

■ 财富圆桌

A股蛰伏期：政策底到市场底还需时日

□本报记者 王姣

最新公布的社融数据好于预期,表明宽信用效果开始初步显现。对A股而言,目前市场对政策底已显现的预期达成高度一致,那么经济底将何时出现?哪些因素又可能推动市场底提前到来?中国证券报记者邀请国金证券宏观分析师段小乐、申万宏源证券策略分析师傅静涛和方正中期期货金融衍生品高级研究员彭博探讨。

信用收缩拐点未现

中国证券报:结合最新经济数据看,当前宽信用效果如何?阻碍宽信用见效的障碍在哪些方面?

段小乐:宽信用的初步效果有所显现,但信用收缩的拐点尚未看到。从2018年12月的出口、金融和通胀数据来看,前期政策转向宽松对信用收缩的对冲作用有所体现,信用收缩的速度和幅度有所收窄,但信用收缩的态势尚未完全逆转,经济增长的下行压力有所加大。

从商业银行的角度来看,阻碍宽信用的主要问题有三个:一是经济下行压力加大背景下,企业的经营难度上升,二是中小企业和民营企业存在一定的违约风险,三是整体市场风险偏好下降。

傅静涛:截至目前,仍未见到金融数据总量和节奏的明显改善。这背后的原因主要有两个:一是实体经济需求不足,地方政府项目储备有限,小微企业和民营企业缺乏扩张意愿;二是金融机构出于风险控制考虑,对实体经济的支持有所弱化。前者是周期性问题,企业部门资产负债表受伤之后,实体需求不足的问题难以在一朝一夕间解决;后者也要遵循经济规律。我们高度关注近期管理层窗口指导金融机构、督促其服务实体经济的动向。

彭博:2018年12月经济数据总体并不理想,这也是2019年1月降准及宽信用政策出台的理由,短期宽信用的主要着眼点依然在维持中小企业的经营,但从实际效果看可能有限,目前经济不明朗的前景及消费萎缩极大地限制了中小企业的贷款需求,而消费的萎靡与房地产市场密切相关,目前的地产政策阻碍了宽信用效果的发挥,如果政策持续,将进一步抑制消费,从

而使得中小企业生存经营环境更加困难。

“经济底”仍需等待

中国证券报:预计经济底将于何时出现?判断经济底出现的依据有哪些?

段小乐:短期的经济底有可能在2019年3季度出现,但长期来看中国的GDP增速“换挡”的格局还将延续。金融一般领先实体经济一个季度左右,我们预计社融增速有可能在上半年企稳回升,在这之后,实体经济下行的局面才能稳住。

“经济底”的出现建立在政策宽松进行对冲的基础上。自2018年4季度以来,财政、货币、监管等政策均开始转向宽松。“经济底”的出现,仍以制造业PMI持续扩张、实际GDP同比不再下降为标志。

傅静涛:当前“政策底”的内涵主要包括两个方面:一是“稳增长”,二是“促转型”。判断“稳增长”效果主要是观察金融数据。关于金融数据的验证,我们提示三个关键点:第一,社融总量的改善对应着总需求的改善。我们认为,专项债与基建和土地一级开发等地方政府支出事项直接对应,是货币政策传导的重要途径,判断总需求观察全口径社融更为合适。第二,社融结构和信贷结构是我们观察“去杠杆”是否有缓和的关键。社融改善不仅需要新增信贷和新增企业债融资继续上行,还需要信用贷款和委托贷款等非标口径的下行放缓。第三,判断金融机构支持小微力度的关键指标不是企业中长期信贷,而是企业中短期信贷,应重点观察“制造业高质量发展”和“促进形成强大国内市场”的政策布局。

市场底不远 多领域可布局

中国证券报:对A股而言,市场底还有多



国金证券宏观分析师
段小乐



申万宏源证券策略分析师
傅静涛



方正中期期货金融衍生品
高级研究员 彭博

远?哪些因素可能推动市场底提前到来?

