

■ 财富圆桌

# 慢牛踟蹰 A股下一站开向何方

□本报记者 王朱莹

后续驱动力来自基本面

**中国证券报:**当前反弹进入到一定阶段,行情出现震荡,未来反弹若要继续向纵深发展,主要驱动力是哪里?

**刘东亮:**由于一季度行情主要受风险偏好的显著改善而表现亮眼,步入二季度后则有两大问题需考察:一是实际企业盈利能否兑现前期的市场预期;二是后续推动风险偏好上升的驱动力能持续修复空间还有多少。

从风险偏好的空间上来看,股市ERP一季度大幅下行并接近历史均值水平,目前处于历史60百分位,仍然具备向下修复的空间。市场逐步消化前期利好事件后,短期内进一步的利好有待观察,但中长期来看我们认为后续市场预期的驱动力仍存。

**袁广平:**复盘一季度以来的行情,主要是悲观情绪的修正以及低估值的价值回归带来的修复性行情,背后的逻辑在于内外环境改善,压制因素的逆转,但是,当前估值修复已经接近尾声,未来基本面有望接棒估值修复,成为A股主要驱动因素。

从股价模型来看,股价是由分母端的估值因素和分子端的业绩因素共同驱动的,今年一季度的时候,市场主要由分母端的估值因素驱动,市场也积累了不错的涨幅。往后看,我们认为分母端有望继续维持低位,但市场最核心的驱动因素将逐步转向分子端:从一季度的经济数据来看,随着政策累计效应逐渐显现,经济先行指标已经有所好转,同步指标来看需求端消费、投资的主要拖累项比如汽车、基建等都有不同程度的修复;另外,随着减税降费大规模落地,三季度或将出现基本面拐点。

**曾宪钊:**以PE( TTM )和PB的数据作为A股历史的估值来看,3100-3200点基本是估值中枢,目前A股经历了一轮政策和资金宽松导致的估值修复后,已站上估值中枢,即去年以来大家的悲观预期已彻底改变。但仍有中美贸易的具体协商条件和在当前经济结构下刺激政策对经济拉动的量化作用,这两方面需要验证,这是当下资本市场比较反复的主要原因。

未来指数的驱动力,或是一季报未来确定性业绩同比大幅上升的行业和公司,带来的结构性机会,并导致投资者逐步强化未来上市公司业绩增长的确定性,驱动情绪提升和估值上行,但由于整体业绩恢复还在证伪过程中,这种情绪波动带来更多的是指数的不确定性增大和板块轮动的加快。

## A股与全球股市联动加强

**中国证券报:**如何看待外资对A股行情演变的影响?

**袁广平:**目前国际三大指数已经纳入A股或者提升A股的纳入因子,预计2019年就能为A股带来数千亿元的增量资金,随着资本市场对外开放进一步强化,未来外资在A股市场的占比或将进一步提升。

外资对于A股的影响体现在三方面。首先,外资流向会在一定程度上影响国内投资者的情绪,今年以来北上资金的流动与市场走势呈现出较大的相关性。第二,外资对于A股标的的偏好较为集中,以蓝筹居多,因而能够在边际上影响A股的市场风格演化。第三,随着外资大量流入,会进一步提高A股的国际化水平,A股市场与全球市场的联动性也将强化。

**曾宪钊:**外资与内资的差异主要体现在投资者的资金属性和投资策略。首先,跨境资金资金量较大,据不完全统计,OFII和跨境通净买入已超过1万亿人民币资产,而且跨境通的相当部分买入还是在去年A股流动性较差的情况下进行的,这就决定了外资的交易基本是趋势性的;其次,跨境投资的性质就决定了资金更看重安全性和长期投资回报,欧美市场的PE倒数减去五年期国债利率较A股更高,投资人风险偏好更低。同时,跨境资金对上市公司信息的跟踪和产业政策的了解,并不如国内投资人,在资金没有短期赎回的压力下,更看重长期回报;再次,跨境投资更注重确定性,目前国内的经济发展,西方成熟经济体都经历过,也

近期,市场上涨步伐明显放缓,引起市场情绪波动。A股目前处于牛市何种阶段,后续是久盘必跌还是深蹲起跳?哪些行业又有机会?本期邀请招商银行研究院资本市场研究所所长刘东亮,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。

可以找到时间错位后对标的公司,因此投资人更乐于见到产业增长模式能简单复制的行业和公司,而创新类的科技企业,外资更愿意通过本土头部私募股权投资公司的产品介入。

从近期的数据来看,跨境通对A股从之前的净买入变成了调仓,但部分重点公司仍有较大量的进出,不排除外资利用相对先进的交易工具在进行多策略交易。从具体的一部分公司来看,跨境通持有的股票确有波段操作甚至短期交易的行为。

