

■ 财富圆桌

# 3100点来回拉锯 增量资金不断

□ 本报记者 王朱莹

随着A股中枢大踏步拉升，市场进入筹码密集的压力区域，沪综指围绕3100点来回拉锯，后市能否顺利经过压力测试？哪些资金还将驰援？本期邀请广发证券首席策略分析师戴康、星石投资组合投资经理袁广平和诺鼎资产总经理曾宪钊进行解读。

## 牛市进入压力位

**中国证券报：**如何定义当前牛市，目前进行到哪个阶段？

**戴康：**当前处于新一轮的熊牛切换期，本轮牛市主线为“金融供给侧慢牛”，核心驱动力来自于金融供给侧改革带来的A股贴现率下行。2018年末以来，决策层逐步构建新经济“宽信用”供需机制，监管周期逐步进入“后立”，旨在三位一体建立新的“宽信用”供需机制。2019年A股“金融供给侧慢牛”核心驱动力来自于DDM模型的分母端。让市场在资源配置中起决定性作用，流动性将迎来结构性改善，打通高质量发展行业的直接融资渠道；风险偏好得到提升，得益于科创周期的开启；而对于分子端也是结构性影响，扶持“新经济”的科创行业盈利预期改善。由于分母端弹性总是大于分子端，因此“金融供给侧慢牛”相较“实体供给侧慢牛”具有更明显的赚钱效应。

短期来看，二季度面临的是政策小修、实体亮相、海外波动，可能迎来熊转牛以来首个震荡调整期。

**袁广平：**年初以来的这轮牛市启动的原因主要为年初经济数据大幅超出预期、政策利好频频下发和外部风险有所缓解。目前市场处于牛市酝酿期，也就是从情绪修复带来估值修复的阶段，此阶段市场呈现普涨格局，价值股、成长股甚至垃圾股和概念股均有较好表现。由于市场前期积累不错涨幅，短期可能会出现盘整。但从各方面条件来看，当前的市场环境均好于去年。随着基本面逐步企稳，市场将可能会进入牛市爆发阶段。

**曾宪钊：**到目前为止，这一轮行情沪深300指数和创业板指数涨幅分别达到29.41%和44.42%，已在牛市统计范围内。自去年10月底开始，管理层开始发声，投资者经历了从政策预期到政策出台，再到资金与情绪共振的阶段，由于这一轮小牛市行情弹性大、速度快，各项政策还没有到具体细化和落实阶段，更谈不上对上市公司业绩带来立竿见影的影响，因此，还有等待政策落地和有效实施的过程。同时，各项政策在实际执行时，也会出现不断的微调 and 变化。因此，这一轮政策修复牛市，更重要的是关注估值修复区间和比例，历史的PE中位值将是这轮政策修复行情的压力位。

## 仍有增量资金驰援

**中国证券报：**当前是否进入增量资金稳定的存量博弈时期？未来走势将会出现何种变化？

**戴康：**目前市场仍处增量资金稳步入场时期，增量资金主要来自于：其一，场外杠杆资金，但其流入节奏和渠道更加规范；其二，居民及长线资金；其三，新发公募基金。不过，增量资金入场也意味着监管收紧，“金融供给侧改革”的主基调是加强金融服务实体的功能之外注意“防范金融风险”，监管“亦步亦趋”对风险偏好的影响应是“短期压制、长期抬升”。

**袁广平：**目前来看，资金流入A股市场的节奏确有阶段性放缓，但还谈不上存量博弈。一方面，从融资余额来看，每周仍以百亿元规模增长；公募基金发行平稳，剔除ODII、债券基金、偏债混合基金后，3月增量为32亿份，高于2018年10月以来的均值（28亿份）水平。此外，8月MSCI还将进一步扩大A股的纳入因子，外资还可能进一步流入。

经过前期普涨行情，市场可能进入短暂盘整期，但2019年宏观经济大概率可以见底，结构改善将持续。随着基本面逐步企稳，市场将可能会进入牛市爆发阶段，结构有望出现一定分化：受益于减税降费和金融融资服务的高端产业业绩有望率先复苏；垃圾股、概念股炒作可能会熄火；有真实业绩支撑、成长性较好的科技类成长股将会走得更远，空间也更大。

