

两家券商策略会研判市场机会

# 股债双“牛”可期

□本报记者 赵中昊 胡雨 周璐璐

中信建投证券2019年秋季资本市场峰会和长江证券2019年度中期投资策略峰会9月4日分别于北京、上海召开。

两家证券公司的分析师对宏观经济形势、大类资产配置、A股走势等进行了分析，认为经济有望四季度趋稳，未来股债将现双“牛”格局。

## 经济有望趋稳

“行稳方能致远，经济硬着陆风险不大”。中信建投证券及长江证券均认为我国经济下行压力将继续释放，并于四季度趋稳，长期向好趋势未改。

中信建投证券宏观研究团队认为，与过去主要依靠“房地产+传统基建”的宏观调控思路不同，目前政策着力点在于“消费+补短板与新基建”。

中信建投证券指出，从更长期的视角看，中国经济下行是趋势性下行与周期性下行共振的结果，信用紧缩是经济下行的重要原因，其本质是利率形成机制与融资体系变革。当前的变革有助于提高资源使用效率，增强经济增长持续性。

长江证券首席经济学家伍戈认为，当前我国经济呈现出诸多与过去不同的特征。今年我国财政政策无疑是积极的。但从基建投资的回升力度来看，广义财政的扩张依然十分温和。

展望未来，伍戈表示，财政政策或将进一步发力，贷款利率预计仍将下行，根据宏观政策对经济的领先关系，三季度我国经济仍处下探过程，四季度或将趋稳。

长江证券研究所总经理助理、宏观固收团队负责人赵伟认为，伴随经济进入“转型攻坚”阶段，“出清”成为核心矛盾。引导经济“出清”的思路逐渐清晰，从“控制增量”和“化解存量”两个维度展开；财政与货币相配合，缓解“出清”过程的冲击。

在“转型攻坚”阶段，经济下行压力或继续释放。同时，居民消费升级、产业结构转型等，对经济高质量增长的贡献正在加速体现。



本报记者 胡雨 周璐璐 摄

传统“总量思维”的指示意义下降，应重新审视宏观经济和投资逻辑，关注“结构转型升级”在资本市场的映射。

## 股市债市双双看多

对于大类资产配置，中信建投和长江证券均看好股债双“牛”行情。

中信建投证券宏观团队认为，利率债作为重要的避险资产，其收益率还有下降空间。10年期国债利率从3%的关口向下突破的束缚可能在资金成本、短端利率和资金利率倒挂限制长端的下行。然而全球降息的大背景、国内偏高的融资利率、特殊的经济格局都决定了货币环境宽松是必然方向。LPR报价机制的改革完成，年内降息概率上升，降准亦是选项之一。

股票市场方面，当前A股具有较大估值优势，期待货币宽松和利润改善的提振。此外，广谱利率的下行会带来估值一定程度的提升，这也有助于市场企稳甚至回升，中国的A股市场已具备中长期的配置价值。

中信建投证券策略团队表示，当前A股的估值处于历史较低水平，同时中国资本市场不断开放，各大国际指数逐步将A股纳入，北向资金流入规模也进一步加大。长期来看，A股具有较大的增量资金支撑。从盈利角度看，A股盈利水平处于历史底部。整体来看，当前时刻的A股已经具备较高的性价比。

长江策略团队负责人包承超表示战略看多A股市场，他认为市场驱动力发生了变化，开始从“分子端”盈利驱动，转向“分母端”估值驱动。从性价比角度来看，当前A股的估值水平与2013-2014年的底部相近，配置性价

比处于历史高位；从政策角度来看，目前股票市场制度建设有序推进，整个市场的交易环境也得到了优化。他认为，目前股票市场机会大于风险。

赵伟强调，经济“出清”过程中，“资产荒”成为资本市场的核心矛盾。务必重视“资产荒”对市场行为的深刻影响。债券市场短期或有调整压力，但中期来看，基本面、再配置压力等仍将对债市形成有力支持；股票市场策略已逐步转向流动性框架。

