

借鉴三大历史低点

# 探明市场底 A股或渐进式反弹

□本报记者 牛仲逸

上周A股市场先扬后抑,截至26日收盘,上证指数报收2598.85点,周涨1.9%,量能在五个交易日逐级递减。

分析人士指出,近期政策底不断夯实,修正短期过度悲观情绪,提振市场信心。但历史经验表明,政策底向市场底传导过程并非一蹴而就,且摆脱底部往往是渐进式反弹,因此投资者仍需做好预期及仓位管理。

### 静待市场底

自2000年以来,A股市场的底部区间一共出现过三次,对应低点分别是2005年6月6日的998.23点、2008年10月28日的1664.93点和2013年6月25日的1849.65点。

具体看,2001年以来,受到海外科技股泡沫破灭和投资者对于股权分置问题担忧的影响,A股持续走低,上证指数由2245点一路下跌至998.23点;2008年,受到全球金融危机影响,主要经济体股市均出现大幅调整,A股也未能幸免,一路由历史高点6124点跌至1664点;2009年到2013年,伴随着中国经济逐步由高速增长转向中高速增长,A股市场也步入了调整期,由3478点调整至1849点。

“每一次底部的走出都伴随政策底的提前出现。”一市场人士向中国证券报记者表示,市场底常滞后于政策底,主要源于政策由紧张松初期,市场对政策力度及效果存在分歧,及部分经济数据仍可能处于惯性下滑态势,投资者对经济担忧未见缓解。

在这三次历史低点形成过程中,政策底向市场底传导时间各不相同。998点时,政策底在2005年2月就已经非常明确了:1月24日财政部降低印花税,2月16日证监会与证监会公布保险资金入市有关规定。2008年寻底过程中,政策底大概在4月份就已经出现了(降低印花税),但9月份的三大政策对股市的支持力度更为直接明确,而且从9月份以后包括货币政策在内的宏观经济政策整体开始了明确转向。

“2012年并没有出现降低印花税等直接刺激资本市场的政策,政策底主要体现在宏观经济政策的变化上,从时间上看,政策底在2012年6月左右已经基本确定无疑了。”国信证券分析师燕翔表示。



视觉中国

另一方面,在市场见底后的上行过程中,经常出现进三退二、甚至是二次探底的状况。“2005年6月上证综指见998点历史大底后出现了一周的快速反弹,但在随后的7月份又出现快速下跌,7月中旬多次下探到1000点附近,之后指数缓慢震荡上行,一直到2005年底,才开启了单边上行趋势。2008年10月指数下探1664点后,开启一轮约20%的反弹,但到了11月中旬又再次回落,多次下探到1850点左右,之后在2009年才开启单边上行之路。2013年指数虽然在1849点探底,但是当天收盘在1959点,之后1个月内两次跌破这个点位,但事后看来都是属于历史底部。”西南证券分析师朱斌表示。

### 短期仍将反弹

“底部探明是一个复杂的过程,绝对的低点事前无法预判。”前述市场人士表示,从2000年以来A股所经历的历次底部区域来看,政策底领先于市场底,在政策底出现后,市场下跌的幅度即较为有限。

安信证券策略研报指出,上述三次市场见底都存在一些共同特征:估值中位数处于低位、股票吸引力超过或接近债券、成交量下滑、个股市值萎缩、低价股数量上升、大规模个股破净、强势股补跌等。这些特征与当前A股运行已高度吻合。

那么,未来一段时间,市场运行轨迹会受到哪些因素影响?

朱斌表示,结合到当前的市场,政策底已经显现,但市场整体上还受到三个方面因素的影响。首先,内部影响因素,在于宏观经济与上市公司业绩仍然处于下行周期当中。前不久公布的三季度GDP增速为6.5%,较二季度的6.7%有所下行,而一季度GDP增速则在6.8%的高位。与宏观经济类似,从三季报情况看,A股不论是总体业绩还是分板块业绩增速,都呈现逐季下滑的态势;其次是外部因素影响;最后,内外联动的因素,主要在于中美经济、金融之间的联动效应。这种联动效应主要体现在三个方面,即货币政策的相向而行带来的人民币汇率压力,美国经济进入衰退期带来的中国外需缩减,美股大幅度回调对A股的冲击效应。

