证券首席策略分析师戴康、招商证券首席策略分析师张夏和星石投资合伙人、副总经理易爱言进行解读。

A股估值基本见底

中国证券报:1月以来,政策利好频出,市场连续反弹,是否意味着经过2018年的深幅调整,A股已见市场底?

戴康:2019年A股主要矛盾将转向盈利下行,预计呈现此消(盈利)彼长(估值)的震荡格局。A股见底的时间取决于政策对冲力度与盈利下滑速度的相对力量。预计2019年疏通资金供给及房地产制造业投资下滑将驱动广谱利率下行,从改善实体流动性与大类资产选择角度有助权益估值水平扩张,因此,A股估值已经基本见底,但因货币政策受全球流动性拐点与国内高杠杆制约,以需求端调整为主的“衰退式宽松”将使得估值扩张力度较弱,需等待信用扩张见效形成“盈利底”预期。

张夏:目前A股大概率处于底部区域,但是否真正见底还有待观察。政策底已经见到,盈利底将在2019年上半年出现,之后可能才能真正见到市场底,但这并不意味着市场毫无机会,在政策频出持续催化各个板块行情的背景下,市场将维持不错的热度,阶段性机会也会频频出现。

易爱言:近期市场连续反弹的原因主要有两点。一方面,政策利好不断。2019年将有更多托底政策陆续推出,近期央行设立定向中期借贷便利、降准是良好的开始。另一方面,从资金供给来看,1月以来北上资金再度持续小幅净流入128.35亿元,市场人气有所提升,两市交易量也重新回到3000亿元以上,各行业指数换手率明显回升,股市流动性较前期有所改善。

商誉减值并非关键变量

中国证券报:商誉减值对A股走势影响几何?哪些板块影响最大?

戴康:商誉减值主要影响的是创业板上市公司,经测算,截至2018年三季度,创业板商誉规模2700多亿,占净资产比高达20.6%,是2018年年报净利润的3倍以上。2018年年报将是创业板商誉减值的高发期。

在创业板细分板块中,传媒、休闲服务及计算机的商誉占比最高,这些板块受到商誉减值的影响相对更大。不过,对照2018年初的经验,商誉减值预告并不是决定A股市场周期的关键变量。

张夏:近两年,中小市值股票持续走弱,其

背后原因之一就是市场担忧中小创的商誉问题。预计2018年商誉减值达到高峰。2019年后商誉减值对业绩冲击逐渐消退。目前来看,传媒、电子、计算机等行业的商誉减值风险较大,对于业绩的不确定性较大,预计商誉问题将在2018年报中迎来一波出清,进入2019年后,信息技术行业的内生增长及并购政策放松将带动业绩改善。

但市场对商誉问题的研究和预期已比较充分,受影响的板块和个股股价已经充分反映,后期出现超预期的可能性很小,在业绩预告逐步披露完毕,商誉出清以后,相关板块的优质公司可以考虑逐步布局。

易爱言:商誉占净利润比值较大的行业分别为计算机(476%)、传媒(446%)、国防军工(302%)、休闲服务(263%)、通信(255%)、机械设备(165%)等。但从历史经验看,商誉减值实际发生的比例通常比较低,从创业板来看,2017年商誉减值损失/净利润的比值仅为15.6%,而商誉/净利润比值为158.02%,因此商誉减值也并非洪水猛兽。对于普通投资者而言,在进行投资决策的时候还是要精选基本面良好的标的,警惕商誉较高的标的。

中国证券报:美联储加息步入尾声,对A股影响几何?

