

■ 财富圆桌

盈利拐点未现 市场底仍需夯实

□本报记者 王朱莹

10月中旬以来,A股自低位企稳反弹。本期栏目邀请到招商证券首席策略分析师张夏、天风证券策略联席首席刘晨明、北京和聚投资首席策略师黄弢对当前A股形势进行分析和研判。他们认为,当前反弹仍是流动性和政策面边际改善所带来的超跌反弹,市场底部仍然需要进一步夯实。

当前仍是超跌反弹

中国证券报:10月19日以来,A股企稳反弹。如何定义这一轮反弹,后续能否向纵深挺进,逻辑是什么?

张夏:本次反弹是由政策预期改善、股票市场流动性改善推动的反弹。展望后市,经济层面,未来稳增长、稳民企的财政货币政策有望陆续出台,减轻经济和企业盈利下行的预期。促进资本市场长期健康发展被提到一个重要的位置,未来促进市场健康发展的政策有望陆续出台。随着流动性边际改善,前期政策逐步开始起效后,资金有望继续流入股票市场。除此之外,外部矛盾阶段性缓和也有助于市场继续反弹。

刘晨明:目前行情仍只能定性为由政策层面边际改善所带来的超跌反弹。未来市场要真正走出底部区域,还依赖于企业部门流动性的真正改善,要么是企业盈利能力提升并开始赚钱,要么是政策使得中低信用等级企业流动性得到改善。就前者而言,三季报的ROE水平已经开始见顶回落,企业进入了不太好赚钱的阶段。就后者而言,政策上纾困企业部门流动性的方案不断增加,但效果尚未显现,三季报的货币资金增速仍然在下行,企业部门流动性的缓解需要政策的落地实施,这需要一个过程。

黄弢:受内忧外患的干扰,今年以来A股整体呈下行趋势,跌幅较大。从当前位置来看,内部股权质押风险、民营企业信心问题都引起关注并在逐渐化解的过程中,外部风险预期也出现缓和迹象。对于经济本身的下行,投资者已有充分预期,政府也在采用积极财政模式来推动经济增长,从经济结构来看消费已经成为拉动GDP增长的最大力量,这一块仍相对稳定,因此对于经济没必要更悲观。从估值角度来看,A股估值很低,风险已经释放得很充分,下行空间有限。从政策、经济和估值三个维度来看,市场都具有反弹的契机。

增量资金来自何方

中国证券报:未来哪类增量资金有可能

带动A股脱离疲态?

张夏:第一是回购资金,《公司法》修订后,上市公司进行回购的动力更足,近几个月平均每个月都有接近百亿的回购规模。第二是以保险为代表的长线资金,通过ETF进行投资,今年以来股票型ETF总规模较年初扩大了近750亿份,增加近一倍。第三是融资资金,今年以来,由于市场持续调整,融资规模降幅明显。近期,由于政策转暖,市场开始出现反弹,融资规模也相应出现了反弹。如果市场风险偏好继续提升,融资资金也有望提升。第四是以私募股权基金、地方国资委旗下基金为代表的股权类投资基金。一方面,在持续调整后,很多优秀上市公司的投资价值已经出现,另一方面,部分上市公司市值问题有待解决,都促使这些股权类投资基金开始介入股票市场。

刘晨明:向前看,在市场震荡筑底的过程中,住户部门资金很难直接或间接通过公募基金进入A股市场。从历史经验来看,住户部门的增量资金往往出现在牛市的下半场。未来的增量资金很大概率来自于养老金入市、相对仓位非常低的绝对收益投资者(私募、专户、保险),以及被动型海外资金。

其中外资会不会大量流入A股市场,一是取决于明年美股表现。如果美股暴跌,那么全球配置型基金会整体降低股票资产的仓位,同时也会卖出A股。二是取决于明年MSCI是否将A股纳入比例从目前的5%提升到20%,MSCI很可能在明年2月底宣布最终决定。如果最终比例能够提到20%,主动和被动型MSCI的增量资金将达到4000亿元人民币。

黄弢:外资短期仍将是重要的增量资金。在监管机构的鼓励下,再加上多数A股股价的超跌,回购也是一个重要的增量资金。

风格料偏向中小股

中国证券报:对后续A股走势有何判断,有何投资建议?

