

市场连线

兴业证券全球首席策略分析师、研究所副所长张忆东: 二季度是颠簸期又是布局期



张忆东，兴业证券全球首席策略师、研究所副所长

本报记者 张怡

近期港股市场裹足不前，A股市场明显回调跌破3200点。对此，兴业证券全球首席策略分析师、研究所副所长张忆东表示，诸多因素抑制了A股和港股市场短线行情，二季度两地市场都迎来风险释放的短期颠簸期，但也恰恰是防守反击、立足长期的布局期；后续两地市场的支撑力量在于，行业龙头、优势企业强者更强、价值重估。

中国证券报：哪些因素抑制了沪港两地市场的上行？

张忆东：港股市场从3月底即开始调整，A股上周也开始出现明显调整。两地投资者结构不同，影响短期行情的关键变量也有差异。

港股市场方面，中短期依然是全球配置型机构、海外机构资金主导的市场，虽然中资北水南下的影响力越来越大，但港股定价权争夺战绝非一蹴而就地实现中资主导，中短期外资阶段性撤离仍会带来调整风险。2015年来自欧美等海外资金的比例保守估计在

40%以上，此趋势下，外资不做空时就是“蜜月期”，外资做空时仍有“倒春寒”。因此，去年底以来的此轮跨年度港股行情蜜月期何时遭遇风险，需要观察欧美等海外资金降低港股配置的原因，短期来看主要是风险偏好的变化带来获利回吐。一季度港股行情带来的投资收益可观，并且一度在所谓“港股A股化”的喧嚣下爆炒，投资者开始担心月历效应“五穷六绝”的行情淡季。从3月底开始，特别是随着叙利亚和朝鲜地缘局势风险的上升，外资进行获利回吐的压力不断释放。

A股市场方面，当前A股依然是“稳中求进”大监管基调下的存量博弈市场，因此随着银监会密集发文，金融监管、金融去杠杆提速，银行委外资金的阶段性收缩成为A股行情的导火索。

中国证券报：后续A股市场和港股市场有哪些支撑因素？有哪些风险因素？

张忆东：首先分析二季度影响A股市场和港股市场的风险因素，概括起来说，一方面，投资者有预期并且市场已经部分反应的“白天鹅”风险包括5月或6月份的美联储加息、英国6月提前大选以及“脱欧”进程、4-5月法国大选、围绕收缩中美贸易逆差的“百日计划”及中美战略对话及谈判、二季度经济“前高”兑现并开始“后低”回落。另一方面，可能大超预期的“黑天鹅”方面，境外是朝鲜半岛地缘局势；境内是中国二季度加强金融监管、金融去杠杆可能导致被动式的“钱荒”。

近年来，中国的表外融资激增，但全球来看流动性超级宽松周期已到转折点，美联储连续加息、欧洲宽松力度衰减，此背景下，中国确立了“脱虚向实”大基调。近期银监会密集发文，金融监管提速。本轮金融监管的重点是资金在金融体系空转，同业快速扩张、资产多层次嵌套导致金融负债率提升和金融脆弱性提升。后续金融去杠杆的影响将继续发酵，利率提升，甚至可能出现被动式钱荒，但是2013年二季度末的“钱荒”不会重演。

后续A股市场和港股市场的支撑力量，也是中国资产配置新逻辑，在于行业龙头、优势企业强者更强、价值重估。

具体而言，随着全球流动性大拐点确认，中国经济也进入降速后的低位徘徊阶段，正是加速经济结构调整、优胜劣汰、提高效率、加速改革的阶段。中国经济政策和资产配置随之变化，中国权益资产的基本面研究的重点，应该淡化预测GDP波动或者争论是否是“新周期”，而更应该重点研究“新结构”，重点研究产业结构的调整和优势企业的基本面分析。相对应的是，中国资产配置从“钱多资产荒”的炒估值泡沫逻辑，转向“盈利驱动、价值重估”的基本面逻辑。

如果类比的话，美国上世纪70年代末之后到80年代经济降速之后的转型阶段，可以作为中国经济和资本市场的参考。

中国GDP增速稳定在6.5%-7%之间，回落到1997-1998年和2008-2009年两轮经济见底时的水平。后续本轮经济转型的效果会更明显，一方面，产业结构调整会加速优胜劣汰，受益于供给侧改革和金融监管加力，企业盈利向龙头集中；另一方面，科技创新、消费、第三产业对经济的贡献度越来越显著。

