



新华社图片 制图/苏振

六大利好支撑A股处于新一轮牛市初期

□英大证券首席经济学家 李大霄
英大证券研究员 郑望

上证指数历史上共有五个重要底部,分别是1994年的325点、2005年的998点、2008年的1664点、2013年的1849点以及2019年的2440点。近10年来,沪指由1664点底部提升至2440点底部的指数抬升幅度为46.63%,而沪指2440点A股的总市值为47.12万亿元,较10年前增长了近2.57倍,A股总市值占GDP的比例也由48.80%上升至52.34%。显然,近10年内,A股规模增长较快,其行情变化对国民经济的影响在逐步增大。笔者认为,目前选择在市场低位逆势入场的投资者或许看到了多重利好因素,A股已处于新一轮牛市的初期阶段。

2019年的沪指2440点与以往A股的底部还有一些不同,A股投资者面临着经济增长周期性放缓、经济结构调整等多重不确定因素影响。因此,在沪指2440点之后,A股行情并没有呈现出以往全面上涨的态势,而是低估值绩优蓝筹股延续强势上行,高估值绩差品种纷纷再创新低。投资者开始优选绩优且回报较好的品种,并迅速抛弃绩差且无回报的品种。

显然,股票内部的结构性调整有利于资源配置效率的提升,绩优且高回报品种正在带动A股走出低谷。笔者认为,未来10年的A股发展不仅会在规模上有较好增长,而且会在资源配置效率上有显著改善,绩优且回报高的品种会被给予更高的估值水平,绩差且没有回报的品种或逐渐被市场淘汰。对于A股已处于新一轮牛市的初期阶段的支撑因素,笔者认为主要有以下六方面:

一是A股五大底部估值比较。从市盈率指标的对比来看,325点、998点、1664点、1849点和2440点的PE分别为11.45倍、14.37倍、13.11倍、10.86倍和12.25倍;从市净率指标的对比来看,998点、1664点、1849点和2440点的PB分别为1.54倍、1.91倍、0.77倍和1.23倍。显然,沪指

- A股五大底部估值比较。
- 在沪指2440点底部附近,大小非增持回购大增。
- 维护市场稳定发展的政策力度大增。
- 资本市场持续推进规范化、市场化和国际化发展。
- 蓝筹股获得增量资金增持,估值重心持续走高。
- 港股调整到位,A股上行趋势未改。

2440点的估值水平与A股历史其他底部的差异并不大。

二是在沪指2440点底部附近,大小非增持回购大增。在A股总市值大幅增长的背景下,A股也由此前的限售股不流通状态进入到全流通状态,因此A股的股价水平不再只是二级市场的供求结果,大小非股东手中的大量筹码也逐步进入A股市场。显然,在产业资本看来,过高的股价必然面临大小非减持的压力,而被产业资本低估的品种则受益于大小非增持及上市公司股票回购。今年1月,全部A股大小非净增持及股票回购规模为143.72亿元,是2016年以来最高的单月增持回购规模。因此,从产业资本来看,沪指2440点是A股被低估的区域,进而形成重要底部的概率大增。

一种改革试点,但参加企业进行的改革不再是某一单项改革,而是几个方面改革的共同实施,也可称之为综合性改革试点。

这三个依次递进的改革行动,是推进国企改革的重要举措,也说明推进国企改革还有很大空间,需要有更大的突破,而地方则应在推进改革上有更多的作为。纵观我国40多年的改革史可以发现,很多改革举措都是来自于基层的大胆实践,经总结后成为改革文件的重要内容。当前,推进国资国企改革仍需要来自基层的探索和创新,而深圳再次被选中。因为很多中央企业、地方国有企业、大型民营企业以及知名跨国公司将深圳作为自己的发展之地,国资国企改革可以在深圳找到更为理想的合作伙伴。

推进国有企业改革,需要对其有一个清晰的认识。改革初期,目标是将国有企业改革为自主经营、自负盈亏的市场竞争主体。同时,组建和发展企业集团也是国有企业改革的重要方面。历经40年改革,当前国有企业已经完全不同于改革初期的国有企业,它已成为市场化、公司化、集团化、国际化的企业集团。市场化即国有企业已经不再执行指令性计划,其生产经营已经完全走向市场,受市场调节。公司化即国有企业已经完成公司制改造,按《公司法》登记注册,它已不再是工厂制

三是维护市场稳定发展的政策力度大增。A股市场的投资者决不能忽视政策的力量,并且此前的底部多伴有利多政策的支持。在沪指2440点附近,监管层出台纾困措施缓解股权质押风险,同时吸引长线资金入市,开拓国际资金入市渠道。

在沪指2440点之后,维护股市稳定发展的政策力度也未减弱。面对外部因素的不确定影响,监管部门利用一系列“工具箱”措施对冲外部不利因素影响,A股博弈的格局更偏向做多市场一方。

