

■ 财富圆桌

# 全球宽松提振A股 强者恒强主线布局

□本报记者 吴玉华

随着美联储年内二次降息，全球掀起宽松大潮。在宽松背景下，A股后市如何演绎？北上资金持续净流入如何影响市场？A股后市如何配置？本期财富圆桌邀请前海开源基金首席经济学家杨德龙、华创证券策略组组长周隆刚进行分析。

## A股风险偏好上行

**中国证券报:**今年以来，全球降息的央行数量不断增多，本周美联储年内第二次降息落地，在全球宽松背景下，是否意味着市场风险偏好上升？

**杨德龙:**今年以来全球已有超过30家央行宣布降息，特别是6月份以后，降息的央行越来越多，形成一波降息潮。而负利率正在全球蔓延，德国发行了30年期负利率债券，被一抢而空。而欧洲央行在9月12日宣布，将基准利率降到-0.5%，这表示全球央行降息潮愈演愈烈，欧洲已经正式进入负利率时代。全球央行奔跑在货币宽松的大道上。

A股市场，在美联储降息之后表现平稳，呈现出震荡反弹的走势。而美股则是由于降息的力度以及前瞻没有超预期，盘中一度下跌。A股表现相对具有韧性，事实上近期A股的走势，在全球主要股票市场来看是相对比较强劲的，特别是在9月份，A股市场重新回到3000点之上。

**周隆刚:**随着全球经济动能的弱化，客观上提出了全球联合政策对冲的需求。对于全球权益市场而言，“全球联合宽松预期—联合宽松政策落地—宽松政策效果验证”是预期引导主线。本轮A股上行是在全球权益市场阶段风险偏好上行背景下展开的，可以观察到上证综指节奏与MSCI新兴市场指数具有同步性，短期内受益于政策层面的积极，相对具有阿尔法超额收益。我们认为全球联合宽松逻辑有望加速展开，这将对全球权益市场，包括A股市场形成进一步的风险偏好提振效应。

**中国证券报:**近日我国央行降准，宽松预期也在提升，对A股市场将产生怎样的影响？

**周隆刚:**我们认为当前行情核心逻辑是全球联合宽松和国内政策“二次加油”，全球联合宽松当前正处于加速展开过程中，而国内政策

二次加油也在陆续证真，我们预计后续政策层面的相关举措将继续为市场注入信心。我们认为，相关宽松政策落地尚未完全展开，市场后续关注重点将逐渐从宽松兑现可能转向宽松实际效果。从近期数据观察，当前经济仍处于信用温和扩张趋势中。随着国内相关政策的落地推进，阶段内市场风险偏好仍有上行可能。

**杨德龙:**全球越来越多的央行进行降息，为中国央行的宽松货币政策提供了良好的背景。现在，央行已经采取了降准措施，年底之前可能会采取降息。最近公布的8月份经济数据显示，经济下行的压力依然较大，通过降息来刺激经济的必要性在逐步提高。预计年底之前央行可能会采取各种措施来刺激经济，年底之前经济企稳回升态势会更明显。

本周初，A股市场出现了一定的回调，主要是受到8月份经济数据不佳的影响，但是市场中期的趋势不变，主基调依然是震荡上行。“金九银十”行情已经展开，反弹窗口将会延续。市场短期的调整，其实为投资者提供了较好的入场时期。

## 外资不断增持A股是趋势

**中国证券报:**9月份以来北上资金持续净流入明显，成为增量资金的主要来源，北上资金的流入将在哪些方面影响市场？

**杨德龙:**北上资金在近期连续多个交易日保持净流入态势，从侧面显示出外资对于A股市场投资价值的认可。按照既定计划，富时罗素指数扩容和标普道琼斯指数纳入A股，将会在9月23日开盘正式生效，这将会给A股带来新的增量资金。富时罗素、标普道琼斯两大指数合计将为A股市场带来近800亿元增量资金。将来随着A股纳入因子的提升，外资对A股的配置需求还会进一步提高。这对A股市场的走势，会形成明显影响。

