

■ 财富圆桌

# 左手“成长” 右手“消费” 春季行情花开两朵

□本报记者 叶涛

春季行情如火如荼，第二轮乃至第三轮攻势会如何演绎？市场风格如何转换？应该把握哪些布局要诀？本栏目邀请南京证券研究所所长周旭、信达证券高级策略分析师谷永涛共同探讨。

## 内外环境改善

**中国证券报:**节后A股连续普涨,资金风险偏好显著提升,背后原因有哪些?

**周旭:**除了A股自身所处的位置较低外,这背后主要有三方面原因:一是外部环境有所改善,美联储加息预期减弱,美股以及欧洲股市温和上涨提供良好的外部氛围,市场对此感到乐观。二是国内资金面偏松,流动性持续处于充裕状态,央行通过降低金融机构存款准备金率以及开展定向中期借贷便利等操作在1月份共释放长期资金约8000亿元,3个月SHIBOR利率在1月中旬跌破3%关口,节后又有所下降。三是国内政策面持续偏暖,发改委等部门印发推动消费增长方案,强调汽车、家电、农村消费。此外,银保监会提出鼓励保险资金增持上市公司股票,维护资本市场稳定。

**谷永涛:**春节之后A股延续了1月的反弹行情,投资者风险逐渐修复以及增量资金入市,推动指数震荡上行。风险偏好修复的主要原因是国内经济政策不断发力,外围市场环境也有所改变。

而且,美元加息节奏趋缓,降低了市场对美元指数继续坚挺的预期,资金向新兴市场转移的趋向加强,沪深港通近期呈现资金净流入状态。近期公布的贸易数据显示,1月份进出口情况好于市场预期,也扭转了前期悲观的宏观预期。

在国内经济政策不断发力,信贷货币双宽松的环境下,投资者对社融的预期开始调整。《关于加强金融服务民营企业的若干意见》的印发,进一步验证了经济政策方向和力度。

此外,鼓励保险资金入市、修订两融实施细则等,都为市场提供了增量资金预期,推动了风险偏好的回升。因此,在内外环境温和、增量资金入市的背景下,A股市场出现了连续上攻格局。

## 修复为主 兼具防御

**中国证券报:**今年春季行情中,市场风格会如何演绎?

**周旭:**市场一直有春季躁动说法,主要和年初政策集中实施以及资金面偏松相关,考虑到现阶段内外环境均较去年出现了边际改善,有理由对今年春季行情依然乐观。

市场风格方面,反弹初期是底部优质股票

轮动上涨的过程,主要驱动力来自于投资者风险偏好的提升,以及估值修复带来反弹。中后期随着反弹的深入,市场在整理后还是会回归于逻辑清晰的行业个股,主要有两个方面值得重点关注:一是业绩稳定增长的白马、蓝筹股,背后驱动力来自于长期资金的流入,包括外资和保险资金等,长期资金在选股时更注重行业和公司的基本面;二是受益于政策面或者景气度处于提升阶段的行业板块,背后驱动力来自于经济下行阶段政策面必然发力,相关板块将直接受益,可关注政策重点提及的新型基础设施建设、消费等。

**谷永涛:**A股逐渐走强的背景是,内外经济环境温和改善带来投资者风险偏好的修复。但若仔细观察会发现,A股表现较为强势的板块,与经济周期关系并不大。

例如,在Wind概念板块中,涨幅最大的是猪产业指数和鸡产业指数,以及OLED、新能源指数。农产品行业的强势表现,主要体现了行业自身的周期性,尤其是供需结构的改变。而OLED和新能源指数,与经济周期本身的关系也相对较弱,主要体现了行业发展规律和产业链变迁。再从行业表现上看,以申万一级行业指数为例,涨幅最高的行业指数是家用电器、食品饮料、电子和农林牧渔。除了前述的农业与电子,表现较为强势的是大消费板块,体现了市场仍在做防御假设:大消费行业在经济波动中的稳定性最高。

因此,本轮行情是在内外环境温和修复的背景下,投资者悲观预期开始扭转,但担忧经济增速回升力度,导致与经济相关的板块整体表现滞后。而经过连续回调的成长股,尤其是成长性确定、无业绩担忧的成长股表现更为强势。估值处于低位、盈利能力强的大消费行业也受青睐。

## 看好“消费”与“成长”

**中国证券报:**对于这一轮行情,投资者应该如何布局?短期、中期分别有什么值得布局的板块?

**周旭:**投资者应同时兼顾蓝筹与成长。蓝筹股主要关注其估值,增量资金来自于外资、保险机构等,其估值修复将带来超额收益;成长股主要关注板块逻辑,自上而下选股,关注景气度处于提升阶段的行业。

短期来看,估值修复为主要风格,超跌反



本报记者/主持人:叶涛

弹为股价主要表现形式,重点布局去年跌幅较大且行业前景有望出现边际改善的板块,比如消费电子、半导体、汽车、家电、食品饮料等。中期,建议布局行业逻辑清晰的板块,比如受益于5G这一重大技术变革的通信、电子等相关板块,以及有望受益于政策面的家电、新能源汽车等板块。