戴康:美国加息周期步入尾声意味着全球流动性拐点出现边际缓和,能够提升国内外投资者对于风险资产的偏好,中国股市也将共振向上,助力春季“躁动”行情开启。同时,加息周期步入尾声,美元指数、人民币汇率以及中美利差对中国货币政策的掣肘将有所缓解,中国货币政策将具备更大的操作空间,“宽货币”到“宽信用”的政策路径会更加从容,A股的估值水平也将得到一定程度的提振。

张夏:从美联储官方表态及市场预期来看,加息已经进入尾声。美联储加息步入尾声将大大减缓全球资金回流美国,对于新兴市场的资金面来说是一大利好,对于A股来说,随着过去几年陆股通逐步开通及A股纳入MSCI,全球配置型资金逐步加大了对A股的配置,2018年外资逆市加仓,北上资金累计净流入2942亿元,美联储加息步入尾声也边际上减缓了资金流出的风险,2019年外资将延续净流入状态,A股资金面也将有所保障。

易爱言:近期在美国经济见顶信号累积、股市波动放大的背景下,美联储加息路径如果放缓,将大大缓释人民币的汇率压力,也为货



币政策打开空间,预计2019年的外部环境将更加友好。

春季“躁动”行情有望延续

中国证券报:对一季度走势如何展望?应该沿着何种主线进行布局,哪类风格有望胜出?

戴康:一季度A股春季“躁动”行情有望延续,金融和成长都具备“躁动”的潜力,股市将迎来不低于10%的上涨幅度。不过,需要警惕从1月中旬开始的创业板商誉减值预告,高商誉占比的行业和公司或面临股价一定程度的下跌。

可以沿着政策导向的行业发力,比如:受益于宽货币(降准)政策的金融股和成长股(但要规避高商誉的公司);受益于财政政策边际发力的家电、新能源等板块;“宽信用”潜在发力方向的“新基建”如5G、核电等;内外部共振叠加“十三五”后期订单有望增加的军工板块等。

张夏:A股将大概率处于震荡向上的行情,主要因素在于业绩底逐步临近、逆周期调控力度逐步加大以及相关谈判结果的落地。配置方面,聚焦逆周期,关注两类型行业。第一类型是以通信、传媒、软件为代表的TMT行业(含军工);第二类是以轨交、市政园林和水泥为代表的逆周期基建。除此之外若为了规避商誉和解禁,次新股中业绩优质标的也可以重点

考虑配置。

风格上来看,中小市值风格可能更加占优,主要理由是,根据历史经验和逻辑推理,经济下行企业盈利下行,基本面乏善可陈;政策确定性、空间确定性取代业绩确定性成为投资的重要理由,以TMT行业为代表的偏中小盘风格有望占优。

易爱言:2019年,我们将着重配置以科技为核心的成长股。从宏观和政策环境来看,2019年可能呈现“经济逐步见底+利率中枢下行+政策支持力度强”的特征,在这样的环境下,成长股的弹性往往更强。从A股20多年的历史来看,符合时代特征和经济发展方向的板块诞生牛股的概率也最大。因此,我们将沿四条主线进行配置:

一是已经具备全球竞争优势的先进制造业比如新能源汽车产业链;二是受益于制造业转型升级的智能制造,比如工业机器人、云计算、人工智能、5G等;三是兼具消费属性和科技属性的行业,比如医药生物,主要看好医疗服务、高端仿制药和创新药三个细分领域;四是其他弱周期成长股,比如扩张能力较强的新零售企业以及竞争格局好、品牌号召力强、定价权高的大众消费品等,这些细分领域的股票与周期相关性较弱,成长性也较强,因此同样具备较高的配置价值。

周涨幅创纪录 人民币汇率短期稳中有升

□本报记者 张勤峰

收盘报6.7482,较上一交易日大涨343个基点,随后盘中进一步升破6.74关口,刷新2018年以来新高。

从收盘价来看,本周在岸人民币兑美元汇率累计大涨1163个基点,升值幅度为1.72%,单周升值幅度为2005年7月汇改以来最大,此前最高记录为2017年9月4日-8日录得的1062个基点涨幅。

“市场预期美联储将暂缓加息,美元走软,这也支持了人民币走势。如果国际经贸关系继续缓解,那么美元兑人民币可能进一步较7.00元心理关口回落。”FXTM富拓研究分析师Lukman Otunuga点评称。