具体而言，降速之后的转型阶段，盈利驱动、价值投资的方向将聚焦各个细分行业龙头，这是符合历史规律的，美国、日本等发达经济体在经济增速下台阶并开始企稳之后，产业结构调整带来行业竞争格局的改善，龙头公司前景会更好。美国上世纪70、80年代出现了“漂亮50”、微软等各个行业龙头企业。

中国证券报：AH股能否携手共进？如何看待AH股之间的价差？

张忆东：立足当下布局中长期，中国大类资产配置的优选中，A股和港股为代表的中国权益资产配置性价比好于楼市和债市，其中港股处于牛市初期，A股震荡市“平衡上的舞蹈”，最终会携手共进。

首先，今年MSCI有望将A股纳入指数

体系，从而改变过去几年外资持续降低中国资产在全球资产配置比例的趋势。未来数年将能看到外资西进力度会不断加大，从而最终对A股和港股都有利。在欧美复苏和中国“一带一路”带动下，新兴市场经济有望走向复苏。全球资金流动也有望从过去5年发达市场持续优异于新兴市场，转向回流新兴市场，从而中国资产在“赢家通吃”龙头股基本面改善的带动下，配置比重将提升，其中作为全球估值洼地的港股市场将率先受益。

其次，从基础资产的隐含收益率来看，风险调整后，A股和港股的性价比相对债券和房地产更好，未来将持续受益于社会财富再配置，特别是受益于保险资产和银行资金进行资产管理的强烈需求。

再次，除了A股港股受益于海内外财富的再配置，A股和H股的价差也将逐步收窄，也不是龙头公司的股价将率先趋于平价。因为，随着沪港通、深港通的广度和深度提升，港股作为估值“洼地”正无缝对接内地庞大的社会财富，中资“北水南下”和外资“西进”将共同推动A股和港股投资理念的融合，这并不是简单的“A股港股化”或“港股A股化”，而是更加强调“基本面分析、盈利驱动、价值投资”。

中国证券报：投资者应该布局哪个市场？哪些品种是关注的重点？

张忆东：二季度对于港股和A股都面临风险释放的短期颠簸期，但也恰恰正是防守反击、立足长期的布局期，耐心地做基本面研究，在风险释放后，反而是更佳的买入时机。重点关注的港股和A股的长期品种，按照中国资产配置的新逻辑，就是各行业的龙头，行业龙头“盈利改善驱动价值重估”大逻辑将延续多年。

二季度可操作四条主线：一是资金收紧阶段，以“现金牛”型公司为防御；二是用低估值、高股息率的价值股龙头来防御；三是耐心等待，逢低买价值股；四是耐心等待、逢低布局国家战略相关的行业龙头。

瞭望塔

信用利差重估进行时

本报记者 张勤峰

近两周，中国债市走弱，利率整体上行，10年国债收益率再次升破3.4%，信用债出现了更大幅度的调整，信用利差重新走阔。当前信用利差尤其是等级间利差尚未充分反映潜在各种不利因素，未来信用利差重估将持续进行。

应该说，当前的宏观经济形势和信用基本面状况相比前两年均有所好转。一方面，全球经济总体呈现复苏态势，中国内外需均有所改善，经济运行企稳向好迹象增多，宏观经济系统性风险有所降低；另一方面，经济景气改善、物价回升与供给侧结构性改革，对微观企业经营的正面效应正在显现，企业盈利状况总体继续改善。

然而，信用风险的释放过程难言结束。

首先，宏观经济和企业盈利的改善尚未形成普惠效应，部分企业的信用状况并未出现好转，甚至还在恶化。

值得一提的是，虽然今年一季度公开市场出现新增债券违约主体只有1家，但是当季度末，东北和山东部分地区相继爆发民企债务危机，危机事件发生后，市场对民企信用风险的担忧明显增强。这样的担忧并非没有道理，在近几年的供给侧改革中，政策对龙头国企支持力度大。另外，民企在间接融资市场存在明显劣势，而去年四季度以来，债市利率上行和信用债融资收缩，致使其再融资风险加大。