A股市场现在已经形成了明显的赚钱效应，在A股市场调整过程中，外资的流入还在加快。预计年底之前外资流入A股的量还会进一步增长，甚至赶上去年外资流入的资金量，即超过3000亿元的规模。

外资大量流入A股市场，给A股不仅带来增量资金，更重要的是带来价值投资理念。外资一直是崇尚价值投资和基本面研究的，外资流入所选择的股票，无一例外几乎都是基本面优

良的白马股，还有一些真正的成长股，现在正是积极配置这些优质股票的时候。

**周隆刚:**当前中美经济周期和资产价格存在错配，美国处于短周期下行初期，中国处于短周期下行尾声，上证综指PE(TTM)13倍水平处于历史底部区间，而标普500PE(TTM)21倍水平处于相对高位，加上中国汇率水平处于历史低位，政策层面释放出积极推进金融改革开放信号，从全球比较角度看，A股市场环境比较有利。北上资金持续净流入为A股带来了增量资金，提振了市场情绪，从长期角度看，有利于A股投资主体结构进一步优化。2019年A股纳入MSCI三步走，叠加“入摩”和“入富”，2019-2020年的A股市场外资增量约4500亿元。当前中国经济仍保持着全球相对高速增长态势，从金融层面看中国仍是主要经济体中少有的仍处于正常货币政策状态的经济体，中国各项改革开放政策仍在稳步推进，为经济注入新的动能。我们认为随着中国进入高质量经济发展阶段，A股资产的相对吸引力也将持续提升，金融改革开放也在持续推进，外资增持A股将会是长期的趋势。

## 三条主线布局市场

**中国证券报:**从目前来看，影响市场的因素有哪些？对于后市应如何来看？具体该如何投资布局？



前海开源基金首席经济学家  
杨德龙



华创证券策略组组长  
周隆刚

**周隆刚:**当前市场一方面要重点观察全球联合宽松进程及其效果，另一方面是国内宽货币向宽信用传导。风险偏好分化下强者恒强，年初以来，可以说消费、科技强者恒强。市场在业绩确定性和风险偏好弹性两者间形成不同投资风格，新旧范式切换过程中，风险偏好高更加重视行业发展前景。我们认为后续市场需重点关注三条主线，第一是盈利确定性板块，黄金、公用事业、白酒、渠道下沉大众品、医药、生猪养殖；第二是风险偏好弹性板块，重点仍在于5G换机潮相关品种、光伏；第三是短期相对滞涨，库存周期小幅改善的高弹性板块，重点关注家电、汽车、轻工、机械、电力设备。

**杨德龙:**当前影响市场的因素，主要包括央行货币政策、资金面和经济数据，这些因素的变化会影响四季度股市表现。据统计，9月份以来就有近100只个股股价创出历史新高，主要集中在食品饮料、电子、生物医药等，说明这三个领域的公司业绩持续增长，投资价值受到资金的追捧。建议投资者持续关注消费板块，四季度往往是消费旺季，无论是元旦还是春节，都会带动消费板块盈利增长。特别是白酒板块，可能还会继续强势。散户投资者要及时转变投资理念，抛弃过去炒消息、炒题材的模式，转为真正的价值投资，坚持基本面选股，远离绩差股和题材股。

## ■ 投资非常道

### 在不确定中寻找确定性

□金学伟

目前社会以及经济发展日新月异。企业再优秀，到一定时候都会落寞，何况大多数公司都是平凡的企业。以过去的统计数据来说，企业平均寿命40年，平均高成长期11年。百年老店有，长寿公司也有，但都是凤毛麟角。投资对了是运气，投资错了也不用怨天尤人。

前几天笔者跟朋友们讨论A股市场，笔者的观点是对2440点这个今年初创下的底部不需要过度怀疑，因为我们早在这之前和之后证明过它的有效性和循环级别的相称性。目前A股市场实际上有点类似上世纪70年代后期的美国股市，底部已现，但宏观基本面和上市公司结构以及股价结构还没有推动大盘上升，需要一个漫长过程来完成系统自调适。

