

财经圆桌

# 资金犹豫A股震荡 低吸龙头布局中期

□本报记者 张怡

近期,A股市场量能逐步萎缩、热点快速轮换;政策预期减弱、美联储加息靴子落地,行情纠结演绎。不过本周大盘波动背后,周期股回暖、成长股异动、次新股逞强。对此,券商分析师认为,短线行情有企稳需求,但若经济企稳,中期行情仍可为。短线个股异动体现出资金心态犹豫、局部试探特征。当前赚钱效应下降,投资者短线宜谨慎,可低吸布局中期行情。



银河证券首席策略分析师 孙建波

申万宏源证券资深高级分析师 谢伟玉

信达证券策略分析师 谷永涛

主持人:本报记者 张怡

**短期暂休整 中期仍可为**  
中国证券报:A股市场近期涨速明显放缓,是否迎来变盘节点?

谢伟玉:美国加息当天,A股呈现“补涨”的市场特征,领涨的通信、非银、综合和计算机都是2017年以来涨幅排名中游偏下的行业,前期涨幅较高的消费也出现了短暂休整。总体存量博弈的格局清晰呈现,在监管导向稳中求进的背景下,“小步慢行”依然是必要的。中期,我们认为市场震荡向上,类似2016年3月至6月,波动中枢较之前逐级上移,因为二季度接近压力小,名义GDP高位略有回落,经济比较平稳,每一轮回调之后都是仍有可为的阶段,不要对中期格局悲观。

谷永涛:近期,市场政策预期有所减弱;美元如期加息,靴子落地之后权益市场和债券市场普遍呈现反弹之势,表明市场对此已经有充分的预期。然而,近期A股市场却仍然尚未确立趋势。

2017年以来,市场最为持续的预期是经济复苏,在此逻辑之上,上游资源品行业表现强势,近期出炉的经济数据验证了复苏动力仍在,例如工业增加值高于预期和前值达到6.3%,固定资产投资增速也上行至8.9%。但是社会消费品零售总额低于预期,进口大增之下出口额同比回落,我国未来经济压力依然较大。因此虽然近期经济复苏迹象仍在,但后续能否持续担忧不断加强。2016年年初至今,南华商品指数的涨幅远超CRB指数,国内商品未来价格持续攀升的压力渐增,由此导致投资者对市场产生分歧。在此行情之下,未来行情与经济预期密切相关,如果经济数据能够持续验证复苏动力,则市场上行动力有望进一步增强。

孙建波:美联储3月加息短期对A股是“靴子落地”,是一个风险事件的消退,A股将迎来风险偏好的阶段性修复行情,春季行情仍能延续。但是随着美联储加息周期的推进,连续的加息势必将对全球流动性形成抽水之势,对中国各类资产及人民币汇率将形成较大的负面影响,不容小觑。

实际上,当前中美两国对宏观经济政策有了较为一致的态度,开始遵守供给学派的宏观政策主张:货币中性、超前投资。这一政策主张并非简单地紧货币宽财政,而是通过货币中性,防止落后产能或传统经济力量从宽松货币中获得利益,从而进一步催生僵尸企业。而宽财政的核心在于构建经济的未来增长潜力,超前投资于能够推动未来经济增长的基础设施或科技活动,供给学派的政策手段中,货币中性不会带来恐慌,而构建未来增长动力则带来了投资的增

长。在这一预期下,股市有望延续强势。

**资金犹豫试探 异动情形增多**

中国证券报:近期A股市场内也出现次新股热炒、创业板权重股异动等现象,资金局部异动反映出什么心态?

谷永涛:成长股已经经过一年多的市场调整,近期市场的表现,主要是因为大盘进入调整阶段,资金开始从成长股寻找突破所致,我们认为成长股的趋势持续性不强。同时发现成长股内部开始出现分化,高估值需要有高成长来支撑,一旦成长性受到市场质疑,则高位估值的风险就会逐步释放,导致股价回落。

此外,市场资金局部异动,反映出当前市场尚未形成明显的趋势,投资者在进行方向选择之时也在进行不断试探,一旦不能形成有效且持续的热点,则回调风险较大。以此来看,资金并未形成一致观点,无论是在趋势上还是在板块上,近期轮动的风格或仍将持续。