就短期而言,市场风险偏好大幅提升,利于反弹行情的持续。“短期有望迎来年内幅度最大的反弹,逻辑是估值和情绪处于历史底部、快速大幅急跌后政策利好不断,2000年以来每年都有一波涨幅超过10%的行情,今年还没出现。”海通证券分析师荀玉根表示,回顾2000年以来,除了2006年、2007年、2009年、2014年、2015年、2017年单边上涨的年份,其他年份A股均为弱势行情。统计弱势年份的反弹区间上证综指涨幅,发现即使全年行情不佳,但每年都有涨幅超过10%的反弹行情。国盛证券表示,年底市场将迎来一波

值得参与的修复行情。随着内外环境不断改善,市场风险偏好将逐步修复,这波行情无论时间或空间均有望超预期。

### 两主线布局后市

当前政策底、估值底已达成市场共识,从历史经验看,在向市场过渡阶段有哪些行业板块先行企稳上涨?短期反弹行情可关注那些品种?

太平洋证券表示,2005年,银行、食品饮料、公用事业先于沪指见底,电气设备、传媒同步于沪指见底;2008年,虽然没有行业先于沪指见底,但是家电、公用事业、建筑、通信、银行等行业先于其他行业与沪指同步见底;2013年,家电、银行、汽车、建筑等18个行业分两波领先沪指见底。

朱斌表示,从投资策略上来看,对于渐进式的A股反弹,操作方式上,切忌追高,可以在回调时进行加仓。因为反弹是一波三折,必然有回落的加仓时机。配置上关注两主线,一是坚决配置银行、公用事业,可作为底仓。银行属于业绩增速环比上行的行业,兼具低估值,因而攻防兼备。二是可以配置业绩环比上行或反转的国防军工、农林牧渔行业。

华创证券分析师王君表示,政策回暖很难在短期改变基本面的趋势,但可以助力估值的修复,因此市场存在超跌反弹的逻辑。从反弹方向看,前期估值快速收缩的中小成长弹性更大。一方面是由于当前政策更加注重解决中小企业现实问题,还是并购重组再融资政策有条件的放开,都有利于成长企业的估值修复;另一方面,大盘蓝筹面临基本面业绩考验的压力在加大,因此预计接下来的市场风格会更加均衡,上证50指数和创业板50指数都有表现的机会。

民生证券认为,当前阶段建议选择安全边际高的股票。部分基本面确定,市场长期竞争优势显著,具有较大成长空间的消费、科技行业领先企业,若估值达到历史底部,则有配置价值。部分业绩长期持续增长,但近期下跌幅度较大,市场过度反应基本面临空的股票,可以作为超跌反弹中的弹性品种。基建产业链、周期股短期受益于稳增长政策,业绩确定性较高,估值优势显著,有一定配置价值。

## 资金持续流入 银行板块“举足轻重”

□本报记者 黎旅嘉

在近期两市震荡再现的背景下,市场中“大”、“小”间也再度呈现出分化的苗头。近几个交易日两市“沪深强弱”的格局较为清晰,资金显然更为青睐银行等蓝筹板块。

分析人士表示,板块分化的背后推手依然是主力资金。由于筑底回升过后,量能不齐,操作难度相较筑底回升阶段有所加大。因而出于“安全第一”的现实打算,基本面改善预期不强且具有一定防御属性的银行板块显然成为了不少资金的“避风港”。正是在这样的逻辑之下,近期银行板块在盘面中多有表现。

### 银行板块“举足轻重”

上周五29个中信一级行业涨跌互现。整体而言,虽然非金融板块有所表现,但推动尾盘两市企稳在近期筑底回升行情中的仍是以银行为代表的金融板块。近期“大金融”板块表现相当突出,继券商板块出现大涨过后,银行板块再度为不少投资者所注意。

筑底回升后的上周,虽然市场中“赚钱效应”已显著好转,但整体性机会依旧不明显。从上周后三个交易日的盘面来看,连续上攻过后,动能减缓,分化再度显现。而主力资金也在板块间进行“搬家”,整体来看,资金加仓价值的趋势较为明显。

