

■财富圆桌

A股增量资金在途 后市机会可期

□本报记者 吴玉华

11月北上资金净流入469.13亿元,为陆股通开通以来单月净流入第二高,12月头几个交易日,北上资金仍然呈现连续净流入。对于市场的反弹、北上资金的净流入、A股市场的增量资金和后市配置,本栏目特邀兴业证券首席策略分析师王德伦、华创证券首席策略分析师王君、申万宏源证券首席市场专家桂浩明就此展开讨论。

反弹而非反转

中国**证券报**:随着外围因素改善,市场风险偏好有所修复,从目前来看,如何定义这一轮反弹?还有哪些方面有积极的变化使得市场具备反弹动力?

王**德伦**:首先,11月30日开始市场情绪有所修复,可称之为“反弹”而不是“反转”,企业盈利尚需明年有所改善,具体节点还要看春节后的各方面表现。除了外部因素影响外,正在发生的四组重构可以解释市场的反弹动力,市场正不断认知这四组关系:第一组是政府与企业的关系重构,主要的看点是财税体制改革拐点已至,减税降费还会持续让利;第二组是国企和民企的关系重构,二者“肩并肩”向前的方向明确,并不否定民营企业研发创新和新兴产业成长方面的举足轻重作用;第三组是监管与市场关系的重构,方向则为减少市场干预,加速推进长期制度建设;第四组是市场微观主体的重构,以养老金、银行理财子公司为代表的长线入市将发挥长效机制。以上四组关系正在经历深刻的重构,且这些逻辑将不断被市场认识和确认,从而形成市场支撑力。

王**君**:外围因素边际缓和由此带来全球的风险偏好的再次提振;国内的宏观政策上由破转立仍在延续,后续减税降费、基建补短板等扩张财政政策值得期待,A股市场也迎来了难得的喘息窗口。然而,“树欲静而风不止”,全球市场暗流涌动,地缘政治、经济的不确定上升,市场波动率放大,注定了A股的这轮反弹较为曲折。

桂**浩明**:自10月下旬开始的本轮反弹行情,在本质上还是属于超跌反弹。从表面看其起因与监管部门出台缓解股票质押风险的举措有直接关系,但与此同时发生在10月份的股市调整,很大程度上也释放了部分风险,为大盘的反弹提供了相应的基础。从这个意义上来说,行情确实具有超跌反弹的性质。而从其走势来看,当股指进入到10月上旬的向下跳空缺口附近时,就显得犹豫并且多次反复,2700点也是得而复失,这就从另外一个侧面提示人们,当超跌的状况一旦有所消化时,上涨动力就变得很稀落,而这种状况无论如何与严格意义上的行情反转是明显不同的。

增量资金仍在途

中国**证券报**:从资金面来看,近几个交易日北上资金连续大额流入,11月北上资金净流入金额达到469.13亿元,北上资金的大额流入意味着什么?

王**德伦**:北上资金的逻辑同方才提到的“重构”还不一样,其实更应置于放在“全球重构”的框架下来认识。2019年较2018年最

大的不同是:受内外两方面因素策动,全球经济和金融将出现新一轮重构,直接结果是涌入外资还将超预期,而未来受益于全球重构,南水更将持续流入,再超市场预期。除了规模外,这种重构还将展现出的另外三个本地市场效应,即:外资参与集中度极高,具有马太效应,紧盯优质资产;外资参与度高的标的更能获得相对收益;外资在中国权益市场的话语权逐步加强。

王**君**:根据最新数据,借助陆股通流入A股的外资已经占到了A股自由流通市值的近7%,接近公募基金的8%。考虑到外资仍在不断流入,其影响力正在快速甩开国内机构,成为最具影响力的A股机构投资者。增量资金决定市场风格,外资投资者整体风格上趋同,青睐低估值且具备成长性的蓝筹股,关注基本面和中长期增长。今年以来,北上资金重点布局主要以金融、消费为代表的龙头白马。随着外资的进入,A股的投资逻辑开始出现转变,由以往题材炒作转向了重业绩看发展,深度挖掘上市公司基本面,这也将是未来A股长期发展的方向。