作为投资者的多样性来看,外资的交易策略足够丰富,但如果以整体来看,持有稳定成长期的公司,获得中长期收益是其主要策略,由于目前部分A股的头部公司与欧美股市相比还有一定的估值和成长优势,外资仍将以锁定优质公司筹码为主,并推动A股估值和投资体系逐步向国际化靠拢。

**中国证券报:**后续行情展望及逻辑?

**刘东亮:**2019年A股市场的机遇将大于风险,虽然中期股市或进入市场预期与企业盈利相互博弈与验证的状态,但是随着外部因素改善、改革措施的持续推进、二级市场层次的丰富及体制的深化,投资者结构逐步多元化,全年风险偏好预计较去年站上一个台阶,A股市场长期向上的空间可得积极一些。

**袁广平:**从长趋势来看A股的新周期已经开启,供给侧改革从产能、去库存深入到金融领域和制造业降成本,能够更好的激发新经济活力,带来股市长牛的基础,这与美国上世纪80年代股市进入长期牛市的逻辑是相似的。

政策支持的新经济和科技创新企业将最为受益。一方面,经过过去多年的研发投入和创新,中国已经涌现了一批具有较强技术优势,在国际上跻身第1梯队、1.5梯队的优质高科技公司。另一方面,随着商誉风险释放、内生成长能力修复,成长股业绩有望率先触底回升,而广谱利率处于低水平的环境下成长股也将更具弹性。“经济筑底+宽信用+强政策”的背景下,我们坚定看好能代表经济长期发展方向的科技类别的成长股。我们的资产配置思路也将延续以科技类成长股为主的四



招商银行研究院资本市场研究所所长 刘东亮

星石投资组合投资经理 袁广平

诺鼎资产总经理 曾宪钊

条主线:一是具备全球竞争力的高端制造业,如新能源汽车产业和5G产业链为代表的产业;二是受益于国内制造业转型升级的先进制造业:如自动化设备、自主可控、云计算等;三是效率高、模式新、成本低的“互联网金融”;四是受益于人口老龄化的行业,如专利药、高仿制药和医疗服务。

**曾宪钊:**投资者情绪的传导和上市公司业绩增长兑现时点的变化和量度是影响下一步走势的重点因子,由于A股历来对投资者的预期管理和上市公司的监管和处罚力度不足,容易形成风险偏好提升和估值修复过急。

从一季报和信贷情况来看,二三季度上市公司整体业绩增速抬升较为确定,但场外新加入的投资人,很难量化业绩增长的度,因此,在政策牛转向业绩牛的过程中,投资者对成长的偏好和容忍度将不断提升,容易形成盘整后上涨并波动加大的情况。

## 四因素催化 氢燃料板块行情超预期

□本报记者 牛仲逸

4月19日,氢燃料板块内个股再掀涨停潮,东旭光电、德威新材、大洋电机等多只概念股涨停。分析人士指出,在政策面支持下,2019年将成为氢燃料电池汽车商业化元年,而板块投资将从主题投资转向基本面驱动。随着燃料电池核心技术加速突破,氢燃料全产业链显现长期机会。

### 氢燃料跃上风口

随着氢燃料行业站上风口,上市公司开始纷纷布局谋划。除了美锦能源、雪人股份等上市公司外,近期又有多家上市加速布局氢燃料产业。

力帆股份4月12日公告称,公司与法国液化空气集团的全资子公司签订合资合同,在成都市郫都区共同投资设立一家从事在氢能源市场开发、制造和销售具有价格竞争力的综合加氢站的合资公司。

除了上市公司层面,产业政策的扶持力度也在不断加大。3月26日,财政部、工信部等四部委《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》出台。过渡期为2019年3月26日-2019年6月25日。地方政府过渡期后不再对新能源汽车(新能源公交车和燃料电池汽车除外)给予购置补贴,转为用于支持充电(加氢)基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。

### 加氢站前期最受益

从雄韬股份到美锦能源,再到近期的全柴动力,氢燃料板块内龙头股不断更替,在这些龙头股的带动下,板块今年以来持续活跃。那么,氢燃料板块行情不断超出市场预期的内在逻辑是什么?板块还有哪些机会值得关注?

