

# 风险持续释放 A股韧性增强

□本报记者 徐金忠 黄淑慧

上周以来,A股市场出现明显调整。上市公司2017年业绩预告中“地雷”频现,随后部分股票盘中闪崩,加剧了市场对信托计划、股权质押等杠杆行为的担忧。近日,全球主要风险资产价格大幅回调,美国股市表征恐慌情绪的VIX波动指数飙涨至逾一年新高。市场人士认为,A股市场从去年以来进入强监管阶段,控风险、去杠杆等系列措施持续落地,市场风险点和“出血点”已经大幅减少,A股韧性不断增强。

## 内外因素共振

近期,A股市场出现与年初以来截然不同的境况。财汇大数据终端显示,上证综指从年初到1月26日持续爬升,其中仅1月15日和25日出现下跌,累计涨幅高达7.59%。而1月29日以后,市场呈现震荡向下走势,1月29日至2月6日期间累计跌幅达5.27%。

国都证券研究员肖世俊表示,A股调整已在此前预期之内,但调整态势出乎意料,主要系内外利空共振,加剧阶段震荡调整压力的释放。其中,外部压力方面,在美国通胀预期上升、美元加息在即,美元由弱转稳,欧美国债利率快速上行的背景下,风险资产普遍遭遇估值回调压力。

内部压力方面,业绩成色和去杠杆成为诱发市场调整的两大因素。近日多家上市公司发布的2017年业绩预告突然变脸甚至巨亏,引发市场高度关注的2倍以上的信托资管计划到期清盘、个别公司被动减持公告及个别股票质押面临平仓压力等,成为诱发市场调整的主要因素。

从业绩预告的情况看,以乐视网、獐子岛为典型代表,诸多个股发布业绩变脸下修甚至亏损预告。根据天风证券统计,截至目前,业绩预告变脸和大幅预期的公司共260家。对比这260家公司与其他公布了业绩预告的2214家公司,有如下特征:一是业绩“变脸”公司超过三分之一分布在TMT行业,且公司市值小、PE高,业绩公告前后跌幅较大。二是业绩“变脸”公司的整体业绩增速从2016年以来持续下滑,具有趋势性。单季度净利润增速从2016年第一季度的42.1%下滑至2017年第四季度的-57.2%。三是业绩“变脸”公司现金流差、应收高、商誉高等。

在部分公司业绩预告偏负面的同时,由于对金融监管和资管新规的担忧,部分杠杆类的资管产品或为达到合理杠杆水平提前减仓,叠加部分小票本身流动性较差以及业绩“地雷”,引发了一众小票集体闪崩,并进一步引发股权质押平仓风险,市场风险偏好出现急剧下行。与此同时,年初大盘蓝筹的节节上涨之后,本身也存在内在调整需求。

## 调整风险可控

不过,一些市场人士分析认为,短期风险的释放利大于弊,有助于市场局部风险的出清。肖世俊认为,市场整体无需过于担心,但需防范局部风险。其中上市公司业绩方面,整体有望保持较快增速,主要防范业绩变脸或远不及预期的局部风险。

汇丰晋信动态策略基金经理郭敏认为,从具体事件来看,所谓的“地雷”中有一大部分是依据2014~2015年重组并购的对赌协议,对商誉等资产的进行一次性计提,并不影响上市公司内生成长性,股价下跌反而有可能让其投资价值更加凸显。

私募基金星石投资认为,在市场长期向上的基本面趋势上,短期调整反而有利于市场的平稳健康发展,业绩“地雷”、资管产品减仓以及股权质押平仓等风险,更多是个股风险,很难形成系统性风险。对于近期的调整,投资者不必过于恐慌,规避业绩不佳和质押率较高的标的较为合适。基本面较好、估值合理并且前期涨幅不大、性价比比较高的行业和公司依旧值得持有。从中长期来看,即便近期市场发生了短期调整,但有真实基本面支撑的标的仍将有机会修复和反转。

肖世俊表示,近日一些个股跌停的原因,主要系去杠杆大趋势下,高杠杆结构化信托资管计划到期清盘担忧事件所致。

对于杠杆资金的退出,分析人士认为,目前风险处于可控范围。朱雀投资指出,根据用益信托网的数据,截至2017年三季度末,我国信托资产规模达到24万亿元,其中用于股票投资的在5%左右,相当于1.2万亿元,而其中带夹层的结构化信托计划规模更小。对于股权质押平仓风险,在沪深交易所所日前联合举办股票质押式回购业务培训会上,已明确股权质押新规新老划断原则,即场内存量质押融资不受新规影响,无需提前赎回,且可延期购回。从有明确到期日的股权质押的情况来看,2018年到期的股权质押业务超标部分仅涉及2777亿元市值,即使超标部分的标的全部卖出,对市场的影响依然有限。

## 基本面依然向好

中国证券报记者2月6日在采访券商、基金等机构时发现,严监管、控风险的基调下,A股上市公司在整体性调整面前已经更加从容,风险点和“出血点”大幅减少,市场在“深蹲”后的起跳值得期待。