桂**浩明**:近期境内市场的一大特点就是海外资金的不断流入,其实,今年以来外资的流入几乎成为一种常态,这固然与今年MSCI开始正式把中国A股纳入其指数系统,以及富时罗素也接纳中国A股并予以实施有关,因为这会导致那些分别以这两个相关指数样本股为被动跟踪目标的海外ETF基金开始买入A股。但与此同时中国A股的明显超跌,投资价值凸显也是一个重要的原因。在经过持续上涨以后,现在欧美及日本等国的股票价格都不便宜,相对来说中国A股倒是显现出了某种估值上的相对优势。对于那些偏向于价值投资的外资来说,此时把中国A股作为投资的一个重要选项是必然的。当然,也应该看到,尽管现在在外资是净流入,但总量还并不是很大,在这方面仍然有着巨大的潜力。

中国**证券报**:从增量资金的角度上看,除外资外,还有哪些增量资金在途?

王**德伦**:在途的增量资金有养老金和银行理财资金。不过更应从市场微观主体加速机构化的角度来认识这些资金入市。养老金、银行理财子公司、政策鼓励保险资金入市,特别是长期财务性或战略性投资不纳入30%考核范畴,都将会在很大程度上重塑A股市场机构博弈格局。规模增速在14%的养老金需要保值增值,修订版资管新规下的理财资金将重塑中国金融格局。因此,当前处于历史低位的A股市场是养老金和理财资金基于长期投资理念入场的重要投资机会。

王**君**:社保基金或将成为未来确定性较大的增量资金来源。社保基金、基本养老保险、企业年金等各类养老金已成为A股市场上重要的



长期资金。当下来看各类养老金投入A股市场的比例相对比较低,随着A股市场的成熟、稳定,各类养老金均有望加大对沪深股市投资。《商业银行理财子公司管理办法》颁布,商业银行理财子公司发行产品可直接投资股市。理财资金属性为稳健风格,主要以非标和债券为主,而对于股票市场而言,理财子公司只能锦上添花,难以雪中送炭。从长期来看,政策进一步丰富了A股市场资金的扩充渠道,健康稳健的股票市场终究可以吸引到资本的流入。

桂**浩明**:在本轮行情中,成交量有一定的放大,但幅度有限,基本上是处于年度的均量水平之下,这反映出一方面投资者对后市的预期有所改变,因此确实有部分资金进场,但这部分资金的规模并不大,因此总体而言,市场还没有摆脱存量博弈的格局。这种状况也表明,经过一轮较为严峻的去杠杆操作,仍然还留在股市中的资金是相当有限的,市场资金匮乏的局面面对行情的演绎带来了很大的负面影响。现在很多人寄希望于来自养老、保险等的长线资金入场,但这需要一个过程。就目前的情况而言,股市资金不足的问题,恐怕会较长时间地存在,这也是当前行情缺乏持续性的重要原因。

后市机会可期

中国**证券报**:对于后市如何来看?具体该如何布局呢?

王**德伦**:当下,既是重构的大时代,又是创新的大时代。2019年是承前启后的一年,市

场波动小于2018年,机会多于2018年,把握中国重构和全球重构提升风险偏好带来的机会。而中长期看,全球视角看,当前中国权益市场,却是难得的战略配置机遇期。主要配置方向,延续2018年“创新大时代”的判断,未来2-3年,科技成长方向将是收益主要来源。整体宏观经济、企业盈利处于下行周期,以把握结构机会为主。2019年分子端EPS对指数的贡献将弱于2018年。相反,来自于中国重构、全球重构对风险偏好阶段性提升,货币流动性环境的改善,这两方面使得PE对指数的贡献强于2018年。主题投资方面,建议关注“改革、创新、开放”为主线的标的,把握税改、军工、智能汽车等主题性机会。