四是资本市场持续推进规范化、市场化和国际化发展。2019年,证监会加大对上市公司违法违规行为的查处力度。截至今年8月7日,证监会对上市公司违法违规行为共开出87张行政处罚决定书,涉及内幕交易、信息披露违规、传播虚假信息、操纵市场、违法买卖股票、未按规定申报证券投资等。随着对上市公司质量要求的提高,国内资本市场的整体估值水平有望从底部回升。

同时,随着中国经济在全球经济领域的地位逐步提升,国内资本市场服务实体经济的能力也要逐步增强,A股市场化和国际化的内在要求越发强烈。今年以来,尽管面临外部不确定因素增加的影响,但是A股市场化改革却并未因此停滞。A股市场设立科创板,完善多层次资本市场架构,并启动试点注册制。市场化改革有利于提升A股服务实体经济的能力,提升社会资源配置的效率,好股票的高回报将受到重视,而无回报的差股票将被淘汰。

在A股国际化发展方面,除了沪伦通启动之外,证监会出台多项对外开放措施,包括推动修订QFII/RQFII制度规则;允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”;合理设置综合类证券公司控股股东的净资产要求;放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制;全面推开H股“全流通”改革;加大期货市场开放力度;放开外资私募基金证券投资基金管理人管理的私募基金参与“港股通”交易的限制;研究扩大交易所债券市场对

外开放;研究制定交易所熊猫债管理办法。此外,MSCI、富时罗素和标普道琼斯国际指数公司也正在按预定计划增加旗下国际资本投资A股的权重。国际化发展将引入成熟资本市场的理性投资理念,改变A股投资者结构,进而促进A股资本定价与国际水平接轨,A股蓝筹品种长期低估的局面或改变,市场估值重心有望上移。

笔者认为,国内资本市场规范化、市场化、国际化发展有利于提升上市公司质量,改善股市运行效率,培养理性价值投资理念,有利于A股长期健康稳定发展。

五是蓝筹股获得增量资金增持,估值重心持续走高。在沪指2440点附近,沪深300板块和上证50板块的市盈率分别为10.33倍和8.33倍;在沪指2733点附近,沪深300板块和上证50板块的市盈率分别为11.15倍和9.31倍。显然,在本轮市场上涨过程中,蓝筹股估值重心有所抬升。2019年以来,北向资金入市规模超过千亿元,QFII和北向资金持股市值超万亿元,接近国内公募基金规模,而其中低估值蓝筹股持股市值占比较高。此外,沪深300指数和上证50指数在近期的市场波动中,均表现出一定的抗跌能力,且在市场上涨过程中承担做多主力的角色,后市蓝筹股估值重心有望进一步提升。

六是港股调整到位,A股上行趋势未改。笔者认为,从估值底政策底到市场底皆已经成立,从2440点开始的牛市基础是扎实的。从2440点涨到3288点,上涨61个交易日,上涨了848点;而从3288调整到2733点,调整了81个交易日,下跌555点,调整幅度为65%,时间和空间都已经足够。而港股恒生指数已经回到24899点,这是年初1月3日附近的低点位置,港股已经形成“黄金大底”。恒生指数整体破净,恒生中国企业指数的市净率只有0.91倍,两地市场底部同时得到印证,后市上涨行情将从A股2733点和港股24899点启程。笔者认为,利空因素已经充分反映在市场底部之中,A股已处于新一轮牛市初期阶段。

工持股、薪酬分配、各种历史遗留问题等多方面的改革。这时,整个集团就会建立起新的体制机制,自然就会带动集团其他各法人进行改革。

集团母公司的改革有两条路径:第一,集团母公司直接进行混合所有制改革。这又可以有两种选择:一是母公司首先实行股权多元改革,实现由国有独资到多元国有股权,如南航集团通过引入广东省政府、广州市政府、深圳市政府的投资所做的改革。经过一段时期后,再引入非国有资本,实现母公司的混合所有制。二是母公司直接引入非国有资本进入,实现国有资本与非国有资本共同出资的混合所有制。第二,通过上市公司实现混合所有制改革。将集团非上市资产全部装入上市公司,然后注销集团母公司,将上市公司一级法人作为集团母公司。

笔者认为,母公司实行混合所有制后会带来以下变化:一是由国有资本出资者与非国有资本出资者派出董事来建立董事会,这时的董事会完全不同于国有独资公司的董事会,它将给母公司治理方式带来重要转变。二是国资监管机构不再对国有独资公司履行出资人职责,而是对混合所有制母公司国有股权履行出资人职责,这会促使国资监管机构的改革。三是混合所有制母公司的国有股权需要有明确的持股者,这个持股者就是国有资本投资运营公司。

扫除发展障碍 多路径挖掘消费潜力

□交通银行金融研究中心高级研究员 刘学智

日前,国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》,要求深化文化和旅游领域供给侧结构性改革,提升文化和旅游消费质量水平,不断激发文化和旅游消费潜力,并提出了九项激发文化和旅游消费潜力的政策举措。在笔者看来,我国消费升级正处于上升期,逐渐酝酿新的消费需求,为消费市场持续扩大创造条件。一系列促进消费增长政策落实到位,将有助于激发消费增长潜力,扫除影响消费发展的各种障碍,解决供需不匹配问题。