孙建波:当前A股市场中多种风格异动,周期、消费、成长均未形成持续性行情,体现了A股市场中的资金处于游荡状态,市场热点较为分散,有催化、低估值、有业绩的板块与行业相对较少。究其原因,在于当前整体投资渠道缺乏,而股市在积极的财政政策推动和社会创新躁动的推动下,机会轮动。资金局部轮动,体现出来的是“游击队”心态,表明市场缺乏整体性机会。

当前市场参与各方对于经济周期运行的判断出现较大分歧,对于去年四季度以来的回暖迹象属于经济新周期开启还是昙花一现的争论已经到了白热化阶段,A股春季行情走到现在,已经进入犹豫、踌躇的阶段。此时,布局确定性较高、估值相对较低的板块更为重要。

谢伟玉:从资金面来看,本周A股融资融券余额持续回升,并创两个月新高,反映杠杆投资者有所增加,市场参与者整体比较积极。个股层面的异动不改变大的趋势判断。

**短线谨慎 低吸布局中期行情**

中国证券报:短线投资者应该如何操作?布局风格偏向周期还是成长?

孙建波:短线投资者要把握市场对政策理解的节奏,谨慎而为。从短期来看,由于供给学派的思路体现了货币中性和经济刺激,周期性公司仍然有较大机会,而由于经济刺激更加看重质量,所以也有优选成长的空间。历来“春季躁动”有周期搭台成长唱戏的传统。从历史表现来看,市场的涨跌往往是同向的,差异在于涨

幅。鉴于成长股在远期中更有优势,我们认为短期内周期品虽然值得布局,但更需注意兑现;成长股是安心配置的首选。

根本上,本轮周期股春季行情的动力在于盈利改善预期,但随着PPI接近历史高位并且环比涨幅连续回落,核心CPI的温和上行,市场对周期股盈利改善的预期已经到达了一定时期的顶点,同时对通胀的担忧日益上升。消费股和成长股因此受益,尤其是消费股,业绩稳定成长的特性更为抗风险,在当下的市场中确定性比较高。

谷永涛:近期市场并未形成明显的趋势,市场预期分歧的焦点在于经济复苏能否继续,如果复苏动力继续增强,则周期行业有望进一步上行。在此行情之下,近期或并不适合短线投资者,把握市场节奏的难度较大。

从风格配置角度看,在市场产生分歧之时,应该增加投资的确定性,选择估值相对合理、盈利能力较高的行业,例如价值股和银行股。虽然近期经济复苏的预期仍在,但投资者分歧已经产生,资源品价格的上升动力也在减弱,上游周期行业上行动力有所下降,周期行业的配置应从价格推动的 upstream,逐渐转型盈利推动的中游周期行业。

虽然经过一年多的市场调整,成长股估值

已经有所下降,但整体估值依然较高。去杠杆、防风险的压力之下,我国货币政策收紧预期仍在,尤其是美元加息的背景之下,市场整体估值受到压制的同时,估值相对较高的成长股估值回落风险更大,投资者仍需谨慎。

谢伟玉:我们认为“慢即是快,小步慢行”,强调两种配置思路:一是,严守基本面趋势,经济复苏进入后周期阶段是大概率,PPI见顶回落之后,消费品的景气还能够维持一段时间,而毛利也存在后周期提升的特征,所以逢低布局消费仍是一种基本面趋势投资。另外,各行业龙头(包括周期和成长),中期将受益于盈利水平持续维持高位对于股价的支撑,在A股美股化(大盘蓝筹倾向于给予更高的溢价)的大背景下,龙头的投资正当其时。配置思路的主线是慢即是快,小步慢行,2017年A股市场还未到决胜时刻,现阶段的主旨仍是蓄势。

二是,特朗普交易逆转后续的核心关注点是,美债收益率下行的幅度,以及中国无风险利率对应的下行幅度李克强总理再次确认了中国债市要向外资开放,而中国无风险利率的充分下行,是我们中期认为成长股能够全面归来的必要条件,此时A股市场的主要矛盾需要发生切换,这个过程渐进出现。现阶段继续强调风格转换的过渡期。

加强的态势,对房地产行业有何影响?