段小乐:市场底有可能在2019年2季度出现。传统上看,资本市场主要靠预期和边际定价,一般遵循“政策底——市场底——经济底”的出现规律。如果判断2018年4季度是政策底、2019年3季度为经济底,那么市场底可能在这之间出现。市场底可能与社融存量同比增速的拐点同步出现,时间点可能在2019年2季度左右。

彭博:估值底及政策底已现,要想出现经济底或者市场底,必然需要多次的“磨底”过程中市场资金和情绪均达成平衡。目前来看,市场资金对于股市仍总体持观望态度,人民币贬值趋势并未得到逆转,这些基本面面临重大不确定性,因此大资金不会轻易入市,短期市场底并未到来,仍需要不断震荡,甚至不断探底以试探资金面对于市场的接受程度。

中国证券报:下一阶段A股的机会主要集中在哪些领域?请给投资者一些操作建议。

段小乐:从2019年投资策略来看,成长股可能具备比较确定的比较优势。一是政策层面,对民营企业、中小微企业的支持力度进一步增加,对高科技行业和高端制造业的支持力度增加,意味着一些成长型标的能够享有政策红利。二是货币层面,流动性将明显宽松,市场利率和政策利率均有可能下调,企业融资成本逐渐下降,成长股具有较为确定的流动性溢价。

傅静涛:现阶段结构选择三大重点:其一,新老基建政策扶植明确,受财政收支紧平衡影响小,股价和赚钱效应处于相对高位,但仍可以高举高打。重点关注5G、光伏电站和新能源汽车;传统基建的投资逻辑与财政赤字、社融和信用利差直接相关,现阶段股价处于相对低位,可以耐心等待数据验证和政策预期的进一步明确,春季行情加速端,传统基建势必有所表现。重点关注建筑装饰,以及类基建的逆周期资产家电、汽车和房地产。其二,基本面下行,高景气方向稀缺,重点关注周期性景气的火电、畜禽养殖和黄金,以及行业政策底推动景气拐点的游戏影视和教育。其三,3月前一些确定性较高的催化可以映射到当下,MSCI2月底讨论提高A股纳入系数,传统核心资产未必差,消费龙头大概率不会缺席春季行情。

彭博:中长期来看,金融、科技、养老、医药生物将是未来可以投资的重点领域,这也是与未来发展密切相关的。金融包括证券、保险及银行等,未来将得到跨越式的发展;科技主要包括5G、新能源、人工智能等领域,这是国家战略性的发展方向,是资本重点投资的领域;随着中国人口老龄化的到来及独生子女一代进入中年,养老产业必然得到大发展;另外,人民生活水平的提升将带来医疗水平及费用的提升,医疗生物等产业未来仍有很大的上升空间。

央行补水逾万亿助流动性改善

□本报记者 王姣

本周央行重启公开市场操作(OMO)并连续5日开展逆回购,累计进行了12700亿元逆回购操作,实现净投放11600亿元,投放规模创历史新高,加上降准释放的约7500亿元资金,央行全周“补水”逾2万亿元,帮助资金面平稳度过税期高峰。

分析人士指出,本周央行逆回购+降准“双管齐下”,连续实施大额净投放有助市场流动性重回宽裕格局,当前投资者对流动性的预期继续保持平稳,资金面平稳过节问题不大。

OMO净投放创历史新高

面对税期扰动压力,央行本周重启并加大公开市场操作力度,叠加降准释放的中长期流

动性,累计投放资金逾2万亿元,尽显对流动性的呵护之情。

央行周一至周五分别开展了1000亿元、1800亿元、5700亿元、4000亿元、200亿元逆回购操作,共进行12700亿元逆回购操作,因本周累计有1100亿元逆回购到期(含800亿元顺延到期),本周逆回购操作实现净投放11600亿元。若考虑MLF的口径,因周二有3900亿元MLF到期,本周累计净投放7700亿元。此外,周二央行降准投放资金约7500亿元左右。

分期限看,在央行本周投放的12700亿元逆回购中,有7000亿元逆回购为7天期,央行在公告中也反复强调,开展逆回购是为了对冲税期影响;同时,还有5000亿元为28天期,占比约四成,考虑到这笔资金可跨春节,央行逆回购操作提前呵护春节前流动性的意图非常明显。

市场人士点评称,央行本周累计净投放逆回购高达1.16万亿元,在降准的同时罕见巨量投放,包括可跨春节的5000亿元28天逆回购,指向央行意在呵护资金面。

资金面大概率保持平稳

在央行的连续呵护下,市场资金面由紧转松,周内代表性的DR007一度回落至2.5355%,与7天期逆回购利率再度倒挂。

从货币市场表现看,1月18日,Shibor多数下行,隔夜品种跌8.05bp报2.1785%,7天期涨0.7bp报2.618%,14天期跌1.1bp报2.558%。银存间质押式回购市场上,隔夜品种DR001继续回落约8bp,目前徘徊在2.17%附近;7天期DR007最新报2.57%,较周内高点回落8个基点。