“再融资新政、减持新规、股票质押新规、资管新规等,形成了A股市场强监管的大网,也让A股风险持续缓释。若是在此前杠杆高企、通道交错、炒作盛行等市场生态情况下,此次市场调整的杀伤力可能更大,暴露出来的问题也将更多。市场风险的提前释放和持续去化,为风险释放后的重振旗鼓提供了空间。”有券商策略分析师人士表示。

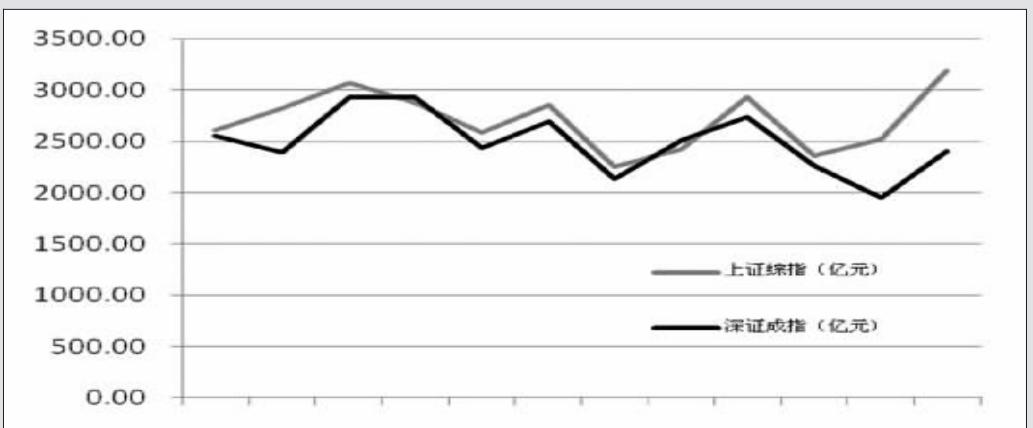
国泰基金表示,近期A股市场的调整,一方面与清理整顿信托行业、业绩“地雷”等有关,另一方面则是受近期美股大跌影响,全球多数股票市场均出现大跌,这也很大程度上影响了A股短期的风险偏好。

展望未来,国泰基金认为我国经济基本面依然稳健,企业资本开支整体稳中有升、地产存在补库存需求、外需展望稳定,目前中国经济增长依然值得期待。A股和港股在受短线恐慌情绪影响下挫之后,估值更具吸引力。其中A股市场中的蓝筹股,在近年上涨后估值依然不贵,中小市值相关指数在近期调整中已经达到近三年低位。因此,国泰基金认为,A股长期震荡向上的趋势不会改变,投资者不宜悲观。

中欧基金表示,相比美国的经济状况,对中国经济的韧性和中长期增长动能更有信心。作为A股市场的长期投资者,个股业绩及其确定性更值得重视。在投资研究时,更应注重基本面分析,可以自下而上深度挖掘价值标的。

海富通基金(香港)股票投资总监孟宁认为,随着近年来A股市场的国际化程度不断提升,在一定程度上也会受到外围因素的影响。目前在美股的带领下,全球风险溢价提升,A股因此在情绪面也受到影响。孟宁认为,目前A股优势是银行板块的估值水平相对合理。过去1~2年中国经济复苏,银行的坏账水平也明显下降,业绩释放动力较强。作为A股的权重板块,银行板块的稳健使得指数后续大幅下跌的可能性较小。

## 近期沪深两市成交情况(1月22日~2月6日)



数据来源:财汇大数据终端



制图/韩景丰

## 记者手记

# 吹尽狂沙始到金

□本报记者 黄淑慧

在少数上市公司2017年业绩预告不达预期、资管产品去杠杆以及外围市场深幅调整等影响下,A股市场出现明显回调,投资者担忧情绪升温。虽然近期A股调整幅度超出市场预期,但还远未到讨论系统性风险的时候,而局部阶段性风险的释放,则有助于A股市场长期健康运行。

分析此次引发A股剧烈调整的诸多因素可以发现,内部因素中如业绩爆雷、资管产品去杠杆、股权质押平仓等风险都只是局部性,其所产生的更多是个股和个别板块风险。

比如市场对于信托计划“去杠杆”触发的“多米诺骨牌连锁效应”心生忧虑。虽然的确有部分夹层融资信托计划受到约束,但整体而言,信托计划持股市值占A股的比重并不高,并不足以引发系统性风险。中信证券以“集合资金信托计划”、“单一资金信托计划”、“集合资产管理计划”和“集合资金信托”为关键词,统计发现2017年第三季度A股、主板、中小板、创业板中,四类信托持仓总市值占流通市值的比重分别为1.27%、1.06%、2.09%、1.19%。同样,如果仔细研究股权质押业务超标的数额亦可以发现,其总体规模和对市场的冲击都在可控范围内,难以构成系统性风险。

上述两大因素叠加引发诸多个股闪崩,主要是因为资金出逃与部分小市值股票流动性萎缩的共振效应所致。值得注意的是,本轮金融监管是在防范金融风险的要求下展开的,因此更需要坚信金融严监管去杠杆,在保持定力的同时会稳中求进。日前召开的2018年证监会系统工作会议强调,要坚决打好防范化解资本市场重大风险攻坚战,加强股市、债市、期货市场风险监测和应对能力建设,坚决守住不发生系统性风险的底线。