张夏:按照三年半信贷周期,从2018年二季度开始经济进入下行周期,流动性逐

渐改善。10月31日的高层会议对经济的定调明显变化,确认了经济政策的重要拐点。此后,去杠杆将会相对淡化,经济下行压力需要高度关注。这种环境下,“地产+基建”存在博弈政策放松的想象空间,TMT行业也相对占优,整体风格偏向受益流动性改善的中小风格。

10月份伴随市场大幅调整,股权质押压力加大,金融层面出台了一系列政策。其中,重新鼓励兼并重组、并购政策边际放松、放开私募股权基金投资上市公司、回购制度的修订,为未来市场活跃度提升,并购再活跃提供了关键的机制和增量资金支撑。监管层对资本市场态度的变化,也会促进银行系私募股权机构、各地方国资委和两类公司旗下基金进入股权乃至A股。从2019年开始,三年并购上行周期有望开启,民营企业和中小企业有望迎来不错的投资机会。

刘晨明:短期而言,市场进入了政策边际改善带来的超跌反弹阶段。但整体风险偏好的提升相对缓慢。任何政策不及预期都可能终结超跌反弹。

长期而言,市场底部仍然需要进一步

夯实。向前看,中报非金融A股的货币资金增速已经较一季度有所改善,但是第三季度货币资金增速再次回落。企业部门流动性最差和大量甩卖股票的时候虽然基本上已经过去,市场构筑底部的因素事实上已经在强化,但目前并没有看到货币资金增速能很快起来的迹象,因此这也延长了市场底部震荡的时间。

在配置方面,经济下行压力犹存,2019年出口、房地产投资、制造业投资的增速都面临下行风险。因此,顺周期行业虽已经过了杀估值的阶段,但杀业绩的时期还没有结束,建议进行规避。更加看好逆周期和业绩在经济下行阶段相对稳定的板块。

黄弢:短期反弹或将继续,从政策、经济、估值三个维度能够看出市场具有反弹机会。投资机会总体仍会以优质超跌的行业龙头个股为主,但反弹的空间同样有限,因为尽管政策底和估值底都已具备,但盈利底还没有出来,四季度乃至明年一季度市场整体盈利还处于下滑状态,因此反弹的持续性和反弹空间都会受到抑制。

■ 市场连线

一德期货余建跃:2019年油价大概率向上

□本报记者 马爽

一德期货总经理助理(拟任)、原中海油进出口公司原油部首席经济师余建跃在接受中国证券报记者采访时表示,美元指数已不能准确反映美元强弱,导致美元指数和油价走势的负相关性被削弱。此外,油市仍存基本面支持,2019年油价大方向将向上运行。

中国证券报:进入四季度以来,布伦特、纽约油价均遭遇高位回调,主要是受哪些因素影响?

余建跃:10月份,国际油价见顶后转势大跌。布伦特原油期货从10月3日的最高价86.74美元/桶跌到11月6日最低的71.18美元/桶,跌幅巨大。最重要的基本面原因在于地缘局势利好消息被透支。9月份,市场普遍预计美国将在11月4日对伊朗实施更加严厉的单边制裁,担心伊朗石油出口降到100万桶/日以下,从而造

成市场突然出现150万桶/日的断供。由于美国迟迟未宣布豁免措施,市场忧虑被进一步强化。不过,随着沙特、俄罗斯以及利比亚的增产,特别是沙特陷入地缘事件后,称将提高产量弥补伊朗断供缺口,在短暂的恐慌后,实际的市场供给数据显示欧佩克9月、10月产量继续增加,从而引发持续抛售,导致油价大跌。其次,恰逢西方炼厂季节性检修,加上北美石油产量继续增长,导致美国的原油库存连续7周增长,也推动了油价下跌。另外,宏观上,各主要机构也调减了对2019年全球石油需求的增长量,从而在油价的预期上也打上了阴影。

中国证券报:怎样看待当前美元表现与国际油价走势之间的联动关系?

余建跃:关于美元与油价走势之间的关联,是一个复杂的动态机制。首先,市场上采取美元指数来衡量美元的强弱。美元指数走高,非美元货币折算的美元货币量就缩减,从

而形成全球货币紧缩效应,对商品价格而言就是通缩,价格走低。不过,美元指数并不包括新兴经济体如中国、俄罗斯、印度等国汇率因素。而全球经济中,新兴经济体占据的比重越来越高,因此美元指数已经不能准确反映美元强弱。这也就导致现在经常出现,美元指数和油价走势的负相关性被削弱。

中国证券报:国际油价对其他大宗商品走势有何引领作用?

余建跃:人类的经济活动离不开能源。能源价格涨跌会向下游传导,也是最终消费成本的重要组成部分。油价就是能源价格变化的“领头羊”,石油与天然气、煤炭价格需要维持在合理的比价区间,因此,大方向上,油价涨跌也牵动着天然气和煤炭价格的涨跌。油价也往往可以作为通胀的先行指标,意义重大。

