



2018年12月10日 星期一 编辑:李菁菁 美编:马晓军

中国证券报

把握A股投资机会

年底有望开启估值切换行情

□本报记者 许晓

12月9日，“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”在重庆举行。本场活动由中国建设银行和中国证券报主办，并由荣获“金牛基金管理公司”的万家基金承办，现场吸引到超过百余名投资者参与。

会上，中国建设银行重庆市分行个人金融部副总经理黄昊表示，建设银行作为国内资本实力最雄厚的国有银行之一，已经成为具有强大综合竞争力的国有银行之一。一直以来，建设银行坚持以客户为中心，以市场为导向，积极履行社会责任，致力于为广大客户提供最优质、最全面的金融服务。

活动中，中泰证券首席经济学家李迅雷发表演讲表示，中国传统整体增速放缓，但并不

排除存在结构性投资机会。在整体行业“蛋糕”增长放缓甚至缩小的背景下，生存压力会加速行业内部的整合，最终是“剩者为王”，尤其是行业中大的龙头企业。权益类资产方面，A股大公司的估值水平已低于美股，增配A股的核心逻辑在于，估值对收益率的贡献将缩小。从长期来看，仍看好中国高端产业，尤其是新经济领域。

万家基金总助兼投资研究部总监莫海波在演讲中表示，当前市场处于下跌尾声，向下空间已经不大。政策底已经到来，当前A股估值已经处于近几年低位，年底估值切换行情有望开启。市场有较大概率走出当前的底部运行区间，中间也可能会有磨底和探底的过程，整体对明年的行情比较乐观。在投资机会上，短期看好低估值的金融、地产，中期关注泛消费的食品饮料、医药等，中长期看好高端制造、新能源、5G等个股。



中泰证券李迅雷：增配权益类资产 把握行业集中度提升机会

□本报记者 李良

在“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”重庆站上，中泰证券首席经济学家李迅雷表示，从各种大类资产配置来看，宜适度减配人口净流出地区房地产，增配绩优的权益类资产。他指出，近期国内房地产销量出现负增长，2019年商品房销量将持续负增长。而权益类资产方面，A股大公司的估值水平已低于美股，增配A股的核心逻辑在于，估值对收益率的贡献将缩小。

低估值带来新机会

回顾过去十余年的A股情况，李迅雷指出，企业盈利增速才是A股上涨的最大来源，与美股不同的是，通胀对盈利增速的贡献远远低于实际盈利增速，而与美股相同的是，盈利增速都具有很强的波动性，估值对A股的贡献为负。

站在目前时点，李迅雷认为，又到了可以增配权益类资产的时候，最重要的理由在于，A股估值水平较低提供了更好的买点。李迅雷表示，将A



股与美股进行比较，不同业绩水平下，A股估值较高，相对便宜的是连续10年或者至少8年ROE在10%或15%以上的公司；剔除估值较低的银行业后，A股公司盈利处于阶段性低位、重资产属性的公司偏多或有影响。而从历史时间轴上观察，中美高ROE公司的估值趋势反向变动：剔除银行股后，A股中高业绩确定性公司近10年来估值中位数持续走低；高业绩确定

性的美股估值中位数则持续走高。

而对于A股下一阶段的投资方向，李迅雷认为，长期仍看好中国高端产业，尤其是新经济领域。他指出，中国经济增速换挡的同时，新经济领域也在崛起。今年前三季度信息技术业增加值累计增长31.2%，对比房地产的4.4%、建筑业的3.7%和金融业的3.7%，新经济对GDP的支撑作用明显。另外今年尽管社消零售增速在下滑，但消费支出对GDP的拉动却从去年的4.1%提高至5.2%，服务业的消费或在增加。“过去企业投资周期性行业盈利更多，未来经济的机会在于新经济领域。”李迅雷说。

李迅雷同时指出，2019年，处在上游的A股上市公司和中下游公司的净利润占比可能逆转。而从各行业净利润占比来看，2017年占比明显提升的主要是受益于供给侧改革的行业，如采掘、钢铁、机械设备、化工；而2017年净利润占比下降较明显的行业有银行、公用事业、传媒、农林牧渔。

李迅雷还提醒投资者，在增配权益类资产的时候，要注意把握行业集中度提升的机会。他表示，传统经济整体增速放缓，但不排除存在结构

性投资机会，尤其是在整体行业“蛋糕”增长放缓甚至缩小的背景下，生存压力会加速行业内部的整合，优胜劣汰，最终是“剩者为王”，尤其是行业中大的龙头企业。

GDP将守“六”

对于下一阶段中国经济的前景，李迅雷表示，从中国经济的“三驾马车”情况来看，外贸出口已经到了一个减速增长阶段，中国出口占全球的份额很难再提升，而中国提高出口商品的附加值需要提升核心竞争力，这难以一蹴而就，因此，如果GDP增速要守住6%的底线，就需要在投资和消费上下功夫。

李迅雷指出，从当前经济形势来看，在紧信用的环境下，经济增速大幅下行。三季度GDP当季同比增速降至6.5%，顺差收窄导致净出口连续三个季度对GDP都是负向贡献。10月固定资产投资累计增速降至5.7%，社消零售当月实际同比增速降至5.6%。