不难发现，一季度负面信用事件就主要集中在民企身上，而这也恰恰说明，在经济景气改善的同时，仍有相当部分企业的信用状况堪忧。

有研究人士指出，今年的信用风险特征可能不是整体风险增大，而是分化格局加剧，整体信用环境的好转可能要以部分企业的牺牲为代价，部分民营类、规模小、地方重要性程度低的企业难以获得政策优惠，经营难度相比过去两年恐怕不会下降。

其次，今年仍是信用债到期高峰期，且各季度到期规模都不小。面对偿债压力，高等级发行人尚且可以转向信贷、非标等渠道融资，但低等级发行人融资渠道本就较窄，对发债等直接融资渠道的依赖度较高，在债市环境出现变化、金融监管政策加码的情况下，发债难度和成本都有所上升，再融资压力加大或加剧这部分发行人信用风险的暴露。

最后，就近期来看，4月份是企业年报集中披露期，5-7月份是评级调整高峰，历史上看二季度也是债券违约高发期，因此，当前及今后一段时间，仍需对信用风险保持高度警惕，而信用事件的发生及对信用风险的担忧，将推动信用利差继续修正。

除了信用风险因素，信用利差还需对信用债潜在需求的弱化给予合理反映。对于债券市场而言，监管政策风险可能是今年的首要风险。近期银监会连续公布违规机构处罚事项并发布多份监管文件，银行业监管收紧态势明显。在金融去杠杆大背景下，不光要防范监管政策落地造成的短时冲击，更应该关注这些政策可能对行业生态和市场环境造成的长期影响。在去杠杆的政策导向下，未来“影子银行”体系扩张放缓是大概率事件，对应信用债尤其是低等级信用债更易受到需求的负面影响。

总的来看，近期信用利差走阔虽受到短期事件冲击，但符合长期趋势，未来信用利差仍有向上重估以充分反映违约风险和需求弱化风险的必要。

年报披露接近尾声 小盘股投资面临“业绩”风险

本报记者 张怡

股市连续下跌之后，A股市值连续缩水，特别是创业板持续弱势，小盘股数目开始“被增加”。据统计，截至本周五，全部A股中共有77只个股的总市值在30亿元以下，相较于4月7日市场重心下移之前的24只，增加了2.2倍多。这些小市值公司曾经是A股资金的宠儿，而随着监管趋严、IPO提速、借壳和再融资难度加大，这些公司面临的风险加大，除了资金出逃造就的股价下跌外，年报披露的最后阶段，如果业绩不佳，则意味着“扫雷”游戏开始；谁会被ST而连跌？谁想自救被炒上天？这些关注壳资源的投资者或许面临胜负角逐。

春季攻势落幕

自上周五以来，空方连续出击、多方无力反击，A股市场走出四连阴格局。尽管本周四和周五两日有所企稳，但是沪指仍然在3200点下方徘徊，估值也回落到了春节前后的水平，春季攻势的努力被消耗殆尽。

近一段时间来看，中小创表现明显弱于沪指。据统计，沪指今年来累计上行2.24%，而创业板指同期累计下跌6.27%。

特别是经过此前连续四个交易日的下跌之后，A股市场总市值迅速缩水近2万亿元。而从其中，中小市值股票的数目“被增加”。据统计，在剔除2017年上市的次新股之后，截至上周五收盘，全部A股中总市值低于50亿元的股票共有730只；而在市场重心下移之前的4月7日，这一数值是538只。

同期，总市值低于30亿元的公司数目增加更为明显，从24只上升到了77只。自4月7日到21日，这77只总市值低于30亿元的个股中，共有73只个股下跌，全部个股的平均区间跌幅为14.5%，不仅与大盘表现相去甚远，而且远远跑输创业板指。其中，圣莱达、准油股份和运盛医疗的跌幅居前，均下跌超过24%。

从自由流通市值数据来看，截至4月21日共有1242只个股低于30亿元（剔除2017年上市的次新股）。而4月7日的收盘价计算的话，流通盘低于30亿元的个股共有1087只。上述1221只个股在近四个交易日平均下跌逾10.63%。