王**君**:A股后市有望走出不规则的“N”型。在“稳杠杆,再平衡”政策基调下,国内基本面由破到立值得期待。预计年初市场首先要经历人民币汇率波动与力量驱使的再确认,股债再平衡延续;而在投资的韧性以及房地产下行风险可控下,后续将展开中国经济新一轮短周期寻底企稳的反弹逻辑。对于市场行情而言,上半场要有“守”的耐心,隐忍以静,拥抱避险资产,对周期和结构性尾部风险要留一分警醒;有了对风险的重视和规避,下半场蓄势而动,挖掘超跌反弹风险资产的弹性,“云开”料将是必然。随着指数盈利走弱与估值寻底反弹,成长风格取得相对收益的时间有望明显增多。结合我们对经济周期的判断,动量因子有望走出前低后高的走势,也预示着在市场的前期,收缩战线和“抱团”龙头策略依然有效;后期行情扩散,行业的活跃度会逐步提升。

价格的涨幅。

而从我国的官方制造业PMI及分项指数来看,也可以看出,库存周期或已进入拐点,即平均时长12个月的去库存周期。10月官方制造业PMI为50.2,创2016年3月以来以来新低,11月继续下降至荣枯线。分项指数原材料库存6个月移动平均值7月创下本次补库存周期开启以来的最高值49.28,随后一路下滑,11月数据下降至48.13,为2017年3月以来以来最低值。同时结合6月以来不断下滑的新订单分项指数,可以基本判定目前制造业已经进入去库存周期。

中国**证券报**:在上述判断下,结合宏观环境,哪些工业品期货具有明显的投资机会?

张**华伟**:国内进入去库存阶段,消费转弱使

得行业内早就感到阵阵寒意。从期货市场表现看,工业品价格自10月中旬以来快速下跌,文华工业品指数从10月10日的高点175跌至11月27日的近期低点149,跌幅达到14.9%,目前处于弱反弹阶段。随着经济周期性转弱,消费淡季到来,预计工业品在短暂反弹后仍有下跌空间。建议选择国内外基本面都比较弱,同时和经济周期相关性比较弱的品种顺势做空。基本金属方面,由于明年仍有较多氧化铝、电解铝产能投放,铝锭库存偏高,而需求增速下滑,消费淡季到来,可以逢反弹做空。化工品方面,原油已经跌入熊市,如在今天开始举行的第五届欧佩克及非欧佩克部长级会议上与会各国未能达成有效的减产协议,可继续逢反弹做空,如PTA、PVC等。

前创业板边际下跌有所趋缓,但判断是否开始反弹还需要更明确的行情信号来确认。目前来看仍有一些负面因素,一是创业板以民营企业、中小企业为主,目前民营企业、中小企业在发展中遇到了一些困难,企业资产回报率有所放缓;二是创业板企业研发投入增速有所放缓,个别企业核心技术含金量不够,如果所谓成长性仅仅是指对概念进行炒作,那么市盈率本来就偏高的创业板在当前的估值情况下仍难言已经见底。长期来看,随着政策加大对民营企业的支持,精准施策缓解民营企业、中小企业的融资难问题,民营企业的营商环境将有所改善。创业板所代表的成长风格与未来投资方向和中国经济转型方向是契合的,但短期还需要观察政策的传导效果以及企业经营情况。

中国**证券报**:11月创业板指数月线七连阴,是否可以认为以创业板为代表的成长板块,相对而言中期将处于占优地位?