长城证券表示,过去两年燃料电池相关概念也出现了一些结构性的机会,但是持续时间较短,往往是作为锂电池块的边缘概念进行炒作,但本轮的上涨呈现出极强的差异性。燃料电池本身已经发生较大的变化。首先,商业模式进一步清晰,公交模式和物流车模式商业成熟度增强;其次,利润空间大,燃料电池补贴空间较锂电池更大,整体产业链利润水平更高,企业推广动机增强;再者,国产化速度加快;最后,规模化效应逐步呈现。

天风证券表示,目前氢能源类似电动车2013年-2014年的起步阶段,整个产业链经历“高层强调—政策加码—地方政策跟进—销量爆发”的过程,而顶层设计和地方政策跟进首先体现在此前制约行业发展的瓶颈环节—加氢站建设。因此,加氢制氢将是整个产业链最先启动的环节:一方面,加氢设备提供商将优先受益;另一方面,为加速推进加氢站的建设,地方政府或将效仿佛山市,对加氢站的建设与运营端进行补贴,刺激相关企业加氢站建设的积极性。

此外,本轮行情是氢能源的发展带来的投资机会,除重点关注前端加氢、制氢环节外,燃料电池核心零部件、整车相关标的也建议关注。



2019吉祥文化金银纪念币

2019 Auspicious Culture Gold and Silver Commemorative Coins



中国金币总公司 总经销  
Solely Distributed by China Gold Coin Incorporation

地址:北京市西城区月坛南街6号 客户服务电话:4008-188-666

经销商道查询中国金币网 <http://www.chngc.net>中国金币网上商城 <http://www.chinagoldcoin.net>

■ 瞭望塔

## “调挡”期博弈加大

□本报记者 黎旅嘉

告别此前一日回调,周五两市震荡走高。截至收盘,沪指收涨0.63%,但成交量却依旧未能有效放大。

从本周两市的运行来看,一方面,在两市短期快速回升后,市场热度由于盘面回升确实出现了较大程度改善;但由于指数短期录得较大涨幅叠加行情再度行至重要阻力位置,渐露疲态。因而无论是安全性还是从兑现部分收益的角度来看,盘面已累积一定压力。不过从场外资金所共同反映出的各类参与者对后市的预期来看,中长期向好的趋势仍然未变,但投资者同样也需要警惕盘面短期调整的可能。

的确,短期市场受到来自对后市不确定因素加大而造成的扰动,但真正决定股价高低的核心仍然是上市公司的内在价值。正如格雷厄姆所说:如果公司的内在价值并无变化,基本面并无变化,那么投资者应把自己看作一家有价值公司的部分拥有者。股价波动是“市场”先生与你做交易建议的报价,如果报价好,利用它;如果报价不好,不理它。让市价服务你,而不是主宰你”。

不难发现,此前盘面快速上升以及近期的再度震荡对投资者的影响主要集中在以下两个方面。首先是估值与信心的匹配,即通常所谓市场见底预期意味着对于中长期价值投资者而言,配置价值已经显现;而对于趋势博弈投资者而言,短期结构性因素形成回调的可能也已显著降低。其次在风险筹码的分散消化过后,震荡整理后筹码持有者的风险偏好正在持续提升,因而行情调挡换速过程实际上也是不断寻找风险偏好更高者的过程。

事实上,正如中金公司在近期报告中所指出的,指数从2015年以来大级别调整的下行结构已经完整,因此即使短期出现调整,指数也很难回到前期低点;对配置型机构来说,短期调整更多是买入机会。

一方面,从积极的方面看,在此前社融数据超预期后,一季度GDP增长6.4%,好于预期,显示各项经济指标出现回暖。另一方面,目前市场同样也有隐忧,那就是成交量始终无法有效放大,即使在银行股启动的本周二也没有出现明显的放量,增量资金的不足导致市场只能寻求结构性机会,且热点切换比较频繁,市场赚钱效应相应有所减弱。

而中金公司认为,成交分布将是决定后市走势强弱的关键。从市场资金和筹码的结构来看,今年以来不同属性资金逐步回归是A股市场逐步走强的直接原因。与此相对应,两市成交实现了由日均3000亿元至6000亿元再到万亿元的提升。不过,3月初以来两市成交达到万亿元水平后,成交基本稳定在6000亿元至万亿元之间水平,成交额更多随市场涨跌波动,在4月初反弹过程中,指数价格虽创出新高,但成交并未超3月高点,增量资金流入放缓,市场基本实现了在这一博弈结构下的动态均衡。当市场重回存量博弈的时候,成交分布将是决定后市走势强弱的关键,从成交分化度指标当前仍在较低水平波动的情况来看,市场仍需找到可持续的、投资者一致认可的主线,才能实现上行动能的积累。

展望后市,伴随着两市年报、一季报集中发布,低估价值蓝筹股有望再度成为市场各方关注的焦点之一。随着国内宏观经济的逐步企稳回升,部分投资者也已开始将目光转移至部分周期行业上来。从这一角度而言,逐步放弃前期市场爆炒的旧题材,寻找低位可能补涨的新题材或将成为未来一段时间场外资金主要操作思路。

不过资深投资人亦提示,投资还要关注“跑大多数人怎么想”。随着反弹进入第二阶段,多空博弈加大,赚钱效应有所减退,在尽量规避亏损原则下,普通投资者当下也不宜大仓位介入。在下一阶段主线完全清晰前,即便少赚一些又何妨?