小盘股承压

从上述统计中不难发现，小盘股的表现明显弱于A股大盘指数。

实际上，自2016年下半年以来，A股市场风格相较于之前发生了明显的改变。市场中的热点主要是中上游行业股票和消费白马股，创业板低迷已久。这与历史上A股投资者长期以来偏爱小盘股炒作的情形十分不同，那时候，炒壳、炒次新、炒小盘是市场中的最主要机会来源。老股民往往抓小放大。

对于习惯了操作中小盘股的投资者而言，近年来可谓是“赚了指数没赚钱”，眼看着区域振兴概念从新疆、雄安蔓延到粤港澳，自己的股票却并不涨反跌。

是什么导致了市场这种转变？招商证券指出，2016年开始，监管态度转变，脱虚入实背景下监管政策明显收严，并购、再融资和借壳难度均加大。而IPO的重启给予了壳价值沉重打击，正反馈变为负反馈，这一轮调整周期从2016年一季度开始。

除了监管趋严、政策收紧之外，股民们感触最深的一点是IPO审批速度明显上升。据粗略统计，在2016年全年，280家企业实现IPO，位列A股历史第三。而截至2017年3月底，已有118家企业审核过会。有人估算，按照目前速度，正在证监会排队的600多家公司，到明年底可能全数过堂完成。

在监管趋严、IPO提速的大背景下，招商证券认为，高达27亿的壳价值显然不合理，上市公司大股东、跟随资金和PE组成的“三角囚徒困境”迟早面临破裂的一天，届时，高估值、业绩增速降低和解禁压力会导致部分个股持续下跌，而资金偏好的改变导致下跌到一定程度后将会失去流动性，届时可能会由缓跌变为急跌。

这也是为何去年下半年股权转让概念热潮涌动的原因。光大证券指出，在重组新规要求下，传统的直接借“壳”模式受到全面限制，借助“股权转让”可规避部分借壳认定标准，从而实现“曲线借壳”。

“扫雷”行动开始

当前，“中小创”弱势格局延续，真正触底回暖仍然需要时间。而随着4月底年报披露大限的临近，A股市场“扫雷”游戏也开始步入紧张阶段。

平安信托投资副总监魏颖捷表示，创业板一季度盈利增速在外延式并购减少的背景下大幅降低，后续机会乐观估计出现在第三或者第四季度。这是因为，下半年市场逐步消化关于资金面收紧和金融强监管的预期，再加上创业板的盈利增速可能出现环比回升，随着风险偏好的逐步回升，创业板可能迎来中级以上的行情。但最近创业板很难起来。

而招商证券则指出，预计中小板的估值水平(PE TTM)在2018年将会回落到30倍附近；创业板的估值水平(PE TTM)将会回落到34倍附近。这就意味着，中小板指数整体仍有13%的回落空间，而创业板指数仍有20%的回落空间。而业绩越差、市值越小、对并购越依赖、估值越高的公司，下跌的空间越大。根据多个角度判断，“中小创”此轮大型底部出现的时间应该在2018年三季度前后。

目前，自由流通市值低于30亿元的1242只个股中，共有1119只个股已经披露了2016年年报。其余的个股中，如果已经连续两年及以上出现亏损，那么大概率面临着被ST，甚至被暂停上市乃至退市的风险。分析人士指出，这其中既有风险也有机会。风险诸如不得不披星戴帽的ST上普、ST宝实等，在之后均出现了股价的连续下跌。而机会则是，一般而言，连续亏损的公司会发动自救或者启动卖壳，但今年卖壳的难度较大，如果上述两条路都失败，则可能宣布退市。投资者需要密切关注公司动向，防止踩雷。

2017吉祥文化金银纪念币

2017 Auspicious Culture Gold and Silver Commemorative Coins

中国人民银行

Issued by the People's Bank of China

10元 80元

瓜 红豆

2017

中国金币总公司 CHINA GOLD COIN INCORPORATION

淬炼金银 传承文化 Refine the Bullion Inherit the Culture

地址:北京宣武门大街甲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:2.00元 广告许可证:京西工商广字0019号

网址:北京宣武门大街甲97号 客户服务电话:4008-155-355 网址:www.chgpc.com