乐加栋:从以往地产小周期政策面与基本面演绎的轨迹来看,政策对房地产成交的影响立竿见影,热点城市调控政策底线持续收紧,将会持续对成交形成抑制,重点城市的成交也将会进一步回落。3月以来,由地方政府主导的调控升级,是行政措施收紧的直接体现。新房及二手房价格持续上涨的二线城市及短期内价格上涨速度较快的三四线城市,未来同样具备执行限购政策的可能。去库存则依旧是部分高库存地区的主导方向。

中国证券报:今年房地产市场及资本市场有哪些相关投资机会?

乐加栋:从过去几轮地产行业小周期来看,房地产政策开启周期,将透过基本面,更准确地说是通过实际成交变化影响地产业走势。以去库存为核心的政策指引,在未来一段时间内对于房地产基本面的影响还是偏正面的,但周期位置及成交量的变化趋势并未发生变化,依旧处于下降通道,因此主流地产业的整体投资机会需要等待。

同时需要关注的是,行业中主流地产公司在目前的环境之下具备较好的提高、集中的机会,2017年的销售目标和货值都安排的比较积极,其他公司的融资以及资源获取环境愈发紧张,行业集中度将会加速提升,这种背景下,龙头地产股受益于集中度提升,具备一定的投资机会。

在地产处于大周期下行的背景下,推荐积极关注一些地产细分领域,包括物流地产和房地产基金。物流地产作为物流供应链中重要的周转环节,是物流产业链中被忽略的新蓝海市场,行业盈利能力及持续性类似与10年前的住宅地产开发,预计未来随着市场对物流地产认知的加强,整个行业将享受高估值。此外,继续看好房地产基金细分领域,纯股权地产基金业务为资金提供专业的管理环境,并有效提升投资收益,国内“低利率+资产荒+RE-ITs”推进的背景下,房地产私募股权基金发展正当时。



乐加栋,复旦大学经济学硕士,广发证券房地产行业首席分析师,具有九年的房地产研究经验。其带领的广发地产乐加栋团队在2016年荣获“新财富最佳分析师”第二名、2016年汤森路透StarMine全球卖方分析师房地产行业最佳选股能力第一名、2016年第十届水晶球房地产最佳分析师第二名、2016年第三届中国保险资产管理业 最受欢迎卖方分析师第二名等多项荣誉称号。

增长而稳步攀升。另外,从海外经验看,世界各国或地区的核心城市,在没有外部冲击且经济持续增长的背景下,名义房价在过去40年的时间内都是涨多跌少。

从2016年底开始,特别是一二线城市为了限制房价的过快上涨和投资性需求,重提限购政策;而去库存政策主要针对三四线等库存水平较高的城市展开。综合来看,我国部分核心城市核心区域的名义房价中长期仍有继续上行的空间。

中国证券报:近期房地产调控政策有

## 大商所郑商所确保豆粕白糖期权平稳上市

3月17日,中国证监会发布新闻,大连商品交易所(以下简称“大商所”)将在3月31日上市豆粕期货期权(以下简称“豆粕期权”)合约,白糖期权也将于4月9日在郑州商品交易所挂牌交易。

据大商所通知,本次发布的有关事项包括豆粕期权的上市交易时间、交易合约月份、挂盘基准价、交易指令、持仓限额管理及相关费用等内容。大商所相关负责人表示,大商所以“安全推出、平稳运行、严控风险”为基本原则,在上市初期对部分业务参数从严管理,让市场参与者对期权交易有个熟悉的过程,确保豆粕期权的平稳上市。

在上市交易时间方面,大商所将在3月31日白盘上市挂盘期权合约,豆粕期权与豆粕期货合约交易时间一致。豆粕期权的首个挂盘合约月份为2017年7月,即首批挂盘的期权合约月份为2017年7月、8月、9月、11月、12月,以及2018年1月、3月。

在交易指令方面,该负责人表示,豆粕期权合约上市初期仅提供限价指令和限价止损(盈)指令,每次最大下单数量为100手,暂不提供期权市价单指令。期权合约与期货合约不合并限仓。非期货公司会员和客户持有的某月份期权合约中所有看涨期权的买持仓量和看跌期权的卖持仓量之和、看跌期权的买持仓量和看涨期权的卖持仓量之和,上市初期分别不超过300手。具有实际控制关系的账户按照一个账户管理。市场人士表示,豆粕期权交易参数设置整体上为豆粕期权市场的稳定运行提供了保障。