此轮外围市场的调整也非基本面调整因素所致。对近日美股的大跌,诸多机构认为,主要源于此前过快上涨、美债利率过快上行和波动率持续偏低等因素,与基本面关联性不大。鉴于美股的下跌本质上是经济增长更乐观引发通胀担忧和情绪影响,而非基本面走弱或风险事件驱动,因此其演绎为股灾,进而导致新兴市场全面崩盘的概率不大。美股短期可能维持弱势,但在经济基本面出现转折之前,美股大趋势依然没变。

从国内经济基本面而言,在经济整体保持韧性的背景下,上市公司作为国内企业的佼佼者,其盈利改善的趋势更为明显。股市的中长期走势最终取决于估值和盈利,从估值角度看,沪深300整体仍处于估值合理的区间。

吹尽狂沙始到金。在市场大幅调整之时,投资者更应从容应对,恪守投资原则,坚持从公司业绩基本面出发,关注估值的安全边际,规避业绩下滑和流动性萎缩的标的,同时挖掘被市场非理性错杀的个股,在危机中抓住布局良机。值得一提的是,目前A股市场投资理念的变化有目共睹,业绩与故事的分化日益凸显,“地雷股”和“闪崩股”的频频出现,再次提醒投资者应专注于基本面和确定性。

## 2017年A股公司盈利结构性变化明显

□本报记者 徐金忠

随着沪深两市上市公司2017年度业绩预告的披露,A股盈利情况成为市场关注的焦点。数据显示,2017年A股上市公司盈利结构性变化明显,大周期板块盈利持续性得到确认,TMT和部分消费服务业行业则出现年报预告业绩减速。市场人士认为,上市公司业绩将是2018年市场行情的“轴心”,结构性市场机会将持续围绕业绩展开,投资者需把握景气行业和景气公司进行布局。同时,在业绩为王的市场逻辑下,阶段性风险不可忽视。

## 业绩明显分化

随着上市公司业绩预告、业绩快报以及年报的披露,A股2017年度“成绩单”持续显露。仅以上市公司业绩快报来看,财汇大数据终端显示,截至2月6日,已有188家上市公司公布2017年度业绩快报。以归属母公司股东的净利润来看,共有144家上市公司同比实现增长,在行业分布上,银行、医药、食品饮料等行业上市公司较多。

中信建投证券分析师夏敏仁表示,截至2月1日上午9点半,共有2530家上市公司披露年度业绩预告,业绩预告披露超七成。主板披露近半,中小板与创业板则接近全部披露。一半以上行业披露率超70%,中游行业披露率较高,金融行业披露率低。在A股已披露年报预告的上市公司中,预喜率高达91%,预增率59%,2017年业绩情况总体向好。

但是A股上市公司2017年的“成绩”结构性变化明显。夏敏仁发现,在业绩增速上,“主板>中小板>创业板”,周期行业突出,机械、交运、房地产与商贸零售也表现不俗,大市值强于小市值;通过2017年业绩预告可以发现,第四季度金融与周期行业的预计盈利增速突出,家电、地产相关行业出现回暖,TMT表现相对弱势。从板块角度来看,主板预告业绩最好,净利润预计同比增速达225.4%,而中小板与创业板(剔除温氏、乐视)的净利润预计同比增速分别为56.4%与15.8%;周期行业的预计盈利增速最为突出,机械、交运、房地产与商贸零售也表现不俗,而TMT行业预计表现相对落后;大市值上市公司的预计盈利增速较为突出。

广发证券分析师戴康研究指出,从大类板块来看,年报业绩增速大多小幅上行,其中大周期板块盈利的持续性得到确认,创业板外延并购后遗症显现等等。整体而言,A股上市公司在业绩维度正在“分道扬镳”。

## 业绩为王逻辑不改

对于2018年的市场机会,一些机构认为,业绩将是2018年市场机会的“轴心”。海银财富研究报告指出,A股有望维持震荡攀升的慢牛格局,但内部将出现分化,预计主板、中小板表现相对较强;商誉减值风险集中的创业板将大浪淘沙。

山西证券认为,2018年经济稳中向好、具备韧性。而金融监管全面趋严、货币政策收缩,流动性环境趋紧的背景下,市场有望继续呈现结构性牛市行情,行情的主要驱动力来自于公司业绩基本面的改善,业绩为王是贯穿全年的逻辑。总体来看,低估值稳业绩的权重蓝筹、细分行业龙头是未来上涨的主力,对指数具备较强的支撑。

有公募基金人士认为,在业绩为王的市场逻辑下,阶段性风险不可忽视,风险的来源主要有对业绩支撑的预期透支、短期的获利博弈以及外围市场的情绪影响等。从目前来看,多方面因素在近期有集中爆发的趋势。同时,一些个股业绩增长预期被快速透支,部分资金存在获利退出,再叠加外围市场的扰动,A股业绩主题下的机会有阶段性顿挫,但市场大势并没有发生改变。