在这个过程中如何做投资？笔者粗略理了一下思路：如果说2016年初的底部2633点之前主要是成长投资，2633点后主要是价值投资，那么在这个阶段中，无论价值投资还是成长投资，都无法给我们带来可靠的、可以让我们满意的收益。原因就在确定性高的个股，价格都已不菲，大多数公司在这个期间都存在着很大的不确定性。

有一种说法，在不确定性中寻找确定性。那么哪些东西是确定的呢？

首先，社会不断发展，经济会不断扩张，随之而来的是股市的市值与股价指数会不断上涨，这里的“不断”当然是指一个大的历史跨度，不是每天每月每年都上涨，这是凯恩斯的长期好友理论，已被多个主要国家的股市所证明。

其次，经济与社会发展犹如一场长期期的淘汰赛，在这场比赛中，一定时段的强者恒强是客观规律。各主要股市，按照市值、营收等指标筛选出来的成分股指数表现总是好于全市场加权平均指数，这也是确定的。

其三，任何阶段，都会有新兴的成长公司出现，成为黑马，成为牛股，这也是确定的。

其四，股票投资的利润来源有两个，一个是来自公司价值的提升，一个是来自市场永无止境的波动。前者分享的是公司红利，后者分享的是市场红利。公司红利来自公司价值提升，市场红利来自人性，一段时间的悲观到一段时期的乐观，这也是确定的。

在高度不确定的阶段中，依据上述4个确定性，笔者觉得首先可考虑资金的分配问题：一部分专门做指数化投资，买ETF；一部分投注好的标的股；还有一部分可考虑待时机成熟时做分级基金。

这三个部分，风险依次提高，收益也依次提高。

过去讲人性的弱点是贪婪与恐惧。其实真正贪婪的人很少，大部分都是恐惧，包括某些看似贪婪的冲动行为，实际上也是一种恐惧——对失去机会的恐惧。如果手中有较大量的持仓，这种类型的恐惧就会少很多。因此可考虑把50%以上资金放在ETF上，做指数化投资。

收益不高，这是大多数人不喜欢做指数化投资的主要原因。其实，大多数行情中，ETF的收益总是高于同期大盘指数，哪怕是最指数化的沪深300指数。比如，2440点到3288点，沪深300涨幅34.8%，同期沪深300指数涨幅则超过了40%。造成这种现象的原因一是综合指数的负担更重，你涨我跌彼此抵消的现象更严重；二是当行情来到时，盘子较大的股票往往成为大资金的首要考虑对象。

近来我国资本市场深化改革方案成为被各方热议的话题，其中一条就是长期资金入市。这些资金入市，优先考虑的还是那些较大市值的股票。

当然，过于契合综合指数的ETF不是最好的指数化投资标的。比之更好的是建立在各种类股、行业、风格、概念指数上的ETF，它们在每一波行情中，都会较大比例地领先于同期大盘指数。把它们作为一揽子投资标的，根据自己喜好，再结合当前市场情况，选取其中一个或几个作为投资标的，通常能获得很好的风险收益比。

流动性及规模也是选择ETF时必须考虑的问题。有些ETF规模太小，日平均成交额也很小，一般就不宜选。在相同的ETF中，要尽可能选择规模较大的、日均成交额至少在1000万元以上，成交额动辄几十万元的不宜作为投资标的。

笔者有两位朋友曾经为短线风险大还是长线风险大进行争论。一个说，短线风险大，这价格波动怎么抓得准？一个说，长线风险大，企业未来会出现什么变化怎么吃得准？短线的走势至少是我能看得见摸得着的。两人说得都没错，他们分别指的是投资的两类风险，价格波动的风险和企业经营的风险。应对价格波动风险的最好途径有两个：一是对交易时机的准确把握，二是长期持有，用时间来熨平价格波动。前者需要技巧，后者需要承担企业经营变化的风险，而ETF则可以有效地避免这种风险。所以笔者认为，通过ETF对股票做长期投资的做法，将在A股市场中逐渐盛行起来。

中国人民银行  
Issued by the People's Bank of China

## 中华人民共和国成立70周年金银纪念币

The 70th Anniversary of the Founding of the People's Republic of China Gold and Silver Commemorative Coins



