

■ 财富圆桌

风险与积极因素并存 节后行情预期乐观

□ 本报记者 吴玉华

市场反弹继续进行，积极因素连续涌现但同时也伴随着商誉风险和业绩爆雷等问题，对于当前市场出现的内外资分歧和节后行情，本期邀请前海开源首席经济学家杨德龙、兴业证券首席策略分析师王德伦、申万宏源证券研究所首席市场专家桂浩明进行分析。

风险与积极因素并存

中国证券报：1月份A股出现探底回升走势，在最后一个交易日躁动行情出现新的变化，业绩变脸、商誉风险发酵，从目前来看，影响市场的各种因素有哪些？应该如何看待？

王德伦：截至1月25日，万得全A实现4.89%涨幅，“旺春行情”得到完美演绎。当前市场出现了一些变化：第一，上证综指从2455点，收于2600点上方，短期内市场缺乏更大向上空间；第二，业绩预告信息逐渐被消化；第三，临近春节，投资者持币过节意愿增强。

尽管当前市场比较担心上述三个变化，但是“旺春行情”并未结束，春节之后仍会持续。“旺春行情”的核心驱动因素是风险偏好逐渐提升。具体来看，基建投资、减税降费和刺激消费等财政政策预期会持续释放利好，银行获批发行永续债、央行创设“CBS”等表明货币流动性后续会越来越宽松，以及外资持续流入A股带来增量资金等因素对市场风险偏好的提升构成了“旺春行情”的主要逻辑。

桂浩明：春节长假前的最后一个交易周，市场走势较为疲弱，沪深股市场均出现了较明显的回落，从而止住前期上涨势头，而个股中也再度出现大面积跌停的局面。究其原因，主要是此前一些上市公司集中发布了业绩大幅度下降乃至出现重大亏损的预告。现在这个时候，由于相当数量的上市公司去年经营滑坡严重，加上有的还大量提取了商誉减值准备，致使业绩大幅下降，其中有些还是过去的老牌绩优股，个别的甚至在三季度时盈利状况还不错，此间突然传出巨额亏损的消息，给市场的冲击无疑是巨大的。

应该说，对于上市公司2018年的业绩，市场预期本来就不高，但在进入2019年的时候，人们总还是觉得估值已经很便宜，且寄希望出现春季行情，所以在1月份大盘也的确有过幅度有限的反弹，而从当时的行情来看，主要还是蓝筹股走势相对较好，另外也有少量题材股较为活跃，但从涨跌比来看，则表现为个股跌多涨少，这样的格局，本身就提示出后市的运行并不会顺利。

杨德龙：近期，银保监会提出险资积极入市，吸引长期资金入场，都属于近期比较大的利好。另外证监会将QFII、RQFII两项制度合二为一，放宽准入条件，扩大投资范围，允许参与证券交易所融资融券交易。这一系列的开放措施，将扩大资本市场对外开放水平，吸引更多境外长期资金入场。

同时，证监会指导交易所完善融资融券交易机制，满足投资者多元化需求，拟取消平

■ 市场连线

长江证券赵伟：社融存量增速即将见底 配置天平倾向股票

□ 本报记者 王姣

“随着稳增长政策效果显现，信用派生环境加快修复，社融存量增速预计在2019年1季度前后企稳，随后进入修复通道。”长江证券研究所总经理助理、首席宏观债券研究员赵伟日前在接受中国证券报记者采访时表示，因经济底部滞后于信用环境两到三个季度，经济底部或需要等到2019年3季度末之后才能看到。对大类资产而言，在信用筑底的过程中，配置的天平已向权益类资产倾斜。

中国证券报：近期，地方债发行加快，政策性银行金融债净融资规模也明显增加，针对宽货币向宽信用的传导有哪些重点举措？

赵伟：近期，稳增长措施加快落地，利率

仓位不得低于130%的统一限制，拟对风险指标实施逆周期调节，鼓励证券公司权益类投资。这两项举措将为证券公司松绑，证券公司可以根据投资者自身资质，约定最低维持担保比例，而不会“一刀切”。同时融资融券扩大担保物范围，进一步提高客户补充担保的灵活性，有效满足投资者对标的证券多元化需求。沪深交易所也正在研究扩大标的证券范围，活跃融资融券交易。