此外,18日银行间回购定盘利率涨跌互现,FR001报2.20%,跌8个基点;FR007报2.60%,与前日持平;FR014报2.50%,涨5个基点。

据市场人士透露,本周下半周,各期限资金整体均衡偏松,融出相对旺盛,资金缺口迅速被填平,市场资金面重回宽松状态。

国盛证券固收团队指出,虽然1月作为缴税大月对流动性存在一定冲击,但在央行的对冲之下,隔夜利率拐头向下。考虑到降准和MLF均受限,为补足税期+春节的流动性缺口,后续央行可能会更多依赖于逆回购投放。

“下周第二波降准将会落地,鉴于1月下旬地方债发行等因素下资金缺口较大,预计央行仍将持续进行公开市场操作,维持流动性的合理充裕”。华创证券最新点评称。

招商证券谢亚轩：人民币汇率弹性料进一步增强

□本报记者 张勤峰

开年一波凌厉的升值,给2019年人民币汇率走势增添几分悬念。招商证券宏观首席分析师谢亚轩接受中国证券报记者采访时表示,2019年美元已是强弩之末,大概率将冲高回落,人民币汇率将逐步摆脱贬值格局,汇率波动率将进一步上升,以6.72为中枢,在±6%的区间内波动。

中国证券报:在开年一波凌厉升值过后,人民币汇率双向波动加大,前期快速升值的推手有哪些?最近震荡加大的原因又何在?

谢亚轩:2019年以来,推升人民币快速升值后进入波动的主要原因包括:首先,从参考篮子货币汇率的角度看,美元指数的回落是人民币回升的前提条件。同样,最近数日美元指数转强之后,人民币汇率转弱。其次,从外汇供应的角

度看,此前数月为供应欧美圣诞市场的出口高峰带来贸易项下收汇和结汇的增加,加大外汇市场的供应量。从历史经验来看,年末和年初贸易项下的结汇一般都会一定程度上推升人民币汇率。此外,近期国内股票市场表现活跃,吸引资金通过陆股通北上,增加外汇供应。截至2019年1月17日,北上资金净流入规模达257亿美元。第三,经历近年来人民币汇率的双向波动后,居民部门的购汇意愿稳定,就算是个人经常项目下5万美元的购汇额度在1月1日更新后,也并未出现恐慌性购汇,从而加剧汇率的波动。

中国证券报:未来影响人民币汇率走势的主要因素有哪些?对2019年人民币汇率走势有何判断?

谢亚轩:展望2019年,我们从以下三个方面预判人民币汇率的走势:一是2019年美元已

是强弩之末,将冲高回落,结束本轮始于2012年的强美元周期。2019年美联储加息周期可能结束,美国GDP增速可能从目前的3%回落至2%以下,此外财政和经常账户双赤字也对美元产生负面影响。鉴于此,预计美元指数在未来再次挑战100整数位后,很可能冲高回落,结束本轮强势美元周期,预计美元指数波动区间为89-100。本轮始于2014年下半年的人民币贬值压力主要来自美元指数走强,未来如果美元终结其强势周期,则人民币将逐步摆脱目前的贬值压力。二是预计2019年外汇市场供求状况将基本保持平衡。三是2019年央行将继续完善人民币汇率市场化形成机制。基于以上判断,预计2019年人民币汇率的波动率将进一步上升,以6.72为中枢,在±6%的区间内波动。

中国证券报:近期央行宽货币政策不断,

会否给汇率走势造成压力?

谢亚轩:从货币政策目标选择的角度看,央行希望提升人民币汇率的弹性,以达到以下目的:一、汇率弹性提升有助于分化单边的汇率贬值预期。二、汇率的灵活调整有助于缓解国际资本外流的压力。三、人民币汇率的灵活调整有助于反溢出效应的发挥。四、人民币汇率弹性的提升有助于加强国际间货币政策协调。五、人民币汇率弹性提升有助于改善中国货币政策的有效性。对于人民币汇率而言,当内外冲击出现时,“7”这样一个整数点位不应该被视为“禁区”,而更应该视为早晚要打破和丢掉的“枷锁”。从2018年的实践看,央行成功实现了通过提升人民币汇率的弹性来为货币政策的有效性创造条件,这也将是2019年央行继续力争实现的一个目标。