孙**敏涛**:创业板此次调整幅度比较大,目

■瞭望塔

1个月期国库现金定存 为何如此吃香

□本报记者 张勤峰

招标结果显示,7日上午,财政部、央行招标的1000亿元1个月期中央国库现金定存中标利率为4.02%,较同期限Shibor高出将近120个基点,反映出商业银行对本期存款的热烈追捧。

财政部、央行此次招标的是2018年第十一期中央国库现金管理商业银行定期存款,本期操作量1000亿元,期限1个月(28天),起息日为2018年12月7日,到期日为2019年1月4日(遇节假日顺延),面向中央国库现金管理商业银行定期存款业务参与银行进行利率招标。

这是10月份以来,财政部、央行首次开展此类操作,也是历史上首次开展1个月期中央国库现金定存操作。以往,此类存款的期限较多是3个月,也曾经出现过6个月、9个月的存款。比如,今年开展的前11期操作,期限均为3个月;最近一次操作开展于9月21日,当期3个月中央国库现金定存的利率为3.71%。

不难发现,此次招标的1个月期存款利率比9月份的3个月期存款利率高出不少。进一步看,本期存款利率比目前市场上同期限的货币市场利率也要高出不少。12月7日,1个月Shibor报2.83%;1个月期银行间债券回购利率约为3.23%;1个月期的股份行同业存单发行利率则为3.08%。

值得一提的是,国库现金定存与普通存款一样需要交存法定存款准备金,商业银行拿到国库现金定存后并不是全部可用于投资,实际资金成本比4.02%还要高。

国库现金定存利率是市场化招投标的结果,直接受市场供求关系的影响,而本期存款利率定得高,说明一些商业银行对本期存款存在强烈的需求。

那么,为什么这期国库现金定存如此吃香?国库现金定存其实一直都较受商业银行的欢迎,因为它是批发性的存款,每次招标量都在数百亿甚至上千亿元的规模,是银行获取大额存款的一个重要途径。本期存款的期限设计,也在一定程度上提升了对银行的吸引力。

本期国库现金定存期限跨年末,这很关键。年底是重要的考核时段,出于应对监管考核、美化报表等考虑,银行一般会加大揽储力度。此外,市场上普遍存在一种看法,央行会在春节前再次降准,因此机构对于长期限资金的需求反倒不是特别强烈。本期国库现金定存期限只有1个月,但跨年末,很对银行的胃口。

当然,本期国库现金定存利率如此高,也反映出部分银行仍存在考核达标或筹措跨年流动性的压力。从10月份开始,同业存单利率连同3个月Shibor一路走高,也传递出市场对年底监管考核的担忧情绪。从这个角度看,对年底流动性不宜过度乐观。资金面能否平稳跨年,关键仍取决于央行货币政策操作。

券商:5G将是下一阶段通信行业投资主线

□本报记者 王朱莹

受三大运营商正式获得全国范围5G中低频段试验频率使用许可消息提振,5G板块在遭遇短期冲击之后出现反弹。业内人士认为5G预计能撬动4万亿投资,将是贯穿通信行业下一阶段投资主线。

5G建设发令枪打响

12月6日,三大运营商正式获得全国范围5G中低频段试验频率使用许可。受此消息影响,5G板块出现反弹。Wind5G概念指数数昨日上涨1.75%。概念股中,东方通信涨停,盛路通信涨7.5%,新易盛、日海智能上涨逾6.34%。

“从5G产业化流程来说,确定频谱是5G产业化的第一个环节,可谓5G建设发令枪。频谱分配正式确定后产业链各环节将持续进行设备样品生产,大规模实验网和试商用网建设。随着设备定型,5G商用牌照也将正式发放。”财通证券分析师李宏涛认为,此次频谱分配与前期市场预期一致,将技术与产业链成熟、总体成本更低的3.5GHz频段分配给弱勢运营商,让移动承接技术相对不成熟、建站成本相对更高的4.9GHz频段,平衡各方实力和竞争;同时支持TD继续发展,利用移动技术和资金实力开发2.6GHz频段,通过4G现有站址和TD设备的复用快速实现5G广覆盖。

有望撬动万亿投资

工信部科技委常务副主任、中国电信集团科技委主任韦乐平表示,5G时代频段高移,为解决覆盖问题,基站数将大幅增加,这将使得光纤、光模块等用量大幅增加,空间广阔。5G的投资量级大约在1.2万亿元,是4G时代的1.4倍左右,按照带动系数3.33计算,预计能撬动4万亿投资。