在当前历史大底的位置，针对投资者信心不足，通过放松对证券公司的一些限制，扩大证券公司的业务和收入来源，对于券商板块形成重大利好，同时也有利于提升市场信心。

内外资分歧仍存

中国证券报：从资金面来看，1月份以来北上资金连续净流入，仍是市场增量资金的主要来源，而内地机构资金并未出现同步做多，两融余额连续下降，造成这种差异的原因是什么？北上资金是否还将继续净流入？

桂浩明：在现阶段，一个比较奇特的现象是，一方面外资在不断流入，出现了连续净买入的状况，而另一方面境内资金则继续徘徊在股市之外，无意入市。出现这种差异的原因，可谓众说纷纭。有说是投资理念不同，外资是长期投资，境内资金则比较短视。也有说是外资从全球视野出发，发现中国股市相对是比较便宜的，在估值上有一定优势。而境内资金则比较了解自身的宏观及微观经济状况，避险情绪较重。其实，分析一下外资集中购买的股票品种就可以发现，其投资的重点是境内市场中的蓝筹股，而在这方面境内资金也是有参与的，不过境内资金在那些业绩“爆雷”的品种中，则有明显的退出动作。显然，不能简单地说外资入市而境内资金观望，这里还是存在结构上的问题。

而有鉴于当前的市场实际，外资的持续流入是可以预期的，而境内资金在不同板块中所进行的结构调整，也同样会继续进行。因此，就市场整体而言，目前这种外资不断流入而境内资金只是进行存量博弈、没有增量入市的状况，还不会一下子改变。而这也从某个侧面提醒人们，股市的调整格局恐怕也将因此而持续较长的时期。

王德伦：造成这种差异的原因体现在两个方面：第一，内地机构和外资在投资视野上有明显差异。外资投资视野相对更加宽阔，基于国别比较来寻找资产配置机会，但内地机构更看重短期博弈机会。对于外资而言，A股市场在扩大对外开放过程中有更高的风险收益性



桂浩明：对于春节长假后的行情，现在可以预期的是这样三点：首先由于信息披露的时限已到，可以说这次的业绩风险集中爆发的局面，已基本结束了，由此引发的市场大幅度震荡，也将随之告一段落；其次，这次部分上市公司的业绩“爆雷”，对投资者的打击还是很大的，部分机构投资者也是损失惨重，市场需要时间来恢复元气，重新集聚力量，因此在短时间内不太可能出现较大的上涨走势，也许不会有像样的“春季躁动”行情。最后，在春节长假期间，从外部世界来看，还是有较多的不确定性，而节后将要公布的境内1月份经济数据，恐怕也难以让人乐观，这些因素很可能导致节后行情走势沉闷，更多的投资者持观望态度。

杨德龙：临近春节，市场成交量出现较大萎缩。节后预计随着一些利好政策的逐步落地，以及外部环境转好，将成为春季攻势的重要推手，同时也是市场反弹的契机。对于投资者来说，如果是优质股票，可以坚定持有，如果是垃圾股和题材股，越早处理越好。坚信这一轮牛市属于优质白马股，建议投资者远离绩差股和题材股。

王德伦：耐心等待业绩“雷”利空出尽，节后布局思路关注“四大金刚”（大房企、大券商、大创新和大基建）和战略性关注促消费相关的汽车和家电等行业。

中国证券报：即将进入节后行情，对于节后行情应如何看待？具体该如何布局？

杨德龙：临近春节，市场成交量出现较大萎缩。节后预计随着一些利好政策的逐步落地，以及外部环境转好，将成为春季攻势的重要推手，同时也是市场反弹的契机。对于投资者来说，如果是优质股票，可以坚定持有，如果是垃圾股和题材股，越早处理越好。坚信这一轮牛市属于优质白马股，建议投资者远离绩差股和题材股。

王德伦：耐心等待业绩“雷”利空出尽，节后布局思路关注“四大金刚”（大房企、大券商、大创新和大基建）和战略性关注促消费相关的汽车和家电等行业。

境加快修复，信用修复的“一级火箭”已启动，2018年11月以来，债券净融资规模持续放量、结构改善，中低评级债券净融资规模连续3个月净增加。

随着稳增长效果加速显现，贷款需求出现结构性修复，小型企业贷款需求指数逐步回升，贷款结构或将趋势性改善，信用修复的“二级火箭”蓄势待发。社融存量增速在2018年12月回落已有所放缓，预计在2019年1季度前后企稳，随后进入修复通道。因滞后于信用环境两到三个季度，经济的底部或需要等到2019年3季度末之后才能看到。