李迅雷进一步指出，从投资方面来看，地产投资难以回到强刺激模式，小城市调控收紧是大势所趋，预计2019年房地产投资增速或现减半增

长；今年上半年城投公司的有息负债规模只增长3万亿，不到去年的一半。他认为，在此背景下，2019年基建投资略有发力，但受制于隐性负债规模，力度相对有限，基建投资增速难以回升至10%上方；在总需求下滑的背景下，企业盈利或有恶化，制造业投资稳中趋降；整体固定资产投资将降至5%以下。

李迅雷认为，当前中国呈现较为明显的存量经济特征，体现在如客流量下降、流动人口减少、大城市化进程加快、中小城市呈现人口净流出、货物流的增速下降、社融增速和M2增速下行等各种现象上。李迅雷认为，人口流、资本流、货物流的这些变化，决定了中国经济增速近些年下滑并不是简单的周期性的，而是结构性的，未来或仍将持续。

李迅雷同时给出了2019年的政策建议，具体包括四个方面：第一、增大政府扶持新兴战略性产业的力度，做大做强新动能；第二、增加基础研究和应用研究在R&D中支出比重；第三、中央政府加杠杆，大幅度减税降费，以降低企业成本；第四、支持民营企业，与国企改革结合起来。

万家基金莫海波：未来几年有望铺垫A股长牛行情

□本报记者 许晓

12月9日，在“2018年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”万家基金重庆专场活动中，万家基金总助兼投资研究部总监莫海波表示，政策底已经到来，年底估值切换行情有望开启，长期上对A股市场持乐观观点，未来几年有望铺垫A股长牛行情。

各个市场都朝着高质量发展

对于中国经济前景，莫海波表示，预计GDP增速将继续走弱。原因在于，一是近期被动补库存迹象明显，而且库存增速处于几年以来的高位，有去库存压力。二是出口面临回落压力。全球PMI在持续回落，韩国等出口导向型经济体出口已经回落。

谈到当前中国宏观经济环境和货币环境，莫海波表示，资金需求系统性下降，将导致社融易降难升，为无风险利率中期下行创造了条件。由于缺乏货币的吸收器，宽货币向宽信



用的链条不容易通畅。

“如果信用起不来，政策将被迫继续宽松。我们将出现类似于美国2009年以来出现的情况。”莫海波指出，2008年次贷危机之后，美联储陆续推出四轮QE，直到美国信贷缓慢恢复。对我们来说，这意味着货币政策可能宽松持续的时间较长，流动性

环境会比较宽裕。

面对市场关心的地产周期问题，莫海波表示，当地方政府不再有投资冲动时，土地财政问题才能得到根本性缓解，从而对地产周期产生影响。地产才是典型的金融周期中最重要一环，金融与地产相互作为抵押器与加速器。对于地产周期，当前正处在本轮超级繁荣周期的中后期，未来一旦地产周期发挥作用，将引领金融周期继续向下。“目前市场普遍期待的，最有潜力支持经济向上的动能是基建。”莫海波表示，和历史不同，本轮稳增长受多方面限制。稳增长可能会有所作为，但向上弹性总体有限，改变经济方向可能性不大。

人民币汇率方面，莫海波认为，人民币汇率最重要的锚仍然是美元指数。短期略有贬值压力，大幅贬值可能性不大。中长期，预计人民币汇率将呈现双向波动走势，升值和贬值可能交替出现，波动将显著增加，需要改变过去的单边趋势思维。

“从经济到政策，再到市场，所有

这些变化背后有一个基本特征：减少扭曲，回归正常化。可以说，我们正走一条正确的道路上，各个市场都朝着高质量发展前进。”莫海波在演讲中说到。

对明年行情偏乐观
战略性看多A股

回顾2018年市场，莫海波表示，前三季度A股从最高接近3600点下跌已超过1000点，一季度震荡下跌、二季度下跌加速、三季度底部震荡。从板块上看，银行、休闲服务、钢铁、非银跌幅最大，综合、电子、传媒、有色跌幅最小。

“从全球市场2018年以来的表现来看，A股跌幅遥遥领先全球主要股市。”莫海波指出，下跌主要是受国际大环境影响，另外，经济下滑、债务违约、信用风险提升、股票质押等平仓风险等都使市场预期一度非常悲观。

对于短期行情，莫海波判断，前三季度市场跌幅较大，风险快速释放；当前市场处于下跌尾声，向下空间已经不大，但大的行情来临尚待以时间来换空间。因为政策底已经到

来；公募基金持股集中度进一步提升。今年以来A股回购金额创历史新高，上市公司回购力度越来越大。当前A股估值已经处于近几年低位，年底估值切换行情有望开启。

“展望2019年，市场有较大概率走出当前的底部运行区间，中间也可能会有磨底和探底的过程，整体对明年的行情比较乐观。”莫海波表示，经济下行压力，市场提前反应，政策积极对冲平缓经济下滑；A股估值正处于历史底部，外资积极配置，公司回购增加；高层高度重视，改革加速推进，修复悲观情绪；这些都是有利因素。不过，也要注意经济超预期下行、美股大幅调整等风险。

“战略性看多A股，未来几年有望铺垫A股长牛行情。”莫海波表示，看好中国改革红利的继续释放，看好经济转型成功，创新能力将得到提升。基于以上预判，在投资机会上，短期看好低估值的金融、地产，中期关注泛消费的食品饮料、医药等，中长期看好高端制造、新能源、5G等个股。