进度方面,李宏涛预计2019年Q1市场将有5G终端面世,运营商将明确组网和实验网建设方案,Q1-Q2开始实验网集采和建设。2019年铁塔、无线侧开始建设,但是规模不大,预计有10万基站。5G建设强度集中在2020-2022年,预计占总建设强度的60%左右。

李宏涛认为,频谱决定了5G的技术方案、组网策略、投资规模,是5G核心变化,也是市场增量来源。在量价齐升的推动下,预计5G频谱发放后仅5G天线就将有千亿级增量市场。另外,在4G的移动通信投资中,主设备商投资占比始终维持在70%-80%,在5G建设中主设备仍然是投资重点和盈利核心。

华泰证券分析师陈歆伟表示,5G将是贯穿通信行业下一阶段投资的主线,2019年全球5G商用,我国5G也将启动预商用,预商用网络建设有望带来资本开支边际改善,并驱动行业盈利能力回升。细分板块来看,围绕运营商资本开支结构,无线相关的移动主设备商受益性强,同时5G传输网新建将带来设备升级机遇,推动相关领域景气持续。

■市场连线

张华伟:去库存周期下工业品跌势未完

□本报记者 张利静

库存周期,是当经济发展到某个阶段时产生的供给和需求冲击所造成的具有规律性的库存波动。该指标可用来分析行业的市场环境和景气度。本报记者特邀东吴期货有色研究员张华伟对当前工业品库存周期及该阶段投资机会进行分析。

中国**证券报**:如何看待当前的工业品库存周期?

张**华伟**:库存周期中,一般补库存时段在28个月左右,去库存时段在12个月左右。工业品原材料方面,一般来说被动去库存(复苏)期间,大宗商品价格上涨;主动去库存(衰退)

期间,大宗商品价格下跌;主动补库存(繁荣)期间,大宗商品价格上涨;被动补库存(滞胀)期间,大宗商品价格下跌。但是我国政府经常进行逆周期操作,和全球经济周期往往不相匹配,而大宗商品目前国内外价格相关性越来越强,导致我们看到的大宗商品价格变化与我国经济周期有时不完全匹配。

从2016年7月开始,中国经济进入了补库存阶段,伴随着工业品原材料价格整体上行。截至2018年9月的28个月,文华工业品价格指数从105.6上涨到169.3,涨幅为60.3%。这一轮上涨,与居民加杠杆进行资产购买(主要是房地产)和消费(汽车、家电)等有关,同时供给侧改革加剧了供需矛盾,放大了工业品原材料

个国家的伊朗原油进口的豁免是主要原因。钢铁价格回落的主要原因是采暖季限产不及预期,钢产量不断创新高,加上四季度钢铁消费淡季逐步来临。从共性角度看,市场对于2019年经济放缓,需求预期差是主要原因。但目前来看,原油价格跌至50美元附近,一方面对于页岩油的产量会产生抑制,另一方面OPEC也会重估减产预期。而冬季是美国取暖油消费旺季。钢铁方面,目前期现价差大,从远期价格来看进一步下跌空间有限,总体上未来这两个品种将会弱势震荡为主。

中国**证券报**:股票市场方面,沪指自2449点反弹以来,三大股指震荡不前。展望2019年,市场有哪些投资机会?

孙**敏涛**:中国经济正在经历新旧动能转

□本报记者 马爽

金瑞期货研究所所长孙敏涛昨日接受中国证券报记者采访时表示,A股目前资金泡沫、估值泡沫已经缩小,本身股市的调整和出清就是在创造好的投资机会。2019年投资机会可关注三方面:回归价值投资,需求不断扩大的民生领域、新兴技术能够得以应用的细分领域。

中国**证券报**:近期大宗商品期货价格持续下行,尤其是龙头品种原油和螺纹钢表现最为突出。背后原因是什么?行情如何演绎?

孙**敏涛**:这两个上半年比较强势的品种近期的下跌有自身的因素也有宏观上共性的因素,自身因素方面,原油价格下跌,美国对于8