## 关注盈利和估值状况

对于投资策略，两家券商均表示需要关注企业的盈利及估值状况。

中信建投证券策略团队认为，只要估值和盈利能力匹配或者估值能够有盈利预期改善的支撑，这样的企业都具备投资价值。综合考虑，行业板块方面，应该重点考察的包括建筑材料、银行、房地产、汽车、医药、电子、国防军工、机械设备、公用事业、电气设备等。除了需要考察边际变化的情况，像食品饮料等盈利和估值匹配确定性较强的板块也是长期需要关注的板块。

“经济的基本面是决定市场长期运动的方向。”中信建投首席策略师张玉龙表示，目前经济处于逐步触底的过程中，A股实际上是处于一个长期牛市的起点。从行业配置的角度来看，首先，利率下降，经济转型，成长股估值水平提升更快，叠加盈利预期的改善，长期看好。其次，消费也成为内生增长的主要需求，这也是值得长期坚守的方向。第三，中国经济转向直接融资，资本市场改革对券商板块也长期利好。第四，利率下降之后，高股息

板块的配置价值对固定收益类的投资者也具备吸引力。

长江证券包承超指出，结合上市公司中报，预计A股盈利的磨底期可能比市场预期更长。但从经营的“质”来看，企业家的经营模式和理念可能发生了很大变化，整体在减缓经营性应收的增长、加快资金周转和继续主动去库存，从通过投资驱动利润增长，变为更注重改善经营的质量。因此，在投资中，也要增加对可持续性现金流的关注。配置结构上，建议关注低估值风格，以及逆周期、弱周期的资产，底仓配置首选大行和龙头地产。

长江证券金融工程团队负责人覃川桃表示，上证50指数正处于中枢延伸的状态中，或将延续当前的震荡走势，上证指数和创业板指分别处于日线级别的上升轨道中，或将延续上涨行情。

此外，长江证券海外投资策略团队负责人张宇生还看好港股市场未来表现，他认为港股市场自7月份以来大幅调整，当前港股估值已经处于历史底部区域，已经对盈利压力和风险事件有了十分充分的反映。

港股9月4日午后大涨引发市场高度关注，对此张宇生认为，未来不论是盈利端还是估值端均有支撑港股上涨。一方面，港股上半年业绩表现好于去年下半年，体现出了一定的韧性，而考虑到低基数效应，今年下半年的业绩增速大概率会进一步上升，为港股的持续上涨提供坚实的基础；另一方面，包括美联储在内的全球众多央行都开始宽松进程，海外流动性的宽松往往有助于港股的上涨。可关注高股息策略以及性价比高的行业。

# 政策红利不断释放 A股刮起体育旋风

□本报记者 牛仲逸

近期A股主题行情活跃，热点不断涌现，其中体育概念表现较为突出。9月4日，当代明诚再度涨停，9月的3个交易日累计上涨24.73%。中潜股份上涨8.91%，国旅联合、浔兴股份等个股涨幅也较为明显。

分析人士表示，2019年国际男篮世界杯激战正酣，这是中国第一次举办男篮世界杯，以此为契机，有望促进我国体育产业加速发展，同时在产业政策支持下，我国体育产业将进入新一轮的发展周期，相关上市公司也迎来机遇。

## 体育产业迎利好

国务院办公厅近日印发《体育强国建设纲要》(以下简称《纲要》)，部署推动体育强国建设，充分发挥体育在建设社会主义现代化强国新征程中的重要作用。

《纲要》提出，到2020年，建立与全面建成小康社会相适应的体育发展新机制。到2035年，体育治理体系和治理能力实现现代化，经常参加体育锻炼人数达到45%以上，人均体育场地面积达到2.5平方米。到2050年，全面建成社会主义现代化体育强国，人民身体素养和健康水平、体育综合实力和国际影响力居于世界前列。

对此，渤海证券分析师姚磊表示，此次战略目标覆盖面广、影响力强，最终目标是提升人民身体素养和健康水平、体育综合实力，利好产业内相关从业公司。

体育产业是万亿元级别的消费蓝海，具备长期投资的确定性。有资料显示，目前我国体育产业占GDP仅约1%，对标发达国家2%~3%的成长空间巨大，市场预计2025年体育产业总产值超5万亿元，体育用品、体育装备和器材等领域，潜在市场空间大。