中国证券报：基于对基本面的判断，未来大类资产应如何配置？

赵伟：在信用环境筑底的过程中，“向风

具体来看，第一，受益于一城一策政策边际放松，房地产基本面改善预期逐渐增强。第二，股权质押纾困基金缓解券商对不良资产的担忧，再融资、并购重组放开以及科创板和注册制试点快速推进，券商业务空间扩大，有望迎来估值与基本面双升。第三，科创板按预期推进，以“科技基建”（5G、工业互联网、物联网等）为代表的大创新板块具有较好机会。第四，地方政府专项债提前发行以及稳定总需求政策出台带动大基建有较为明确的投资机会。第五，1月中旬商务部表示深入实施消费升级行动计划，推动“工业品下乡、农产品进城，汽车家电是大头”、“电子商务进农村”等内容。从政策催化的角度看，战略性关注促消费相关的汽车和家电投资机会。

桂浩明：对于春节长假后的行情，现在可以预期的是这样三点：首先由于信息披露的时限已到，可以说这次的业绩风险集中爆发的局面，已基本结束了，由此引发的市场大幅度震荡，也将随之告一段落；其次，这次部分上市公司的业绩“爆雷”，对投资者的打击还是很大的，部分机构投资者也是损失惨重，市场需要时间来恢复元气，重新集聚力量，因此在短时间内不太可能出现较大的上涨走势，也许不会有像样的“春季躁动”行情。最后，在春节长假期间，从外部世界来看，还是有较多的不确定性，而节后将要公布的境内1月份经济数据，恐怕也难以让人乐观，这些因素很可能导致节后行情走势沉闷，更多的投资者持观望态度。

险要收益”，将是2019年市场的重要逻辑，配置天平已倾向权益类资产。经验显示，信用筑底的过程中，估值或先于盈利出现修复，带风险资产表现好于避险资产。从年度资产配置的角度看，股票风险溢价处于极高分位数时，第二年股票收益跑赢债券的概率非常大。从当前市场表现来看，配置天平已倾向权益类，有走出这一逻辑的迹象。

伴随整个信用派生环境和权益市场情绪的修复，叠加利率债供给的上升，利率债已开始调整。随着资产切换的逻辑进一步演绎，债券需求压制可能会加速显现；与此同时，广义财政的发力，需要通过加大发债募资来弥补资金缺口，地方债、政策性银行金融债等供给正在逐步增加。

在糖厂开榨即亏损情况下，随着开榨持续，糖厂资金压力加大，现金流持续恶化，甘蔗兑付款压力大，糖厂低价售糖回款压力大。广西会议出台针对性扶持政策，随着收储、缓解资金压力延迟兑付、打击走私糖等“组合拳”一起推出，糖厂燃眉之急将得到极大缓解，也即前期主要下跌驱动将被缓解，后期政策执行情况是关键。

“政策面支撑加上宏观面改善，资金面趋于宽松，困扰糖厂的甘蔗兑付款问题有望得到一定程度缓解，下游需求较好，现货销售较为紧俏，开榨进度也慢于上一年度，糖厂在资金压力减轻之后挺价销售意愿增强，市场心态转暖，但期价快速冲到前期震荡区间上沿需要关注上方阻力，若糖价涨到5150元/吨以上，甜菜糖企入市套保意愿会增强，利好预期也将逐步兑现。整体上，春节前白糖期现货价格仍将维持偏强震荡格局。”该机构认为。

■ 瞭望塔

地方债“开门红”料助力融资增速触底反弹

□ 本报记者 张勤峰

1月份地方债发行顺利收官。七省（自治区、直辖市）在月末最后一天扎堆发行了将近1400亿元的地方债之后，2019年1月份地方债发行额锁定为4179.66亿元，创下历年1月份发行额之最。虽然供给不少，但需求更旺，投标倍数屡创纪录。得益于需求端支撑，地方债供给的提前有序释放，将有助于融资增长提前企稳，从而发挥支持经济增长的积极作用。

1月31日成为今年地方债启动发行以来最“繁忙”的一天。据Wind数据，1月31日共有7省（自治区、直辖市）发行地方债，首场招标从9:30开始，末场招标持续到17:40才结束；当天地方债发行总额达到1380.95亿元，为2019年地方债启动发行以来的单日发行额之最，一天的发行额就占到了1月发行总额的三分之一有余。

据Wind数据统计，1月份全国共发行地方政府债券4179.66亿元，发行规模创下历年1月份的最高纪录。而这4000余亿元地方债全部是在最近两周发行。从单周发行额的角度看，1月最后一周地方债供给规模仅次于2018年发行额最高的一周。2018年9月17日至23日，发行额3788.85亿元）。