贵州茅台持续上涨 白酒股重回主流视野

□本报记者 牛仲逸

1月18日,白酒板块继续上涨。贵州茅台上涨3.7%,该股2019年1月份以来,累计涨幅超15%。此外,五粮液、水井坊、兰州黄河等个股18日也有显著涨幅。白酒板块经过前期几轮下跌,悲观预期得到充分释放,目前主流白酒企业估值已经降至合理偏低水平。随着春节传统旺季临近,板块修复行情有望持续。

酒企业绩频报喜

贵州茅台近期表现强势,一是与前期下跌幅度较大有关,另一方面的驱动力则来自业绩端。日前,贵州茅台公告2018年生产经营情况。

经初步核算,2018年度生产茅台酒基酒约4.97万吨,系列酒基酒约2.05万吨;全年共实现营业收入750亿元左右,同比增长23%左右;实现归母净利润340亿元左右,同比增长25%左右。另外,2019年茅台酒销售计划为3.1万吨左右;2019年度公司计划安排营业总收入增长14%。

今岁缘起期也发布亮眼年报预告。公司预计2018年度归属于上市公司股东的净利润10.75亿元-11.65亿元,同比增长20%-30%;预计扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润10.49亿元-11.37亿元,同比增加20%-30%。

另一方面,近期多数酒企均展开了提价操作。如泸州老窖1月8日发布《关于调整52度国窖1573经典装产品酒行渠道价格体系及配额

的通知》,经销商价格上调40元,终端上调130元,零售价1099元,正式突破千元大关。

市场人士表示,逢年过节都是白酒行业的传统购销旺季,因此每到农历年末阶段白酒都可能出现一波涨价潮。

精选稳健成长标的

在贵州茅台带领下,白酒股正逐步走出“阴霾”,对于2019年,白酒板块该如何配置?

安信证券表示,经历2018年食品饮料业绩大年之后,宏观形势变化,白酒的投资策略应当从弹性高成长向确定性、稳健和安全边际转变。从社零等数据看,饮料、可选消费品需求减弱明显,2018年白酒加库存周期基本完成,

各价格带基本完成轮动,茅台以下白酒动销价格走弱,2019年预计白酒行业进入调整阶段,2017-2018年量价齐升带来的特定价格带品牌企业普遍业绩高增长的逻辑在宏观形势明朗,需求企稳之前很难再现,之前“高增长、高估值”情形因为“高增长”的不确定性而发生变化,在一定时期内,稳健和确定性更为重要。

财通证券认为,2019年白酒行业将继续分化,而复盘白酒历史可发现,行业调整期往往是优质白酒稳固地位的最好时机。目前除了政策层面可能导致的的不确定性外,其他诸如需求端下滑、基数较高等因素对一二线白酒大幅波动的影响都较为有限。目前这个时点建议对白酒整体不悲观,关注渠道及价格管控稳健的中高端酒企。

■瞭望塔

大盘春季行情仍有空间

□本报记者 王朱莹

2440点低位以来,沪综指连续反弹,周线三连阳,累计反弹幅度达4.09%。这是时隔半年多首次出现三周连阳的局面。资本市场基础制度的完善,A股估值洼地吸引全球资金“往低处流”以及政策层面营造良好氛围,都为“春季躁动”行情的纵深发展提供了内生动力。

自去年下半年以来,监管政策呵护市场之意愈发明显,并购重组、股票回购、优化交易监管、科创板与试点注册制、完善停复牌制度、重大违法强制退市等新规,加大推进互联互通渠道与机制、放松股指期货限制等基础制度的变革,正在与市场形成正反馈。游资返场提升交易活跃度,激活市场人气,带来了量价齐升的局面。Wind数据显示,截至1月18日,全部A股成交额为3264.31亿元,而此前曾长期位于3000亿元之下。

同时,在国内资金选择“恐惧”观望之际,外资则一路潜行,对A股市场的驱动力正在显性化。近日外汇局宣布,合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。截至2018年末,外汇局公布的QFII投资额度审批总规模为1010亿美元。

诚如国盛证券分析师张启尧等所说,QFII额度翻倍,一方面体现了当前国内资本市场继续扩大对外开放的姿态;另一方面也为后续外资进入中国市场早做准备。当前,国内外官方普遍对今年外资入场持乐观态度,QFII通道的完善能够避免资金超预期流入产生的拥堵,未来关于外资限制性政策放开是大势所趋。监管层有关领导便预测2019年流入A股的外资有望自2018年的3000亿元增至6000亿元。