值得注意的是,汇丰(HSBC)的分析师已不再预计美元兑人民币到2019年底将升破7元水平,该机构已将其预测值由原来的7.1元下调至6.95元。

短期稳中有升

市场人士认为,后续人民币汇率走势仍需看美元表现,而短期内美元存在继续下探的可能。

建行金融市场交易中心汇率交易团队指出,短期来看,美元面临三大风险:第一,由于在边境墙问题上与国会没有达成一致,美国总统特朗普拒绝结束联邦政府部分停摆状态;第二,特朗普持续抨击美联储的加息行为让市场担忧美联储独立性可能受到损害;第三,2018年圣诞节前财长努钦向金融机构询问市场流动性并与美国金融市场工作组讨论市场都加深了市场对美国银行体系安全与流动性等的深层次担忧。上述风险的持续发酵短期内让美国经济及政策陷入混乱的状态,拖累美元。

该团队表示,“我们预计1月人民币大概

率维持[6.75,6.92]的区间内震荡,升值动能更强,但总体来看双边均有交易机会,建议客户在6.85上方及时结汇,如果人民币短期内升值过快,则可等待回调再结汇。”

新时代证券进一步指出,2019年人民币汇率贬值压力有望缓解,假定2019年资本管制强度不变,资本外流可能边际缓解:第一,2019年短端中美利差收窄程度可能不会太大。第二,美元指数或在2019年中出现拐点。第三,综合国内外环境看,中国政府有意愿维持人民币稳定。

华泰证券宏观研究李超团队同时表示,外汇储备连续两个月转正,给未来央行货币政策边际宽松创造了操作空间,短期内我国官方外汇储备企稳会部分对冲央行降准对人民币汇率造成的贬值影响,中长期人民币汇率大概率维持稳定。

21日起国债可作全部金融期货品种保证金

□本报记者 王辉

中国金融期货交易所11日发布《关于国债作为保证金业务的通知》称,为进一步降低市场成本,发挥国债作为保证金业务的市场功能,自2019年1月21日起结算会员提交的国债可作为全部金融期货品种的保证金。请各会员单位加强自身的风险管理及对客户的风险提示,保障业务有序开展。此外,2014年12月26日发布的《关于开展国债作为国债期货保证金业务试点的通知》同时废止。

业内人士表示,国债担保品适用范围将扩大到全部金融期货品种,可以提高各投资者对国债的持债意愿,加强投资者对国债期货的关注程度。同时还可提高各金融机构对国债期货的交易兴趣,进一步丰富期货经营机构的保证金种类,提升中介机构利用期货保证金购债可能。此外,将国债担保品适用范围扩大至全部金融期货品种可提升市场运行效率,降低机构投资者持仓成本,提升金融期货市场的服务水平。

把握债市国际化机遇 深耕证券服务价值链

□本报记者 王姣

“创新进行时——探索‘全球通’价值增量服务”的圆桌论坛。

我国银行间债券市场实行直接持有制度,与国外较多地区沿用的间接持有(名义持有)安排存在差异。汉坤律师事务所合伙人杨铁成指出,我国银行间债券市场实行的直接持有、结算代理的制度,法律关系清晰、可有效保护投资者权益且不影响托管行等中介机构为投资者提供附加服务的功能发挥。境外间接持有制度则可能影响所有权的明确性,如雷曼兄弟破产后,投资者需要花大量时间和精力向清算机构证明他们是资产所有者。

从服务需求方角度,富达国际中国区运营总监Senan Yuen表示,全球通模式(结算代理)下的直接入市渠道与香港“债券通”模式下的间接入市渠道各有优势,一般规模较大、需要开展多品种交易、已开展在岸外汇交易的机构,更偏好于“全球通”直接入市。而提供本地实践和监管动态的更新解读、持有的业务牌照和提供的交易报价、提供现金报告的及时性和灵活性、一点对接的服务能力和次托管行资质等,是