尽管供给不少，但1月份地方债招投标表现火爆，呈现供需两旺的态势。尤其是在1月29日以前，地方债频繁出现超过40倍的认购，屡创纪录。1月28日，云南省财政厅通过财政部上交所政府债券发行系统公开招标发行了446亿元地方债，其中3年期一般债券全场投标倍数高达70.98倍，打破历史纪录。据了解，当天承销团中的56家证券公司踊跃投标，投标总量达到9909.5亿元，约为发行规模的22.22倍。

由于开年地方债发行过于火爆，相关部门已下调对地方债发行利率的窗口指导。从1月29日开始，地方债发行利率从之前一律上浮40bp调整为上浮25bp-40bp，侧面反映出各方对地方债需求端支撑存在乐观预期。从过去三日的招投标情况看，虽然发行利率下调后，地方债投标倍数的平均值有所下滑，但仍处于超额认购的状态，全场投标倍数最低在7倍左右，最高仍超过40倍，认购超过10倍的情况仍很常见。

目前市场上一定程度上存在“资产荒”局面，地方债因其免兑和“银边债券”的特性，加上相比国债存在一定利差，对银行、保险等配置机构仍具有吸引力；近年来，随着地方债流动性提升和债券市场行情走好，广义基金、券商等机构对地方债投资需求也明显上升。考虑到年初机构投资需求较旺，虽然地方债与国债发行利差收窄降低其性价比，但顺利完成发行问题不大。

2018年末，全国人大常委会决定授权国务院提前下达2019年地方政府新增债务限额13900亿元，其中一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元，分别相当于2018年全年限额的70%和60%。国盛证券分析师刘都测算，2019年1月发行的4179.66亿元地方债当中，新增债为3687.6亿元，再融资债券为492亿元；新增债中，新增一般债为2276.0亿元，占提前发行一般债的39.2%；新增专项债1411.7亿元，占提前发行专项债的17.4%。按照这一进度，2019年一季度即可完成大部分提前下达的发债额度。

自2018年9月起，央行已将地方债纳入社会融资规模统计口径。考虑到今年地方债提前发行，年初又是信贷投放旺季、企业信用债融资也延续复苏势头，社会融资增速触底回升的可能提前到来，从而可对经济增长起到一定的支撑作用。

事实上，在地方债提前发行的信息披露后，市场对宽信用的预期不断增强，债券市场长端利率债逐渐陷入震荡过程，也反映出市场对未来信用扩张和经济增长预期出现了变化。

聚乙烯后市表现难言乐观

□ 中信期货研究部

经过2018年10月-11月的大幅下挫后，大商所LLDPE期货在2018年12月到2019年1月迎来了筑底反弹的行情，截至1月30日，期货主力5月合约收盘价8735元/吨，相较2018年11月底的低点已反弹7%。而在目前节点上，LLDPE期货价格的反弹可能已接近尾声，后市仍有再度走弱的风险。

从基本面来看，前期品种反弹的动力主要来自悲观预期的修复、进口供应的暂时减少以及部分中下游企业的补库备库行为，而这些逻辑后市大多难以延续。

首先，目前LLDPE期现价差已接近平水，定价中所包含的悲观预期已所剩不多。其次，从海关数据看，四季度伊朗PE到港不顺是支撑国内PE价格重要因素之一，而根据最新消息，这一障碍已基本解决，前期延误货源即将集中到港，后续船运也会恢复正常。最后，12月后石化库存下降较快，一方面是部分中下游对2018年10月-11月的去库存行为进行了一定的回补，另一方面也是春节前的常规备库需要，可持续性存疑。

而在目前的宏观环境与新产能投放预期下，虽然中下游库存可能仍不算高，却暂时也找不到其提高原料库存周期的动机。

此外，值得一提的是，5月前国内PE装置的检修计划将同比2018年有明显减少，如一旦外部因素出现缓和，在当前价格下，对于供应端的利空可能将大于需求端成品的利多，因此在目前期货05合约已升水部分进口成本的情况之下，其面临的压力会逐渐上升，建议逢高偏空思路对待，下方支撑动态参考回升价格。

关于风险，地膜国标厚度增加对LLDPE需求的拉动可能是空头主要的担忧，一方面距离旺季启动时点仍有一段时间，另一方面在节约成本追逐利润的驱动下，新厚度的执行效果也可能会打折，有鉴于此，风险或仍在相对可控的范围。