整体而言,与周二时近300亿元的主力资金净流出额相较,上周五沪深两市90亿元净流出额显然已经回落许多。以沪深300为代表的价值蓝筹净流出态势最为显著,再度受到部分资金的“青睐”;而中小板、创业板资金净流出现象的改善却并不明显。这也从侧面印证了近期盘面中的小级别分化与主力资金流向关系甚密。

从资金的行为和结果表现来看,小级别的风格切换似乎

已然成形,当前在大的投资主线仍显相对模糊的背景下,回避此前涨幅较大甚至股价严重透支估值的高位个股,加仓高业绩确定性并具有防御属性的部分板块仍是部分资金的一致选择。

而从上周五盘面表现上看,临近尾盘银行板块的持续拉升直接对行情构成推动,而上周板块的数次异动也曾多次对盘面跌势构成牵制。这不仅说明了部分资金在当前位置持续看好板块,同时也说明在当下市场人气不振背景下,以银行为代表的权重板块对气质的带动具有“举足轻重”的作用。

### 估值有望“易上难下”

自2月初见高以来,银行板块其后历经了长达数月之久的回调,估值回落相对较为充分,部分资金由此重新看好银行板块的投资价值。自7月以来,在盘面持续震荡筑底的背景下,银行板块升势较为延续,自低点出现超过15%的升幅,显著跑赢大盘。

近三个交易日板块间的资金流向上,申万一级行业中仅房地产和银行这两个板块出现主力资金净流入,而包括生物医药、食品饮料在内的其余26个板块均呈现出主力资金净流出。不难发现,在多数板块主力资金持续流出的背景下,主力资金净流入正是银行板块延续强势的“底气”所在。

分析人士强调,除相对更为看好板块后市表现外,当前加仓具备一定防御属性的银行板块在很大程度上也是资金出于“安全第一”的现实打算。针对银行板块的后市,国信证券表示,从估值来看,今年二季度以来银行板块的估值大幅回落,这反映出市场对行业景气度的预期快速下行。但对板块的这一预期可能过于悲观,后市银行板块的估值走势有望易上难下。

# 净流出缩量 反弹尚需资金持续发力

□本报记者 黎旅嘉

上周五,两市震荡回落。近几个交易日,两市震荡态势的显现,表明谨慎情绪仍未彻底扭转,投资者活跃度依旧不高。

分析人士指出,当前市场情绪受存量资金的谨慎情绪掣肘严重。经过此前较长周期的回调,近期的企稳显然还不足以扭转悲观情绪。出于依然较高的不确定性,短期资金仍不愿贸然博取单一方向。不过,当前市场整体估值仍然较低,后市指数方面震荡的空间将有所约束。

### 情绪尚未回暖

由于短期反弹后动能不济,此前两市净流入的积极态势再度中断。继上周三两市再现近300亿元的主力资金净流出后,这一态势延续。上周五两市依然出现了90

亿元的主力资金净流出,两市持续的净流出态势为止步反弹后的市场走向再度增添了几分不确定性。

从近期盘面的交易情况来看,由于反弹动力显著弱化,两市再度陷入震荡。上周五各主要指数震荡回落,而经过此前几个交易日的放量后,近期两市量能方面亦难以以为继。上述情况反映出市场活跃度并未因短暂的放量反弹而出现根本改善。

整体而言,两市再度震荡与资金净流出之间的关系可谓密不可分。事实上,资金净流出的态势一直就未能得到彻底扭转。虽然在此前两市触底回升的几个交易日中,净流入态势再现,但从近期的情况来看这一态势显然并不稳固。

在两市再现净流出背景下,资金也在多数板块上呈现逆转。从近几个交易日资金在板块的进出上看,蓝筹无疑更受资金青

睐,对近几个交易日的回撒形成构成了牵制。从近期两市的强弱转换来看,蓝筹板块方面仍有一定人气。从近三个交易日资金在板块方面的进出看,申万一级行业中仅房地产和银行这两个板块出现主力资金净流入,而包括生物医药、食品饮料在内的其余26个板块均呈现出主力资金净流出。这其中,净流出居前的生物医药、食品饮料和计算机板块近三个交易日净流出金额均超50亿元。