境外投资者对于结算代理行的重要关注点。

依托创新应对挑战

从服务供给方角度,浦发银行香港交易中心副总经理毕玉升、花旗银行金融市场及两融期货证券服务部中国区主管彭振宇表示,正就债券借贷、现金管理和外汇服务等新兴领域进行探索,发挥本地银行跨市场、多产品的综合服务能力,运用债券担保品提供授信和融券等产品服务。

作为银行同业间国际合作组织,SWIFT中国区总裁黄美伦建议,加强同业间合作、推动行业创新,更好地满足金融科技迅速发展下市场参与者的持续升级。

圆桌嘉宾一致认为,在债券市场领域,继续发挥在岸市场直接持有模式安全、简洁、透明的制度优势,同时对标国际市场,进一步发挥结算代理行直接面向客户提供服务的功能,单层账户、多层服务,并不断发挥创新活力,应是推动结算代理模式增值服务和在岸金融机构国际化能力提升的有效途径。

主线关注科技军民融合

“看好2019年军工行业,并给出2019年军工主线,即逆周期调节因子和科技军民融合。”东兴证券分析师陆洲等表示。

陆洲等表示,2019年可以定义为科技军民融合的新起点。科技军民融合的本质是企业价值的提升,因为消费(军工本质上是防务消费)和社会进步会带来商业模式转型,提升企业的内在价值和公共福利。IBM、谷歌、波音、通用汽车、通用动力、劳斯莱斯等,在所在国家都是军民融合的高科技企业。相信中国也会出现世界级的军民融合高科技企业。中长期看,如果配置科技军民融合的龙头企业和有稀缺性的股票,大概率能跑赢同类市场。

张高艳则认为,航空仍是风向标,直升机产业链、信息化装备有望迎来新景气。首先,2018年航空板块盈利增速最高、持续性最好,航天紧随其后,其他子板块波动较大。我国航空正全面进入“20时代”,预计航空产业链依然是行业景气风向标。其次,直升机需求潜力大、新机型量产在即。随着新一代直升机进入量产阶段,相关整机厂、发动机、核心系统与材料供应商均将充分受益。第三,国防信息化是未来投入的主要方向,雷达、通信、电子、导航等领域的优质民参军将迎来拐点。

■ 瞭望塔

成长的烦恼渐渐发酵

□本报记者 叶涛

本周市场阴晴互现,一涨一落的过山车走势,一方面彰显持续调整过后人心思涨,市场底部根基得到夯实;另一方面也折射出,经历此前两度探底,主流投资者对于市场是否已跨过拐点仍心存疑虑。这为创业板接下来走势埋下伏笔。

根据相关规定,1月31日是所有创业板公司年报强制披露的截止日,一旦此前喧嚣一时的创业板股票商誉大幅减值预期被坐实,市场风格大概率朝着大强小弱的分化方向演绎,届时成长阵营或遭遇自身基本面和投资者情绪面波动的双重压力。

从盘面来看,创业板上空已经开始弥漫“阴霾”的味道。一周来,无论大势如何演变,创业板指在主要股指中始终走势偏弱。每当大盘震荡下行,创业板指往往“冲锋”在前,跌幅更甚,资金流露出明显的出逃心态;而逢两市主板拉升上行,创业板指“抬头”速度却又慢人一步。作为场内最具弹性的品种,创业板股票本应先发而动,近几日却突然反应迟钝,无视盘面种种信号,这其中已经隐隐反映出主流资金的担忧。

参考已经披露2018年年报业绩预告的上市公司,对于商誉减值风险做出提示的公司共有62家;其中明确说明商誉减值问题且将对盈利造成冲击的公司集中在传媒和电气设备行业。而传媒、电气设备恰恰是成长类上市公司密集“扎堆”的领域。目前,年报预告处于进行时,存量商誉尚未出现大规模上升,但部分行业商誉问题突出已经敲响警钟。

从2018年三季度数据来看,创业板、轻资产行业商誉压力本就不容小觑。截至去年三季度末,全部A股商誉规模共计145万亿元,商誉/净资产比例为4.10%,分别较2013年大幅提升576%和293%。其中,创业板商誉问题凸显,商誉/净资产为19.24%,远高于主板的2.60%和中小板的11.22%。商誉/净资产偏高的行业包括传媒、计算机、医药、家电等。