在相关费用方面,大商所初期规定豆粕期权合约交易手续费标准为1元/手;豆粕期权行权(履约)手续费标准为1元/手。交易所可以根据市场情况对手续费标准进行调整并公布。

同时据了解,目前郑商所对于白糖期权上市的各项准备工作也已经就位。一是公开发布了白糖期权合约及相关业务细则,为开展期权交易提供制度保证。市场认为,郑商所期权合约、制度具有较强的适用性和可操作性,可以满足期权试点的要求。二是完成了期权功能系统升级,并开展了全市场联网测试,技术系统可以支持期权交易。三是郑商所通过培训、研讨、仿真交易等各种形式,开展期权市场投资者教育。目前,已有相当数量规模的从业人员、新闻媒体和投资者对期权交易原理有了一定认知和掌握。四是完成了做市商选拔及相关工作,可以为期权试点提供流动性服务。五是针对期权产品特点,郑商所组织内部各业务部门 and 期货公司会员对原有工作制度、业务流程进行了系统梳理,完善业务管理制度和流程,切实防范操作风险。(王超)

## 加息冲击有限 人民币汇率走稳

本周美联储加息如期落地,美元指数应声大跌,人民币汇率继续企稳。分析人士指出,市场对此次加息预期充分,资产价格已提前做出反应,且中国央行上调政策利率有利于稳定人民币汇率预期,预计未来一段时间内人民币汇率稳健运行格局仍将持续。

3月17日,人民币兑美元汇率中间价下调11基点至6.8873元,受此影响,昨日在岸人民币兑美元即期汇率早盘小幅下行,午后跌幅有所扩大,但整体仍围绕6.89-6.90元一线窄幅震荡,最终收报6.9085元,下跌107基点;香港市场上,离岸人民币兑美元即期汇率整体也偏弱运行,截至北京时间17日16:30下跌229基点收报6.8933元。

不过整体来看,在美联储加息“靴子”落地前后,本周美元指数累计跌幅超过1%,人民币汇率则明显企稳,其中人民币兑美元中间价一周累计上调250基点,在岸人民币即期汇率周内也上涨约90基点,离岸人民币即期汇率则小幅走弱约60基点。

分析人士指出,目前市场已逐渐消化了美联储加息的影响,且在中国经济企稳、货币政策稳健中性、金融去杠杆的大背景下,人民币汇率仍将延续年初以来的走势势头。(王姣)

## 利空未尽 债市仍需谨慎

尽管国内经济数据向好、美联储加息、国内政策利率上调等多重利空落地,本周债券市场仍得以逆势走强,10年期国债收益率累计下行约10BP,10年期国债主力合约大涨近1.7%。不过分析人士认为,目前国内基本面、政策面整体仍利空债市,季末流动性波动风险也不容忽视,后续收益率仍有上行压力。

本周现券收益率明显走低。截至17日尾盘,银行间债券市场上,10年期国债活跃券成交在3.3%,全周下行逾10BP;期货方面,17日,10年期国债期货主力合约T1706持稳于96.28元,全周累计大涨1.68%。

本周固定资产投资、工业增加值、社会消费品零售总额等重要经济数据发布,整体超预期回升的基本面对债市影响偏负面;而继隔夜美联储如期宣布加息25BP后,16日央行也同时上调了OMO、MLF、SLF利率,货币政策实质上边际收紧;周内资金面实现紧平衡,短期限资金利率中枢有所抬升,显示市场对季末流动性预期偏谨慎。

市场人士指出,短期利空集中兑现,市场做多资金暗流涌动,债券收益率由此实现反弹。但美联储仍处于加息周期、国内经济企稳、货币政策稳健中性的背景下,收益率仍有上行压力,短期内投资者尤其要提防季末流动性风险。(王姣)

瞭望塔

## OMO涨价还会有下一次

□本报记者 张勤峰

16日,在美联储宣布加息数小时后,中国人民银行全面上调公开市场逆回购、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)的操作利率。以目前来看,这既非第一次,也大概率不会成为近阶段公开市场操作(OMO)利率的最后一次上调。

针对此次OMO利率上行,央行迅速以有关负责人答记者问的形式予以说明,主要强调OMO中标利率上行是在资金供求影响下随行就市的表现;公开市场操作也有量、价目标,侧重点不同时,量或价就可能会随行就市地变化;OMO利率上行并非加息,前者主要由市场决定,后者带有较强的主动调控意图。这基本上是对之前货币政策报告中有关论述的重申。