姚磊表示，此次《纲要》推出将对体育产业形成重磅利好，以全民健身为核心、以竞技体育为推动的战略将引发体育产业进入新一轮发展周期，结合2019~2022年时间是国际国内体育赛事密集期，长期看好我国体育产业的发展。

## 多领域存机遇

男篮世界杯眼下进行得如火如荼，A股市场也刮起一阵体育旋风。体育板块还有哪些驱动逻辑，进而带来哪些投资机会？

华创证券认为，近年来，随着经济转型的逐步推进、运动观念逐渐普及、国家政策持续支持和资金日益关注，体育器材行业将迎来快速发展阶段。按照《国务院办公厅关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》，到2025年体育竞赛表演产业总规模要达到2万亿元。按照《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，到2025年体育产业规模要达到5万亿元，行业增速是GDP的2~3倍。这一目标的驱动因素一方面来自政策推动，另一方面也是市场需求的爆发。2019年先后有男篮世界杯、第七届世界军人运动会等国际性赛事落地中国；同时，2020年杭州亚运会、2022年北京冬奥会也进入关键筹备期，重大赛事及体育产业发展等多重因素都会激发促进中国体育产业的发展。

华龙证券表示，相比庞大的人口基数，我国体育场馆数量仍显较少，且商业化程度不足，仅部分对公众开放。相比发达国家，不少大型体育场馆设施陈旧，智能化与信息化程度较低，亟待升级改造。随着大众运动健身热情日趋高涨，以及国家政策大力支持，未来体育场馆建设存在很大空间。

开源证券表示，在相关产业政策大力支持下，未来足球运动有望向全民运动发展，支持校园足球发展，青训系统逐渐完善，未来群众对足球运动的参与度有望持续提高，对足球赛事的关注度也会上升。建议关注涉足足球产业的上市公司。

# 南下资金持续净流入

□本报记者 吴玉华

4日，A股市场继续反弹，上证指数上涨0.93%，深成指上涨0.69%，创业板指上涨0.54%，三大指数均连续三个交易日收阳。港股市场也在4日反攻，恒生指数上涨近点，涨幅3.90%，创去年11月2日以来最大单日涨幅。

分析人士表示，港股估值处于低位，对于投资者来说具有较高吸引力，超跌之后的港股有望出现更明显的估值修复行情。

## 携手反弹

从A股市场来看，4日两市放量反弹，沪市成交2512.13亿元，深市成交3546.16亿元，两市成交额超过了6000亿元。个股方面，两市上涨个股数达到了2468只，并有60只个股涨停，市场赚钱效应凸显。从行业板块方面来看，申万

级28个行业仅有4个行业下跌，其他行业悉数上涨，房地产、建筑装饰、建筑材料行业涨幅居前，分别上涨2.67%、2.27%、1.95%，银行行业也上涨了1.62%，涨幅位居行业板块第五位。下跌的国防军工、食品饮料、休闲服务、医药生物行业分别下跌1.07%、1.02%、0.71%、0.05%。

在A股市场中，金融、地产领涨，地产板块中南山控股、荣安地产、沙河股份、香江控股等多股涨停。金融板块中西安银行、华创阳安涨停，国盛金控盘中一度涨停。

港股市场4日午后异动，市场放量明显，成交额达到了1163.8亿港元，而前一交易日成交额为638.2亿港元。香港本地地产股板块领涨，九龙仓置业上涨12.11%，新世界发展上涨10.07%，新鸿基地产上涨9.82%，太阳城集团上涨9.6%，恒基地产上涨8.71%。香港本地零售股也有所上涨，莎莎国际上涨17.28%，六福

集团上涨10.76%，周大福上涨9.74%。

分析人士表示，隔夜美股下跌明显，但A股市场摆脱外围市场影响，走出了独立行情。与过去的联动情形相比，可以看出A股此轮行情底气十足。9月下旬还有等着入场的国际指数配置资金，当前位置机会大于风险。与此同时，港股在经历前段时间的调整之后，已然超跌。