**曾宪钊：**短期来看，经历快速估值修复后，市场确实到了相对平衡的点位，去年的套牢盘压力也开始涌出。同时，从草根调研的现象来看，本轮行情确实有部分场外配资资金入场，在政策清查的背景下，会有回流的可能，这部分激进的增量资金将反身形成压力。但从长远来看，海外配置增加、上市公司执行回购、部分纾困资金落地、明星基金大卖成功，均有望在未来一段时间吸引资金流入市场，这部分资金的投资特征是不太会追高，但可以成为指数的基石，减少市场下行压力。

## 多主线布局后市

**中国证券报：**对于后续行情有何展望？哪类风格有望受益？

# 郭子然：A股短暂休整后有望再度上行

□ 本报记者 马爽

广州期货股指期货分析师郭子然日前在接受中国证券报记者采访时表示，由于本次A股行情斜率比较陡峭，没有更多利好因素推动，后市大概率进入短暂休整期。不过，下半年，随着科创板落地以及经济逐渐企稳，A股或迎来一波斜率相对平坦的上行趋势。

**中国证券报：**3月以来，三大股指期货整体出现震荡上涨，主要是受哪些因素影响？

**郭子然：**从股指期货对应的现货市场来分析，大盘经过1-2月快速上涨后，3月转入震荡上涨阶段，本轮行情主要源于市场对未来经济预期逐渐转好。其一，全球流动性边际宽松，2018年下半年欧洲以及日本经济自高位下滑，因此今年1月欧洲和日本央行均表态将延迟加息，且不排除重启QE；美联储也在刚刚结束的3月议息会议上对2019年加息预期从两次降至零次，并

决定在9月结束缩表，释放了超出市场预期的“鸽派”信号；国内央行也在1月进行全面降准以及定向降息。在美联储全面转“鸽”后，国内货币政策受汇率的掣肘将减弱，预计未来央行还会继续降准甚至降息。其二，更多稳增长政策落地，除了一系列货币政策外，还出台减税降费政策以及对民营经济、中小微企业反复释放积极信号等。其三，资本市场改革超市场预期，除了科创板迅速推进外，还有最新提出的金融供给侧改革概念，科创板作为金融供给侧改革的重要一环，承载了国家经济新旧动能转换的历史使命，不管对新经济还是金融市场都是重要的催化剂。

**中国证券报：**本月以来，三大股指期货成交量、持仓量有何变化？反映了哪些问题？

**郭子然：**3月以来，三大股指期货成交量以及持仓量均在持续增长，但成交量与持仓量比值却不断下降，说明市场活跃度有所减



广发证券首席策略分析师  
戴康

星石投资组合投资经理  
袁广平



诺鼎资产总经理  
曾宪钊

**戴康：**“让市场在资源配置中发挥更大的作用”之下的金融供给侧改革是驱动本轮行情的核心因素，那么牛市的主线是金融供给侧改革的资金需求端和供给端，需求端是新兴产业尤其是硬科技，供给端券商担当重要的角色。

二季度实体经济要亮相，如果届时经济下行压力较大，政策仍将驱动分母端改善，而行业配置偏向政策与盈利“逆周期”方向，推荐“金融供给侧改革”受益的供需双方，这将是更大概率情形。金融供给侧改革的需求方主要是盈利周期向上、并购周期向上及科创周期向上的行业：其一，盈利周期向上，内生增速稳定、商誉有效消化的电子（消费电子、半导体）及军工；其二，并购周期向上，融资需求提速的计算机（软件）、车载智能、云服务、医疗信息化等软件行业是主要方向；其三，科创周期向上，人工智能、生物科技等硬科技直融通道延展。从金融供给侧改革供给方来看，资本市场发挥更大力量，券商作为“金融供给侧改革”中资本市场的重要参与方，业绩与估值的负向压制缓和、战略地位显著提升。

实体经济也有一种概率较小的情景：二季度经济好于预期，企业盈利预期边际改善，分子端预期修复将有利于“顺周期”的品种，看

好真业绩与宽信用需求率先受益的“新经济、新制造”行业（工程机械、重卡、电气设备）。

**袁广平：**比较看好代表新经济发展方向的、以科技类别为核心的成长股。具体来说，可以考虑沿以下四条思路配置资产：一是已具备全球竞争优势的高端制造业，比如新能源汽车产业链、5G产业链等；二是受益于制造业转型升级的先进制造，比如自动化设备、自主可控、云计算等；三是新模式和高效率的互联网企业，比如互联网金融；四是受益于人口老龄化的行业，比如医药生物。