自2016年9月以来,货币市场利率中枢上行,并与央行供给资金的利率之间产生了较大利差。这一背景下,OMO的量、价调整压力逐渐累积。

前述央行人士表示,公开市场操作有自己的量、价目标,当侧重点在价的目标时,量就要随行就市;当侧重于操作量时,价格就会随行就市。按照这一逻辑,面对过去一段时间,货币市场回购利率明显高于央行逆回购利率(向央行融资比从市场上融资划算得多)的情况时,若央行坚持保持价格平稳,就需增加资金投放量,又或者适时调价,主动收窄一二级利差,避免形成套利空间和定价扭曲。

自1月底、2月初,央行逆回购、MLF等操作利率上调后,货币市场利率中枢也有所上涨。与此同时,2月下旬以来,央行流动性投放力度下降,OMO曾连续十六日净回笼,流动性控量的迹象明显,令OMO调价的预期不断上升。

而年初以来,经济企稳回升、通胀预期抬头、信贷投放较快、部分城市房价快速上涨,因此,为避免套利、适应经济金融形势变化、修正实际利率、推动去杠杆、抑制资产价格泡沫等角度,再次上调OMO利率的理由逐渐变得充分。16日,美联储再次加息,更为人民银行顺势调整OMO利率增添依据。

值得一提的是,年初以来,央行已屡次重申逆回购操作的量、价都是可变的。未来OMO利率再做进一步上调依然是大概率事件。

应看到,在货币投放渠道发生变化后,央行开展逆回购、MLF等操作已成为金融机构获取流动性的主要渠道。当前外汇占款仍在持续减少,金融机构对央行供给流动性的依赖很强,如果央行选择控量,利率上行压力恐难消减。而在2016年四季度货币政策执行报告中,央行正式提到“货币闸门”,表明央行对待流动性管理的态度有所收紧。

总之,央行确有意愿也有能力维持流动性的紧平衡状态,控量的状况仍将持续,未来实施调价的可能性依然存在。另外,站在央行角度,因调整OMO利率的信号意义没有传统“加息”那么强烈,对社会融资成本的影响也较温和,调整时面临的阻力也会小一些。

市场连线

## 广发证券房地产行业首席分析师乐加栋:地产业集中度提升利好龙头地产股

□本报记者 王威

1-2月行业数据全面超出市场预期,3月以来由地方政府主导的调控出现松动态势。广发证券房地产行业首席分析师乐加栋昨日在接受《中国证券报》记者采访时表示,短期热点城市房价存在上涨压力,部分核心城市核心区域的名义房价上,中长期仍有继续上行的空间。投资机会上,受益于行业集中度加速提升,龙头地产股具备一定的投资机会。此外,物流地产和房地产基金的细分领域也值得积极关注。

中国证券报:如何解读国家统计局最新公布的今年1-2月房地产行业运行数据?

乐加栋:1-2月行业数据显示,销售面积同比增25.1%,新开工同比增10.4%,投资面积同比增8.9%,全面超出市场预期。其中,1-2月,东部地区新房销售面积同比增16%,符合预期,超预期主要是中部和西部,中部销售面积同比增33%(去年全年增28%),西部同比增36%(去年全年增16%)。中西部市场热度较高有四方面原因:一是返乡置业,二是与东部地区的比价效应,三是去库存政策优惠,四是住房消费升级。

中国证券报:近期房价增速出现抬头趋势,如何看待房价未来的走势?

乐加栋:短期房价由短期的供需水平决定,而判断的有效指标就是取证库存的去化周期。一般去化周期的合理区间在5-10个月,目前一些热点城市的6月移动平均去化周期依旧低于5个月。从这个角度看,短期确实有上涨压力;但随着热点城市调控持续深化,成交将会持续回落,库存将会抬升,进而导致去化周期相应拉长,新房房价环比将会出现向下调整。

从中长期来看,产业、人口的变化趋势影响了城市住宅市场的发展潜力,而支付能力的评判则是衡量居住需求的转化率指标。由于核心城市具备较强的产业、医疗、教育支撑,预计名义房价未来仍将随着这些城市的经济总量和居民收入的