中国金币总公司 总 经 销

Solely Distributed by China Gold Coin Corporation

淬炼金银 传承文化

Refine the Bullion Inherit the Culture

地址:北京宣武门西大街甲97号 邮政编码:100031 电话:编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真:编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格:4.00元 广告许可证:京西工商广字0019号

中国金币总公司 2019年9月发行 | 中华人民共和国成立70周年金银纪念币一套，该套金银纪念币共6枚，其中纯金纪念币2枚、铂金纪念币4枚，均为中华人民共和国法定货币。

品 种	形 状	重 量 (克)	面 铭 (毫米)	最大直径 (毫米)	含金量 (‰)
精制金币(Au9999)	圆形	100	60	20.00	999.9
精制金币(Au9999)	圆形	3	22	16.00	999.9
精制铂币(Ag9999)	圆形	100	60	20.00	999.9
精制铂币(Ag9999)	圆形	10	22	16.00	999.9
精制铂币(Ag9999)	圆形	150	72	25.00	999.9
精制铂币(Ag9999)	圆形	30	45	25.00	999.9



扫一扫  
关注中国金币

## 长假临近 旅游股步入旺季行情

□本报记者 牛仲逸

近两个交易日旅游板块持续爆发，9月19日凯撒旅游涨停，20日该股再度上涨4.18%，此外，天目湖、大东海、中青旅等个股也连续上涨。分析人士指出，在业绩稳定+旅游旺季等因素推动下，旅游板块阶段表现值得期待，可重点关注出境游、景区等细分领域的龙头品种。

值得注意的是，我国出境游市场增速回暖，二三线城市仍有较大空间：2019年上半年我国出境旅游人数约8129万人次，同比增长14%，增速略低于去年同期，但降幅有限；出境旅游市场有望延续去年复苏态势。出境主要目的地国家和地区仍主要集中在亚洲市场，欧洲市场亮点频现，预计上半年我国赴欧洲人数达到300万人次，增长7.4%。

节假日数据方面，春节期间接待游客4.15亿人次，同比增长7.6%；清明假期共接待游客1.12亿人次，同比增长10.9%；“五一”假期共接待游客1.95亿人次，同比增长13.7%；端午假期接待游客9697.8万人次，同比增长7.7%；中秋假期接待游客1.05亿人次，同比增长7.6%；实现旅游收入分别同比增长8.2%、13.7%、16.1%、8.6%、8.7%。

业内人士表示，国内文化和旅游市场潜力不断释放，大众出游热情持续高涨，行业整体向好趋势并未改变。

## 旺季情绪催化

大盘经历持续反弹后，本周走势以震荡为主，部分资金将目光转向攻防兼备的旅游板块，在此背景下，旅游板块该如何布局？

渤海证券餐饮旅游行业分析师刘瑀表示，整体来看，目前旅游板块整体估值仍然合理，作为朝阳行业发展空间依然广阔，长期向好的逻辑并未改变，因此维持对行业“看好”的投资评级，建议投资者从以下三个维度选择个股：第一，优选逻辑清晰且业绩确定性强的免税行业；第二，关注估值处于历史相对低点且业绩具备较大弹性的酒店行业龙头；第三，当前门票降价预期下对门票收入依赖较低且具备异地复制可能的优质景区类公司。推荐关注中国国旅、锦江股份、宋城演艺以及广州酒家。

“在业绩稳定+旅游旺季等因素推动下，我们认为餐饮旅游板块仍将有正相对收益的表现，值得重点配置。”东方证券行业研究表明，景区板块最受益于旺季情绪催化，且从历史来看低估值品种弹性更大，由于去年降价预期长期压制，景区板块估值已处于大底位置，后续有望迎来修复，推荐降价预期和影响小、估值低的品种（天目湖、中青旅、三特索道），重点关注估值大底的景区龙头（黄山旅游、峨眉山旅游）；酒店板块目前也回到了历史估值大底位置，下行空间有限，上行弹性大，有望显著受益于旺季行情，长期看行业前景仍大，基本面左侧以波段性操作为主。

中泰证券表示，展望后市，建议重点关注免税、休闲度假景区板块，同时积极关注酒店、出境游等细分板块龙头的基本面改善情况。