**曾宪钊：**后续会呈现蓝筹搭台、科技唱戏的延展。首先，政策主导行情与其他行情的区别在于先知先觉者对政策理解后的推动和预演，这部分资金快速行动并获得了效益，由于政策出台到业绩落地的验证期较长，前期主线的延展往往会贯穿整个牛市。其次，海外资金的配置和险资入市比例增加仍有利于蓝筹。虽然蓝筹大多已成为白马，在历史估值的中枢，但相比美股估值仍较便宜。更重要的是，中国经济由于体量已不小，增速已不断降低，在存量经济博弈下，蓝筹的竞争力较强。再次，游资主导的主题性炒作，随着科创板注册制的明确，上市公司大小非减持的增多，会进一步向政策刺激且投资者盲点较多的科技产业集中。

■ 记者观察

## 饲料期货缘何冷对“猪周期”

□ 本报记者 张利静

今年以来，生猪及肉鸡苗价格连续大涨，A股相关标的顺风起舞，但其上游饲料期货价格却低迷不振。市场冷热差异巨大。

农业部监测数据显示，3月第2周全国规模以上生猪定点屠宰企业白条肉出厂均价为19.31元/公斤，环比上涨7.82%。3月第2周商务部监测全国白条猪批发价为20.48元/公斤，环比上涨7.73%。与之形成鲜明对比的是，文华财经统计数据显，今年以来，玉米、豆粕期货主力合约跌幅分别为3%、2.59%。

从大宗商品角度来看，豆粕是与猪肉关系最为紧密的大宗商品之一。数据显示，同样是饲料，玉米饲用消费占到总消费的50%-60%，豆粕饲用消费占到总消费的90%以上。

究其原因，一方面，猪价上涨传导到玉米和豆粕等饲料原料价格的链条较长，其逻辑主要是生猪价格上涨——养殖户补栏生猪甚至能繁母猪——饲料需求上升，饲料原料价格上涨，价格传导存在滞后效应。另一方面，股价与期货价格运行逻辑并不相同，市场预期2019年-2020年行业景气向上，养殖板块将再度释放大量利润，股价涨幅一部分体现了投资者长期看涨情绪，而期货由于存在向现货价格收敛的机制，价格炒作空间受限。

从历史经验来看，每轮猪价大幅上涨的时候，饲料期货也常常不经意出现惊人的表现。在2016年的上一轮牛市中，大连商品交易所豆粕期货交易一度在一个月时间之内较上年同期增长两倍，价格涨幅达40%，因市场预期猪肉价格高企将导致中国市场上生猪的存栏数量及该市场所需的饲料量急剧增长。

近期，多家生猪养殖企业开始在全国多地签订新的养猪项目，有关部门开始第二次收储冻猪肉5万吨，加之近期大豆压榨量处于历史同期低位，沿海结转库存不断下降，饲料市场信心有所改善。但考虑到下游生猪产业拐点迹象不明显，价格整体依旧承压。相关统计显示，2月，国内生猪与能繁母猪存栏继续下降，创历史新高，环比分别下降约5.4%、5%。在生猪产业补栏出现好转之前，饲料期货难以出现明显的反弹行情。

值得注意的是，中国农业农村部在近日发布的报告中，上调了2018/2019年度中国大豆进口预测数据，部分原因在于中国暂停进口部分海外油菜籽。这也是近期豆粕弱于菜粕表现（今年以来菜粕期货累计上涨幅度超过6%）的主要原因之一，该因素后续也将持续影响饲料期货价格表现。

## 行业复苏预期渐起 四主线布局汽车板块

□ 本报记者 牛仲逸

3月22日，汽车股表现活跃，长安汽车、东风汽车等个股涨停，此外，一汽轿车、江铃汽车、中通客车等涨幅也较为显著。对此，业内人士表示，当前汽车行业正面临整体盈利周期的低点，随着库存逐步去化及国内宏观经济企稳，行业复苏预期正在形成。板块内优质个股迎来中期布局节点。

### 正处去库存阶段

从行业基本面动态看，根据乘联会发布的数据，3月第一周国内乘用车日均零售量为3.4万台，同比下滑25%；日均批发量为3.9万台，同比下滑32%。

“从数据上看，3月初国内乘用车销售压力依旧较大，国内乘用车市场需求未见显著改善。”华鑫证券研发部分分析师杨靖磊表示。

同时，根据中国汽车流通协会发布的最新汽车经销商库存系数看，2月库存系数达到2.1，同比上升29%，反映渠道库存水平持续处于高位，行业仍面临较大去库存压力。

“一季度整车厂正经历痛苦又必须的去库存阶段，因而终端零售数据更能反映真实的需求波动。”招商证券行业研究表示，通常在库存去化周期，零售领先于批发领先于产量。1月全月零售数据开始环比复苏，但仍未至拐点。“4月草根调研显示，企业排产仍较为悲观，数据最早可能于5-6月迎来拐点。”