## 南下资金连续净流入

在港股市场出现显著反弹之时，南下资金也未错过加仓时机。Wind数据显示，4日南下资金净流入15.07亿港元。其中，沪市港股通资金净流入7.21亿港元，深市港股通资金净流入7.86亿港元。

值得注意的是，在近期港股市场持续调整之际，南下资金净流入态度坚决。Wind数据显示，南下资金已连续34个交易日净流入，净流

入金额达到了747.85亿港元。本周以来南下资金累计净流入了47.66亿港元，截至上周末，南下资金已连续16周保持净流入状态。

从沪市港股通和深市港股通的十大活跃股情况来看，4日沪市港股通资金净流入居前的个股为腾讯控股、友邦保险、香港交易所，分别净流入了3.22亿港元、2.65亿港元、1.95亿港元，深市港股通资金净流入居前的个股为融创中国、建设银行、中信证券，分别净流入了1.02亿港元、0.80亿港元、0.72亿港元。

对于港股市场，海通证券表示，8月中旬以来港股持续窄幅波动，南下资金8月净流入537亿港元，创港股通开通以来历史次新高水平。目前恒生指数成分股市盈率降至10倍，处于历史底部。H股相对A股折价率较高，恒生指数股息率3.8%，处于历史高位，投资吸引力上升，已进入价值布局期。

# 恒指大涨 牛熊证上演“悲喜剧”

为90港元，期限12个月，财务费用为7.2港元，合约权益比率为100:1，那么这一张的牛证价格就为0.272港元[发行价=(现货价-行使价+财务费用)/权益比率]，因此购买这一牛证一手(1000张)的价格为2720港元。在12个月期限内，若标的资产价格跌破或等于90港元，就将触发强制收回条款，投资者将损失全部本金；如果标的资产高于或远高于110港元，投资者就将实现盈利，假设标的资产到期后价格为130港元，这张牛证的结算价值就变为0.4港元[结算价值=(结算价-行使价)/权益比率]，那么一手牛证的价格即为4000港元，投资者盈利幅度为47%。

目前，港股市场当前运行的牛熊证数量近3600只，主要以恒生指数作为标的。而在恒生指数9月4日暴涨近4%的行情下，牛熊证的多方与空方的境遇也是大为不同。

牛熊证到底是怎样运行的？以N类(不设剩余价值)牛证为例，假设某一标的资产现货价格为110港元，发行商设定收回价和行使价

## 数百只熊证遭收回

空方损失有多惨重？港交所官网显示，有数百只恒指熊证发布了到期公告，其中主要就是因为4日恒指暴涨触发了“强制收回”条款。

以9月4日“恒指摩通零三熊M”发布的强制收回公告来看，该熊证设置的收回价为恒指25900点，而9月4日恒指点位最高已达到26654.21点。事实上在9月3日时，恒指点位为25527.85点，这一点位实际上已经相当靠近强制收回点位。

对于购买牛熊证的风险，港交所在其官网

已经阐述的极为清晰：“牛熊证是一种杠杆投资工具，由于风险较高，不会适合所有投资者，投资者在买卖牛熊证前应先考虑本身能承受多少风险。在任何情况下，除非投资者清楚明白牛熊证的性质，并已准备好随时会损失所有的投资金额，否则投资者不应买卖牛熊证，因为万一牛熊证的相关资产价格触及收回价，牛熊证会即时由发行商收回，买卖亦会终止。N类牛熊证将不会有任何剩余价值。若是R类牛熊证，持有人或可收回少量剩余价值，但在最坏的情况下亦可能没有剩余价值。另外，证券商代客户从发行商收回剩余价值款项时或会收取服务费。”

目前，虽然港股牛熊证基本都为R类，但对于此前购买前述数百只熊证的投资者而言，这一次恒指的暴涨就是“最坏的情况”，由于恒指涨幅过大，他们持有的熊证将没有任何剩余价值，本金损失殆尽。