**谷永涛:**从对经济和市场的判断来看,经济领先指标显示出2019年上半年经济增速下行压力依然较大,虽然近期预期开始修复,但仍需数据的验证。在此环境下,应配周期股,尤其是与经济关系较高的重周期行业。

随着经济政策的发力,广义利率仍有下降空间。从资产估值角度来看,应配置长周期资产,例如成长股。因为从估值定价的角度来看,其更加受益于利率下行。但在2018年经济增速回落过程中,企业和行业在宏观环境影响下开始出现经营压力。因此在选择标的过程中,要注重成长股业绩的可信度。成长股经过连续回调,估值已经处于相对低位,但绝对估值水平依然不低,也应该注重估值的合理性。

从中长期布局来看,大消费行业具备长期配置逻辑,尤其是盈利能力强、目前估值不高的消费品行业。目前市场对于经济的悲观预期

虽然有所修复,但仍需数据的进一步验证。在此环境下,建议配置消费品行业、尤其是必选消费品板块的优质标的。

## 防范业绩变脸风险

**中国证券报:**一季度市场还有哪些风险点?如何规避?

**周旭:**一季度风险点主要来自两个方面:一是国际贸易形势的演变,投资者应以控制仓位、优化持仓为主来规避。二是当前阶段经济下行压力仍较大,倘若一季度期间经济数据较差及投资者预期,那么企业盈利下滑将拖累股价表现,面对这种可能出现的情况,投资者应在选股时重点考量企业的基本面,选择业绩优良的个股予以规避。

**谷永涛:**虽然当期宏观预期有所修复,但一季度经济数据或延续2018年下半年的下行趋势,数据披露后是否符合市场预期,仍会造成阶段性冲击。因此建议回避与经济强相关的行业与板块,建议待经济趋势更加明朗时再进行配置。

虽然经过了前期反弹,当前A股整体估值水平仍处于历史相对低位。建议关注标的业绩的真实性和稳定性,尤其是在整体经济环境压力加大的背景下。

# 金瑞期货卓桂秋:铁矿石期货具有多头配置价值

□本报记者 张利静

先是铁矿石期货领涨“黑色系”,再是春节后螺纹钢期货冲高回落连收阴线,近期“黑色系”波动剧烈背后,究竟有哪些原因?行情会如何演绎?金瑞期货研究员卓桂秋对此进行分析。

**中国证券报:**从当前供需格局看,如何看待近期“黑色系”波动较大这一现象?

**卓桂秋:**铁矿石上涨的驱动,主要是来自全球最大铁矿石生产商巴西淡水河谷溃坝事故的供给端冲击。淡水河谷2017年铁矿石产量3.665亿吨,占全球产量的17%,2018年预估产量3.9亿吨,其铁矿石具有高品位、低成本的优势。溃坝发生后,淡水河谷先后表示,预计溃坝事故将影响其在巴西南部生产系统的铁矿石供应每年减少4000万吨,东南部系统铁矿石供应每年减少3000万吨。因此,根据目前信息,预估溃坝导致淡水河谷铁矿石供应每年减少7000万吨,占2018年预估产量的18%。

如果2019年淡水河谷在巴西北部生产系统的S11D顺利达产,即增产2800万吨,那么供

应净减量为4200万吨,这样2019年淡水河谷产量将降至3.48亿吨,相当于2016年的产量水平。在需求相对平稳的情况下,低成本矿山供应减少所产生的供应缺口,将由边际高成本矿山来弥补,这就需要价格提供足够的空间来刺激高成本矿山进入市场。4200万吨的供应缺口所对应的价格恰好与2017年初市场爆发中高品矿结构短缺矛盾时的价格水平相当。随着节后复产,市场焦点转移至节后钢材需求强度。节后发布的库存数据显示,春节期间及节后首周,钢厂和社会螺纹钢库存大幅累积,且累库速度有超过去年春节及节后首周迹象,节后库存去化压力加大的忧虑升温。

**中国证券报:**从历史来看,铁矿石期货与相关个股的联动情况如何?

**卓桂秋:**A股中涉及铁矿概念的个股价格与铁矿石期货价格的长期相关性并不高,甚至是负相关。主要原因是,国内铁矿普遍品位低、杂质多、开采成本高,属于边际高成本供应,市场对企业盈利前景预期欠佳。在2014年以来海外低成本、高品位矿山产能的扩张周期中,除了2015年A股整体风险偏好高的阶段出现大