供需不匹配问题凸显

消费已连续5年成为我国经济增长第一动力,2018年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率达到76.2%。社会消费品零售总额超过38万亿元,稳居世界第二位。随着经济持续发展,未来我国有望成为全球最大消费市场。

然而,我国高品质产品和服务的有效供给相对不足,难以满足消费升级带来的新需求,一定程度上制约了消费发展。在国内供给难以满足消费需求的情况下,我国对境外高质量消费品的需求巨大,导致消费外流现象日益严重。数据显示,我国服务贸易逆差从2010年的151亿美元大幅增长到2018年的2916亿美元,并且仍在快速扩大。与此相对应,近年来国内消费增速逐渐放缓。2018年消费增长9%,是2004年以来首次个位数增长,今年上半年消费增速进一步下降到8.4%。2018年最终消费支出占GDP的比重达到54.3%,然而居民消费支出比重为39.4%,不但低于美国、日本等发达国家,也低于印度等发展中国家。消费已经是经济增长首要动能,但难以掩盖居民消费增长放缓的事实,消费的潜力没有充分发挥出来。

面对消费升级过程中出现的新问题,近年来我国持续出台措施刺激消费增长。今年年初,国家发展改革委等十部门联合发文,提出六个方面具体措施,要求补足城镇消费供给短板,提升养老服务的供给水平,支持绿色智能家电销售等。7月末,政治局会议提出深挖国内需求潜力,拓展扩大最终需求,多用改革办法扩大消费。近期,国务院办公厅发文,提出九项激发文化和旅游消费潜力的政策举措,从假日经济、夜间经济、文旅经济等多维度促进消费转型升级,激发消费增长潜力。

未来可能出现三个增长点

消费作为我国经济稳定器的作用将进一步增强,消费将是未来我国经济增长的主引擎。根据我国消费运行现状,结合近日相关政策要求,笔者认为,未来可能出现三个增长点:旅游消费持续扩大,夜间经济蓬勃发展,信息技术不断拓展消费空间。

随着经济发展水平的提升和城乡居民收入水平的增长,我国旅游业发展迅猛。近期各项促进旅游的政策陆续出台,市场秩序得到不断优化,旅游产品体系将日益完善,未来旅游消费规模有望持续扩大,成为重要的消费增长领域。根据统计数据显示,2018年国内旅游人数55.4亿人次,同比增长10.8%;国内旅游收入5.1万亿元,同比增长12.3%。旅游人次和旅游收入增速都快于整体消费增速。旅游业总收入对GDP的综合贡献为9.9万亿元,占国内生产总值的11%,比重持续提升,成为国民经济重要的增长点。

最近“夜间经济”成为非常热门的词语,除了北京、上海等一线城市以外,很多二线城市都出台了发展夜间经济的政策措施。对于现代城市经济活动而言,白天主要以生产活动为主,而夜间则是消费活动集中的时间段。发展夜间经济是在有限的空间内提高城市设施的综合使用效率,通过延长时间来突破空间的限制,从时间维度去挖掘潜在的消费潜力。

从经济业态来看,夜间经济为城市发展带来诸多产业发展机会。第一层次,吃是起点,特色美食和风味小吃在城市划定的夜间餐饮区内集聚;第二层次,娱乐休闲是重点,健身、娱乐、影视等方面有很大发展空间;第三层次,文化消费蓬勃发展,各地依托历史街区、艺术馆、博物馆等打造夜间经济聚集区;第四层次,培育创意新兴产业,夜晚人们身心放松,思维较为发散,有很多创新和创意诞生于夜晚。

此外,在消费升级的大背景下,各类消费呈多样化、个性化需求的体验式发展。在大数据、云计算、物联网等信息技术快速发展和广泛应用的背景下,各类消费领域正朝着数字化经营转变。而移动支付作为体验式消费的关键环节,将不断拓展多样化、个性化的消费新空间,未来将不断衍生出新的消费模式。2018年我国第三方支付移动支付规模达到120.3万亿元,同比大幅增长104.7%,未来几年将保持快速增长态势。

尽管我国居民消费增长和消费升级有很大潜力,但仍然面临多方面制约。需要进一步通过供给侧改革和体制机制改革,扫除影响消费发展的各种障碍。首先,缩小收入分配差距,扩大中产阶层规模,提升广大人民消费能力。其次,稳步推进个税改革,扩大个税专项附加扣除项目,降低工资阶层个人税费负担。第三,研究休假制度改革,适度增加带薪年假,落实错峰休假,避免黄金周出现消费堵塞。第四,以消费需求为导向推进生产端供给侧结构性改革,促进产能升级与消费升级相匹配,缓解高质量消费外流现象。