### 结构化机会可期

“最坏的时候也是最好的时候”，可以用这句话来形容当前汽车板块。汽车行业自2018年5月开始受终端需求转弱影响陷入低迷，这一年中国汽车销售市场遭遇了28年以来的首次负增长。

不过，今年以来汽车股开始逐步活跃，江铃汽车等龙头股区间涨幅显著。那么，除了行业反转预期，汽车板块还有哪些投资逻辑？

杨靖磊表示，对于行业投资逻辑，未来我国汽车行业竞争将不断加剧，唯有具备技术、资金、研发、品牌等综合优势的龙头企业有能力持续受益，结构性机会将是长期关注重点。

在配置策略方面，招商证券行业研究表示，基于一季报前瞻数据，可从以下四条主线去筛选个股。主线一：一季度有望取得较高增长的个股；主线二：质地优秀、估值修复空间大、长期投资者可逐步布局的弹性品种；主线三：基建、房地产投资回暖，上半年重卡景气度无虞，推荐重卡产业链；主线四：深度布局智能电动汽车。

杨靖磊表示，从中长期价值角度看，建议关注在合资及自主领域具备领先优势的整车及零部件企业。在新能源汽车板块，随着特斯拉中国工厂落地，其本土供应链将迎来结构性机会。特斯拉国产化对于其现有供应商而言意味着订单弹性有望增大，而对于潜在供应商而言，则意味着有望获得全新增量订单。同时，随着汽车智能化、电动化不断推进，具备整车厂Tier1（一级供应商）资源和产品技术优势的车载电子龙头有望成为智能驾驶落地的人口，享受智能驾驶高速增长红利。

## 餐饮旅游板块应“声”而起

下滑，但仍维持两位数增速。

不过，今年春节假期旅游数据则低于此前预期，全国共接待游客4.15亿人次，同比增长7.6%；实现旅游收入5139亿元，同比增长8.2%，两项增速均为近十年来最低。

出境游方面，2018年中国公民出境旅游人数为14972万人次，比上年同期增长14.7%，增速为近5年最高，出境旅游市场呈现出复苏态势。

“2019年一季度出境游市场已开始复苏，二季度几个小长假及暑期出境游市场仍值得期待。”财通证券行业分析师陶冶表示。

太平洋证券分析师王湛认为，二三线城市受益于人均GDP快速提升，航线、签证、产品下沉等因素拉动出境游高速增长。“我国出境游整体渗透率还有较大提升空间，未来3-5

年仍将处于高速增长期。”

### 关注航空与酒店相关个股

近期市场持续震荡，消费品种以其防御特征，再度受到投资者关注。那么，相对滞涨的餐饮旅游板块，在此背景下，哪些投资机会值得关注？

渤海证券行业分析师刘瑀表示，整体来看，当前板块仍处于2015年以来的相对估值低位，作为朝阳行业发展空间依然广阔，因此仍给予行业“看好”的投资评级，建议投资者从以下几个维度选择个股：其一，优选逻辑清晰且确定性强的免税行业；其二，推荐兼具可选消费与必须消费特性的餐饮行业以及旅游演艺；其三，关注景区、出境游及酒店业边际改善机会。

东方证券表示，可逐步布局前期显著超

跌、有望迎来估值修复机会的个股，沿两条主线：其一，公司基本面回暖已在兑现中，估值有望稳步修复，回撤风险相对较小的个股；其二，为受宏观经济影响相对较大的板块（酒店、出境游）中，随市场预期修复，有望在前期超跌基础上展现估值修复更大弹性的个股。

民生证券行业研究指出，航空与酒店同属交通与旅游板块中周期属性明显的子板块，而对周期股来说，股价最大的变量在于预期的变化。即便航空、酒店等可选消费品公司的规模、利润体量较过去有明显增长，但受经济下行，需求放缓预期影响，当前航空、酒店板块估值均处历史底部。而伴随近期市场预期外围事件缓和、下半年经济复苏，需求端预期企稳有望提振处于历史底部的航空、酒店板块估值，建议重点关注。