中国证券报:后市国际油价将如何演绎?余建跃:2019年油价大方向仍将向上运

行。理由包括:其一,供给侧仍然是页岩油和常规石油的增减博弈。美国内部管线、出口设施的完善,将进一步释放页岩油产量,形成非欧佩克最大的增量供给。欧佩克和俄罗斯仍然会维持减产联盟。伊朗的变数应当作为地缘局势变量,具有不确定性,给市场带来更大的波动。第二,需求方面。尽管全球贸易格局复杂化引发对全球经济放缓的担忧,但中国有能力保证不发生系统性金融风险,美国经济也处于近年来的强势。随着局部风险的释放,预计石油需求不会出现2008年-2009年那股滑坡现象。第三,2019年供需平衡状态仍然是紧平衡。2019年油市将不同于2014年-2015年的严重供大于求状态,原因在于在伊朗受美国单边制裁下,尽管沙特和俄罗斯等其他产油国维持增产,但剩余产能大幅减少,加上中东地缘局势仍然不太平,油价上涨就存在基本面支持。

利空因素汇集 PTA期价弱势难了

□本报记者 马爽

11月9日,PTA期货延续弱势格局,主力1901合约盘中创下8月3日以来新低6416元/吨,较8月29日盘中高点8062元/吨,累计跌超20%。分析人士表示,近期原油持续走低,PX产能投放即将投放,成本端对PTA价格的支撑预期走弱。此外,PTA下游需求依旧低迷以及供给端继续收窄空间不大,因此后市期价弱势格局难改。

成本端支撑预期减弱

昨日,PTA期货继续下跌,主力1901合约盘中最低跌至6416元/吨,创下8月3日以来新低,盘终收报6490元/吨,跌86元或1.31%。

“近两个月以来,PTA主力期价从近五

基本面依然不佳

从基本面上看,张永鸽表示,今年聚酯新产能集中投产利好上游原料,前期PTA市场的拉涨也不乏需求爆发的推动。不过,在7-8月PTA价格过快提升的过程中,下游聚酯价格跟涨明显不足,尤其是聚酯短纤及切片饱

受亏损之痛而大幅停产,虽然10月之后聚酯市场现金流恢复,工厂平均开工率环比9月初提升7%,但实际上,整体市场产销仍显疲弱,下游以刚需采购为主。国庆之后,涤纶长丝的平均产销为70%-80%,短纤产销只有60%,为近五年来同期最低水平。产销不佳致使聚酯厂家库存快速累积,当前涤纶库存已达到今年以来新高,较去年同期平均上涨7-8天,库存偏高压制聚酯厂家进一步提升开工负荷的意愿。

此外,供给端亦利空PTA期价走势。“近期PTA价格降至成本线以下,10月PTA工厂平均开工负荷不足73%,较9月整体下降7%。随着逸盛海南石化、江阴汉邦及珠海BP等多套检修装置重启,PTA供应有望得到恢复,而11月-12月检修体量减少,目前存在检修预期的主要是恒力石化、福海创石化以及上

海亚东石化,检修周期多为1-2周,预计累计损失PTA供应16万吨。11月以来,厂家亏损幅度有所收窄,且国内部分装置已进行过年内二次检修,在后期没有更多装置突发意外情况下,供给端再次大幅收缩概率不大,PTA行业或再次进入累库局面。”有业内人士表示。

展望后市,张永鸽表示,前期PTA期价大幅上涨已将需求增加的利好透支,目前PX价格相对强势或阻止PTA价格进一步深跌。不过,下游聚酯市场库存有待消化,未来开工负荷难以进一步提升,而PTA供给端继续收窄空间可能不大。PTA期价后期或将维持弱势调整。

安光表示,PTA期货盘面空头资金强势,跌市场缺乏最新利好,预计短期PTA期价将继续震荡下跌。

■ 瞭望塔

布局立冬 谋篇“夏至”

□本报记者 黎旅嘉

昨日沪综指跌1.39%,连跌5日,本周累计下跌2.90%。立冬过后,投资者再度感受到来自市场的凉意。

然而,正如格雷厄姆所说,“买股票是买一宗生意的一部分;市场总是在过度兴奋和过度悲观间摇摆,智慧的投资者的是从过度悲观的人那里买来,卖给过度兴奋的人;你自己的表现远比证券的表现本身更能影响投资收益”一些更为看重长期投资的投资者正趁机买入“错杀”个股,低位吸筹。

在A股迎来11月“开门红”的上周四,沪股通、深股通再度双双获得大幅净流入。Wind数据显示,当日沪股通净流入55.96亿元,深股通净流入28.86亿元,创下深股通开通以来新高。截至昨日,本月北上资金合计净流入A股309.89亿元,外资借道互联互通加大A股配置力度表现明显。这一现象重新出现,主要受三方面因素提振:首先,10月底以来监管层在政策层面不断释放利好,在缓解股市流动性压力的同时,“政策底”逐渐明朗,带动A股反弹;其次,前期一些优质的“白马股”回调,很多行业龙头估值已处在较低。