此外,从创业板公司历年披露情况看,业绩不好或业绩爆雷的公司,往往倾向于在最后时间披露。虽然市场对商誉减值的风险早有预期,但当糟糕的报表真正披露时,股价的风险仍然较大。以2018年1月为例,彼时由于年报预告出现较多商誉减值,创业板指在当年1月最后一周和2月首周跌幅一度超过10%。

还必须看到的是,2019年1月是全年解禁高峰,超过200家公司的400余亿股流通上市,创业板公司在其中占据重要分量。尽管1月之后解禁规模明显降低,但在此之前,商誉减值和解禁风险始终是创业板运行必须跨过去的两道坎。有机构预计,创业板2018年商誉减值规模超过160亿元,大幅高于去年同期平均水平,导致创业板成绩单季度负增长。

从历史上看,商誉与创业板走势常常是一荣俱荣,一损俱损。2013年创业板牛市便是以商誉增长为发轫,2015年牛市更是商誉爆发式增长的直接催化剂。那么,当硬币开始翻到另外一面,减值的风险就不容忽视了。短期来看,仍建议投资者提防创业板减值“黑天鹅”风险,待靴子落地、压力消化后再图布局。

券商看好国防军工股

□本报记者 王朱莹

2019年A股市场风险偏好回升,截至1月11日,沪深指数累计反弹2.4%,其中国防军工行业指数以9.46%的涨幅高居区间涨幅榜首。成分股中,航天通信区间涨幅高达49%,瑞特股份、长城军工和中航高科累计涨幅在20-31%。券商人士认为,2019年军工板块值得看好,尤其科技军民融合主题值得关注。

军工景气度向上

年初以来军工领域好消息频发:如1月3日,中国嫦娥四号探测器成功着陆在月球背面的预选区域——艾特肯盆地冯·卡门撞击坑。

“受A股整体市场环境影响,当前军工板块处于近五年来的历史低位,在国防建设重要性凸显、社会关注度提升、整体市场环境向好以及军工行业景气度向上的背景下,推荐投资者关注军工板块投资机会。”国海证券分析师谭倩表示。

国盛证券分析师张高艳认为,2019年内外因素共振,军工逆周期属性将得到进一步凸显。第一,长周期看,2017年全球军费1.74万亿美元(+3.4%),我国军费/GDP占比仅为1.3%,仍远低于主要国家平均水平,大国博弈下,加大军工投入成为必选项;国内经济增速换挡期,军民融合国家战略将成为经济新引擎。第二,“十三五”后半程,将步入补偿性采购高峰期。2018年军费增速达8.1%,“后军改时代”军费拐点向上+执行率提升。第三,从产业链角度看,2018年军品采购节奏加快,预计2019年起将迎来装备采购高点,行业高景气度将进一步蔓延至整个产业链。

看好2019年军工行业

“看好2019年军工行业,并给出2019年军工主线,即逆周期调节因子和科技军民融合。”东兴证券分析师陆洲等表示。

陆洲等表示,2019年可以定义为科技军民融合的新起点。科技军民融合的本质是企业价值的提升,因为消费(军工本质上是防务消费)和社会进步会带来商业模式转型,提升企业的内在价值和公共福利。IBM、谷歌、波音、通用汽车、通用动力、劳斯莱斯等,在所在国家都是军民融合的高科技企业。相信中国也会出现世界级的军民融合高科技企业。中长期看,如果配置科技军民融合的龙头企业和有稀缺性的股票,大概率能跑赢同类市场。

张高艳则认为,航空仍是风向标,直升机产业链、信息化装备有望迎来新景气。首先,2018年航空板块盈利增速最高、持续性最好,航天紧随其后,其他子板块波动较大。我国航空正全面进入“20时代”,预计航空产业链依然是行业景气风向标