分析人士指出,从近期盘面反映的情况看,投资者信心的恢复显然不是朝夕间的工夫。盘面此前几度出现短暂的资金净流入,均未能对行情形成持续推动。可见在触底反弹后的当下市场中,投资者仍需注意资金在板块上的延续性。

### 后市宜放眼长远

近期盘面再现震荡,但分析人士表

## 产品涨价+估值低企 煤炭龙头股有望上扬

□本报记者 叶涛

业内人士认为,2018年煤炭消费增速在能源消费弹性恢复叠加能源结构调整阶段性放缓中继续回升,但供给端产能与库存自然出清叠加扩张性投资乏力,产量增速将明显下滑,2018年供需缺口明显进一步扩大。在业绩超预期和估值提升下,煤炭板块将迎来历史性重大配置机会。

### 维持上涨 价格坚挺

上周市场延续调整态势,绝大多数板块受到波及,不过上周五煤炭股集体发力,红阳能源、平庄能源双双涨停,云煤能源、郑州煤电、大有能源、靖远煤电纷纷大涨,涨幅超过5%,煤炭板块大有率先企稳反弹态势。

受进口煤受限和电厂提前补库影响,煤价短期仍将维持高位。信达证券同时认为,同时全球陷入煤炭紧缺状态,价格继续上扬而非预期的稳中有降或维持高位。由此带来业绩增速继续高企,同时悲观预期证伪后估值明显修复,在业绩超预期和估值提升下,煤炭板块存在重大配置机会。建议关注龙头公司配置机会。

焦炭方面,伴随河北地区焦炭二次提涨逐步落实,山东地区部分钢厂因到货量有所下降,加之近期运力紧张,也开始逐步落实第一轮涨价,幅度为100元/吨。焦煤方面,山东省内42座有“冲击地压”倾向的矿井停产检查,涉及产能8981万吨,其中70-80%为1/3焦煤和气精煤,受此影响,山东乃至山西部分地区1/3焦煤和气精煤价格有15-40元/吨不等涨幅,涨后50.9的1/3焦煤价格报1380元/吨;此外,由于国内主焦煤持续紧缺,进口蒙煤价格相对有上涨空间,目

前沙河驿蒙5精煤价格在1560-1580元/吨,较前期上涨60-80元/吨左右,整体来看,焦煤价格偏强运行。

### 看好龙头企业

据信达证券分析,11月中下旬电厂日耗回升后,港口煤价有望继续上扬。而且从供给端来看,一方面,进口煤额度受限,四季度月均进口量相比前三季度减少约1000万吨;另一方面,受先进产能释放乏力、环保、治超力度不减、事故频发引发安全监管加码等综合因素限制,四季度煤炭产量增长较为有限,加之化工用煤、民用煤及内陆电厂需求预计较好,坑口煤价有望持续得到支撑,进而支撑港口煤价。

此外,国际油价维持在中高位水平,国际国内煤价易涨难跌。刚刚公布的三季度GDP6.5%虽不及宏观预期,但固投增速有企稳迹象,根据弹性规律或将依然看到煤炭(电力更高)消费量增速在3%左右,这与前些年7%以上经济增速时,煤炭需求却负增长有明显趋势和结构性差异,实际也是能源与经济规律使然。重点建议在当前阶段弱化个股,对煤炭板块分煤种进行整体性集中配置。

方正证券认为,短期内焦化价格有望高位震荡,叠加近期宏观预期向上修正,焦炭板块具备反弹的可能性;近日政府发声力挺股市,宏观信心改善短期有望迎来估值修复。并且,焦炭价格继续小幅上升,在价格偏强的支撑下行业高利润短期有望得到支撑。

安信证券预计,动力煤价格中枢提升,龙头公司盈利稳定性增强,但目前龙头公司估值均处于行业低位。此类公司业绩稳中有升,分红比率较高,公用事业特性逐渐凸显,估值有望修复。看好陕西煤业、中国神华、兖州煤业等龙头公司。