在此前持续的震荡调整中,随着指数浮动,不少个股跌幅甚至超过市场整体,进入被低估的价格区域。以截至11月8日的市净率(剔除负值)数据来看,市净率不超过1的股票有384只,占市场股票总数量10.62%,其中市净率小于0.7的有43只。而在2016年1月27日,沪指创出2638低点的这一天,破净股只有53只,占当时股票总数的1.89%,数量及占比均不足当前的三成。

此外,截至11月8日,今年以来共计609家A股公司实施完成了869次回购,合计回购资金达336.73亿元,已回购股份数达48.25亿股。而2015年至2017年回购金额分别为46.66亿元、105.5亿元、79.14亿元,这意味着今年11个月的回购规模已超前三年总和。今年自6月中旬沪综指破3000点关口以来,A股市场发布回购预案的上市公司数量与回购规模明显增加,呈逐步上升趋势。

上述种种迹象表明,调整过后的A股市场已具备了相当的吸引力。不过,市场人士提示,虽然目前市场中并不缺热点题材,但在增量资金仍无法支撑热点板块全面上涨的前提下,后市很有可能出现板块接力,轮动效应有望进一步增强。因此,即使后市看涨,投资者也不要追高,逢低介入,冲高止盈,再寻求下一个轮动热点。

市场归根到底就是个能量问题

□金伟伟

一切生命运动,小到微生物,大到一个生命系统,归根到底都是个能量运动,需要能量维持。

热带雨林大多分布在土地比较贫瘠的地区。它们的生存繁殖全赖两个条件:一是土地贫瘠,既不宜牧也不宜耕,不适合大规模的人类生存,因此极少甚至根本没有人类活动的干扰破坏;二是气候温暖湿润多雨,十分适合各类生物包括低等高等以及微生物和植物繁衍。生物的充分多样性,使热带雨林中的每一个微小的生态位都有一种生物占据着、存在着,使每一点微小的能量都能被充分利用,无缝隙地在各种生物间传递,使它在被雨水冲进溪流前,就已发挥过无数次的作用,使以乘数效应和再循环效应为主要特征的“流”被利用到极致。

股票市场其实也一样,这个生命系统的维持全靠三个方面的能量。

一个是有公司基本面,包括它的资产以及盈利所提供的价值能。一个是建立在各种信息基础上的预期,可称为信息能。还有一个是资金能。

价值能只能为股价提供一个底线,如果股价只是价值能的体现,那根本就不该上市,因为以一对一谈判确定的私人价格进行公司转让,就能体现出这个价值。

信息能可以让公司价格有一定弹性。但真正让股市这个生命系统存在并保持生命活力的则是资金能。股市能否活起来,跟存量资金的多少有关,也和资金的使用效率有关。

一个显著的事实是:任何情况下,市场资金存量都不足以将所有的股票全部买断,1亿元的资金有时可以支撑10亿元的市值,有时可以支撑20亿元、30亿元甚至更多的市值,有时也有可能只能支撑几亿元的市值。能支撑多少市值,全赖它能否被市场充分利用起来,发挥出它的乘数效应和再循环效应,形成“流”。

而这种效应的发挥,全赖投资主体的多样性、投资风格、投资偏好、投资行为的多样性。它们犹如热带雨林中不同的生物,卡在不同的生态位上,以彼此丢弃的为食,或彼此形成一个无限循环的食物链,使大自然提供的有限的“无能量”发挥出最大效用,在贫瘠的土地上繁育出茂密的生机勃勃热带雨林。

就以投机来说吧。在西方股市,投机这个词是个地地道道的中性词——“投机是天下最正当的行为”。投机在为自己寻找盈利空间和盈利机会的同时,也为市场提供了润滑剂,保持了市场的活跃程度。

在没有强大的外力引导的情况下,投机还是以股价小波动代替大波动的重要市场机制。中国股市一次次的大起大落,并不是由投机引起的。今日美股,每天的交易量中,投机盘占了8成以上,个股的上蹿下跳其实也很厉害,比我们有过之而无不及。但它的大盘却表现得很稳当。为什么?就因为投机从来是雷声大雨点小,你进我出,互相抵消,个股的上蹿下跳也不同步,此起彼伏,折算到指数中,互相平衡。

系统最怕的是失去多样性,失去了多样性,系统就会退化,生机勃勃的热带雨林会变成贫瘠的土地。市场最怕的是群体一致性,它会把市场赶上绝路。

毁掉一片雨林很容易,粗暴的滥砍滥伐可以,好心的清洁运动也可以。重建一个生态系统则不容易,它是大自然在数以万年计的演化中一点一点积累起来的。

系统的维持需要能量。我们对市场的分析把握归根到底也是个能量问题——上涨能量与下跌能量。要么下跌能量充分释放,要么上升能量充分积蓄。除此之外,这个底,那个底,都没有实质意义,全是过个嘴瘾,图个心理快活。