此外,央行全面降准之后,资金面维持边际宽松,推升权益类资产的配置价值。而近期人民币大幅反弹、美股波动对A股影响减弱等使得市场情绪得以抚平,风险偏好边际提升,短期内,A股的反弹行情有望继续向上拓展。

但来自经济层面的压力以及高悬的商誉减值问题将使得A股估值扩张上行有顶,全年维持区间震荡格局,把握结构性、波段性机会为宜。投资策略上建议布局业绩受经济周期影响较小的板块以及政府政策发力的方向。同时,当前正处于中小创年报预披露期,注意规避部分商誉占比过高的成长股。

期镍短期受宏观利好提振

□本报记者 张利静

1月3日以来,沪镍期货企稳反弹,迄今涨幅约9%。截至昨日,沪镍期货主力报收94080元/吨。分析师表示,近期期镍偏强表现主要受到宏观利好支撑,现货市场上,下游采购力度一般,观望氛围较浓。供需面无近忧有远虑。期价料呈现近强远弱格局。

宏观利好支撑偏强

对于近期沪镍期价的偏强表现,业内人士任曦表示,近期镍价更多受宏观因素支撑,基本面支撑稍显不足。

宏观方面,国际市场上,脱欧前景较为乐观,市场多头氛围较浓,美股继续上涨,带动商品走强。国内来看,方正中期期货分析师杨莉娜分析,经济数据近期不佳,市场对于国内进一步出台经济提振措施的预期增强;资金面充实,减税降费刺激以及基建项目投入资金保障;此外,原油市场的反弹走势也对镍价带来一定支持。

本周有关部门表示,货币政策将强化逆周期调节,更大规模减税降费,围绕“建设、改造”进一步加大投资力度,提振大宗商品的需求前景,缓和近期因中国低迷贸易数据带来的低落情绪,市场宏观预期向好,有色期货整体受到支撑。

现货市场上,产业链品种价格总体稳定,目前下游补库力度不大,电解镍现货价格走高使得观望情绪浓厚,市场成交整体一般。瑞达期货研究指出,当前镍价受低库存的支撑,整体上行压力不大,且近期镍下游需求表现有所好转,不锈钢社会库存正在下降,钢厂利润也在回升,同时由于下游库存较低,市场预计春节后不锈钢价格将回升。

供需面无近忧但有远虑

杨莉娜表示,从当前市场基本面运行主要逻辑来看,市场临近春节假期略有备货,但总体供需仍是偏淡。从镍市场当前的供需来看,进口窗口关闭,电解镍逢低呈现补货采购,俄镍供应减少,需求一般至稳定。近期镍铁供应仍显偏紧,不锈钢积极推动销售期货,不锈钢下游需求一般,但钢厂停产检修在增多,近期价格持稳,终端库存不高。“因此从整体的供需端驱动来看,供应增的消息在释放,但阶段暂没有形成主要压力,主要需求端不锈钢情况较一般需求端弱,停产检修增多,对原料需求也转弱,不过,停产检修量对镍的需求影响可能低于预期。”

“就当前的宏观共振而言,短期反弹延续性仍受宏观影响波动,供需面无近忧但有远虑。期镍反弹持续性暂会延续。”杨莉娜建议,沪镍1905合约反弹走势料在20日均线上方延续,关注93000元/吨一线的持稳程度,对中线走势仍不宜过度乐观。

长期来看,浙商期货分析师蒋欣彬表示,2019年印尼高品位镍矿供应增加,弥补菲律宾镍矿供应缺口,国内镍生铁厂镍矿原料供应充裕。受镍矿供应来源增加及利润修复等因素推动,2019年国内镍生铁产量有望继续增加,而印尼镍铁产能将集中释放,全球镍生铁整体供应有望继续增加。需求方面,虽然电池用镍远期向好,但短期新能源汽车补贴退坡对硫酸镍需求增长形成拖累。不锈钢方面,由于2019年地产等终端消费增速稳中趋弱,不锈钢需求增速料将有所放缓。

“随着原生镍整体供应继续回升,而不锈钢消费增速放缓,预计2019年全球原生镍供需缺口收窄,镍价重心将有所下滑。”蒋欣彬表示。