涨外,国内涉及铁矿石概念的个股基本上处于承压状态,难以以中高品位、低成本铁矿石为标的的期货价格形成共振。

**中国证券报:**如何看待中期铁矿石市场投资机会?

**卓桂秋:**淡水河谷此次溃坝事故对供应端的影响可能难以在短期内消除。因为2015年11月淡水河谷持股公司Samarco在距离此次溃坝事故60公里处也发生了溃坝事故,该公司至今未能获得政府的复产许可。如今仅时隔3年多时间,溃坝事故再次发生,且造成更严重的人员伤亡和损失。所以以Samarco为鉴,预计短期内淡水河谷难以进行此次溃坝事故后的复产。

假设此次溃坝事故造成的供应减量不再扩大,那么根据前面的分析,从总量矛盾来看,铁矿石价格重心已被抬升,现货价格的高点已经出现。如果后市证明钢材需求并不差,那么处于贴水状态的铁矿石期货价格有望向现货靠拢。实现这一过程的驱动力将来自尚未被市场定价的结构矛盾。即:在钢材需求支撑、钢厂利润尚可的情况下,钢厂对铁矿石的中高品系列,如金



金瑞期货研究员 卓桂秋

布巴粉、PB粉和BRBF等铁矿粉将保持较强的需求刚性,而由于淡水河谷南部系统减产,BRBF供应收紧,随着库存消耗,BRBF可能面临供不应求局面,而其他中高品矿粉已基本没有增产空间,因此这势必造成中高品系列铁矿粉的供应紧张,结构矛盾再次上演。所以,中期来看,如果钢材需求稳定向好,建议铁矿石投资仍以多头配置为主。

# 利好提振 环保板块有望站上风口

□本报记者 牛仲逸

在政策利好催化下,15日环保板块逆市爆发,东方园林、铁汉生态、三聚环保等涨幅明显。分析指出,经过2018年的持续调整,环保板块估值已跌至历史谷底。从已披露年报预告看,子行业间业绩分化明显,在我国环保产业集约化发展加速的背景下,保持较高景气度的细分领域已具备中期介入机遇。

## 政策利好释放

近日,《关于加强金融服务民营企业的若干意见》(简称《意见》)印发。市场普遍认为,《意见》发布有望大幅改善民营企业融资环境,带动环保行业公司业绩与估值的双重提升。

东吴证券环保行业分析师袁理表示,环保

行业的痛点及压制估值的核心在于“融资贵”、“融资难”,随着本次《意见》的出台,将有利于大幅改善民营企业的融资环境,从而推动环保企业的订单落地进度,加快落地节奏,带来业绩释放。

同时,据中国环境保护产业协会最新预测,实施污染防治攻坚战七大标志性战役和土壤污染治理环保投资总需求将达到4.3万亿元,投资直接用于购买环保产业的产品和服务约1.7万亿元,间接带动环保产业增加值约4000亿元。

“2018年前三季度我国环保产业营业收入1.06万亿元,同比增长17.7%,依旧保持较高增速。”国海证券行业研究指出,当前我国生态环境依然存在短板,环境治理将成为具有正外部性的基建补短板优质需求,环保产业投资为

刚需,未来增长空间广阔。

此外,据上海证券统计,从环保板块已披露的业绩预告来看,生态园林子板块中较多公司出现亏损,运营资产为主的固废类企业经营依旧稳健,环境监测受市场放量因素,业绩较好,净利润增速较高,景气度较高。

## 估值水平有望提升

近期A股整体风险偏好提升,板块间轮动显著。在此背景下,环保板块机会如何?有哪些品种值得关注?

袁理表示,长期寻找行业持续增长、商业模式可行、现金流内生或融资能力强的标的。国联证券指出,环保板块接连迎来融资、基建、财政等多方面政策支持。污染防治有望成为PPP财政支出的重点支持领域之一,有利于提

升整个环保板块估值水平,建议积极关注板块后市表现。

国信证券表示,环保行业正处在业绩、估值和预期的三重低点,在2018年行业的数个风险释放后,当前已无可见的大风险点。环保项目规范化后,质地优良的运营项目占主体,银行更愿意放款,而环保企业盈利和回款均将改善,尤其是那些质地优良、现金流良好的运营类环保股将重新走入市场风口。

国盛证券认为,中小锅炉的淘汰进程将加快,到2021年燃煤集中供暖改造投资886亿元、年运营收入2400亿元,集中供热市场也将随着环保督查加快释放,建议关注在手项目多、盈利能力强、管理经验丰富的清洁能源龙头。