## 中欧国际交易所D股市场之十八

# 法兰克福股票市场XETRA电子交易平台的交易模式

□巴德银行Christian Buettner、Wolf Rüdiger、Peter Bodensteiner

D股交易将采用法兰克福证券交易所股票交易的现有做法,主要包含两种交易模式:一是Xetra电子平台上的含日内集合竞价的连续交易;二是Börse Frankfurt交易平台上的连续集合竞价交易。含日内集合竞价的连续交易在本质上为订单驱动型市场,市场参与者之间直接互动,形式上不需要中间商。但是,XETRA交易平台的指定做市商(Designated Sponsor)可以为市场带来额外的流动性。他们有义务向其他市场参与者提供报价,确保流动性较低的股票也可以实现连续交易,从而显著提高该股票的吸引力。相反,Börse Frankfurt平台的连续集合竞价交易是典型的报价驱动型市场,所有的交易都通过中间商完成,即通过专家做市商(Specialist)来完成。本文将主要介绍XETRA电子交易平台的交易模式。

### 含日内集合竞价的连续交易

Xetra电子交易系统上的股票使用含

日内集合竞价的连续交易模式,交易时间为工作日9:00至17:30(欧洲中部时间)。Xetra平台上市机构投资者占比比较高。

“含日内集合竞价的连续交易”综合了两种交易模式:集合竞价和连续交易,每日开盘前会进行开盘前集合竞价,集中流动性并确定开盘价格。开盘后开始连续交易,可执行订单将按市场价格撮合成交。盘中集合竞价一般在中午进行,此时连续交易暂停。盘中集合竞价可以集中流动性,盘中集合竞价结束后,连续交易重新开启。开盘前集合竞价和盘中集合竞价时,所有可成交订单都会被执行,以防止订单簿中出现“叠加”的情况,即防止出现可成交价格下仍同时存在未成交买单和卖单的情况,保证随后的连续交易顺利进行。集合竞价中所有未成交的市价订单和限价订单或部分成交的订单会进入到连续交易之中。每日交易结束前会进行收盘集合竞价,最终确定收盘价。收盘价通常是计算投资组合日终净值的重要参考。

### 连续交易

在连续交易中,买卖双方分别挂出

买单和卖单。买单和卖单集中在订单簿中,并按照价格优先、时间优先的原则进行排序。

连续交易中的价格确定遵循以下原则:

1. 如果订单在订单簿中无法按市价成交,则按照最高买价订单和最低卖价订单优先的原则,与限价对手单撮合形成成交价格。
  2. 如果订单簿中的市价订单,其对手单只有市价订单时,交易按参考价格撮合。每笔交易的参考价格为最近一次集合竞价或连续交易的价格。
  3. 如果订单簿中存在未成交的市价订单,新进入订单簿的限价订单将与其进行撮合,交易价格可以基于参考价格确定。如果交易价格无法按照参考价格成交,则交易价格取决于限价订单的报价。
- 所有进入订单簿的新订单(止损单除外)或新报价,都会被立即检查是否存在对手单,一旦存在相匹配的买单或卖单,则该订单会立刻成交。订单执行遵循时间优先、价格优先的原则,优先执行最高买价和最低卖价的订单。市价订单优于

限价订单执行。如果多个订单限价一致,则优先执行最早进入订单簿的订单。

### 集合竞价

在集合竞价中,所有买单和卖单会集中在订单簿中,集中于某一时刻交易并确定价格。

集中竞价期间,参与者可以提交订单和报价,也可以对订单和报价进行修改和删除。交易所规定了集合竞价的最低持续时间,在满足最短时间要求的基础上,集合竞价会随机结束,以避免价格操纵。

订单簿关闭之后,所有的订单会按照价格优先、时间优先的原则排列在订单簿中。集合竞价的价格确定遵循最高交易量原则,集合竞价价格为最高可成交订单量或最低剩余订单量对应的价格。根据价格优先、时间优先原则,拥有最高买价和最低卖价的订单得到优先执行。市价订单的执行优先于限价订单。当多个订单拥有相同的报价时,订单执行遵守时间优先原则。价格优先、时间优先原则确保了订单能够在最程度上被执行。