■ 瞭望塔

## 物价中枢下行 利率债利好有限

□本报记者 王皎

最新公布的1月份物价数据低于市场预期,其中CPI同比涨幅连续2个月处于“1时代”,创下2018年1月以来新低,PPI同比涨幅回落至“0”附近。

不少机构认为,2月份CPI有继续回落的压力,物价中枢趋于继续下行。不过,短期而言货币政策仍不会对通胀因素有明显反应。对债市而言,尽管通胀不及预期有利于提振利率债,但通胀目前并不是市场的核心矛盾,通胀中枢下行对利率债的利好暂时有限。

国家统计局15日发布的数据显示,2019年1月份全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.7%,涨幅比上月回落0.2个百分点,1月份工业生产者出厂价格指数(PPI)同比上涨0.1%,涨幅比上月回落0.8个百分点,双双低于市场预期。

1月份CPI涨幅超预期下行,主要归因于猪肉价格和油价的拖累。一方面,因部分地区生猪禁运解除,供应增加,1月份猪肉价格下降3.2%,降幅比上月扩大1.7个百分点;另一方面,受成品油调价影响,1月份汽油和柴油价格分别下降6.2%和6.5%,连续2个月同比下降。

1月份价格数据的焦点,主要集中在PPI的大幅回落之上。PPI同比回落较快,主因仍是生产资料价格大幅回落,尤其石油化工产业链PPI全面转负,其中石油和天然气开采业下降5.0%;石油、煤炭及其他燃料加工业下降1.6%。

随着1月份CPI与PPI涨幅均有所回落,市场对于通胀中枢趋于下行的预期正在升温。CPI方面,2月份面临较低的翘尾因素,CPI有继续回落的压力。进一步看,除猪肉以外的其他食品价格,暂未看到可能推动通胀超预期大幅上行的风险因素。PPI方面,由于去库存、去产能政策对于价格的正面支撑逐渐淡化,影响2019年PPI的主要逻辑为一系稳定增长与宽信用政策是否能够有效带动需求,目前来看,基于全球需求放缓和国内限产边际趋松的判断,PPI仍有下行压力。

机构普遍认为,在全球生产需求转弱、石油价格回落、国内需求偏弱的情况下,2019年通胀压力并不明显。当然,未来通胀走势何去何从,仍需重点观察猪肉价格和原油价格的变化。

理论上,通胀中枢趋于下行,意味着货币政策放松空间将进一步打开。但结合1月贸易数据、金融数据超预期向好来看,随着一系列稳增长政策的逐步落地,宽信用已经开始见到成效,在当前流动性总体偏宽松的情况下,货币政策重点仍在于畅通货币向宽信用的传导渠道,至少就目前通胀数据看,货币政策短期内仍不会对通胀因素有明显反映。

同样道理,尽管通胀不及预期利于进一步提振利率债,但通胀目前并不是债券市场的核心矛盾。陆续出炉的1月份经济数据好于预期,正对债券市场形成扰动。与此同时,资金面宽松仍将延续,但资金利率下行空间有限,其拉动产收收益率继续下行的动力减弱。目前市场关注焦点在于宽信用显效会否打乱债牛继续前行的节奏,短期内通胀中枢下行对利率债的利好相当有限,后续市场波动很可能加大。

## 动力煤市场多空分歧大

□中信期货 曾宁

当前工业企业及产地都将开启复工进程,由于节假日假期效应影响,产区安全停产仍在继续,电厂库存已大幅累积,煤炭市场呈现供需两弱格局,短期内多空分歧仍然较大,趋势性机会仍需等待。

## 库存缓冲 平抑节后市场波动

根据评估,仅榆林地区一季度影响产量大约在1500万吨-1800万吨,加之超产及扩展到整个陕西地区,一季度影响产量不低于2000万吨。但是往库存一端考虑,实际影响就小很多。首先从电厂角度看,重点电厂近期库存存在7800万吨,加上节日因素,春节后库存大约在8000万吨以上,较之历年同比高出1500万吨左右,考虑到电厂高库存策略的基数提高效应,实际库存同比在500万吨-1000万吨左右,而重点电厂装机容量占全国火电装机比例为49.3%,实际全国库存同比大约高出1000万吨-2000万吨。因此电厂自身库存的蓄水池功能对于平抑市场波动将起到较大的对冲作用。

## 中转港口 存在贸易补库需求

环渤海样本港口库存为1500万吨-1600万吨左右,较之往年基本处于一个中位水平,并无明显的库存增量优势。而2018年由于环保清理和过驳平台上岸出现的表外库存显性化的江内库存,在经过年底的拉运与甩货,目前是居于一个较低水平,而且这个水平还是在表外显性化之后的同比。因此从中转港口看,节后若产区复产缓慢,安全整顿与超产严查力度到位,出于对后期产量减少的担忧,港口贸易商存在一轮主动补库的进程。