

近日,A股行情反复在沪指3000点附近徘徊,似乎市场多空力量陷入均衡对峙的状态。其实,A股第一次到达3000点位置的时点是在2007年,距今超过12年的时间。在这12年中,A股经历了接近三轮的牛熊行情转化,出现了三个重要市场底部:1664点、1849点和2440点。笔者认为,未来A股市场在沪指3000点附近波动的周期将缩减,3000点对A股未来行情的支撑力将逐步显现,A股行情继续向好的形势依然乐观。



新华社图片

# A股市场重心向上动力增强

□英大证券首席经济学家 李大霄 英大证券研究员 郑羿

## 市场底部位置不断抬高

其实,从12年来的A股三个重要底部来看,沪指1664点、1849点和2440点的底部位置都是不断抬高趋势,因此,随着时间的推移,A股未来底部向上概率依然乐观,沪指3000点则很有希望成为重要支撑位。

此外,从12年来的A股行情表现来看,在2015年的牛市之前,A股行情处于3000点以上的周期时段要短于在3000点以下的时段。因此,从沪指1664点至1849点的交易时段内,沪指3000点往往表现市场重要阻力位。而在2015年之后,A股行情处于3000点以上的周期时段要明显长于在3000点以下的周期,沪指3000点逐步表现市场重要支撑位。显然,在2015年的牛市前后,A股蓝筹品种的市场表现也有所不同,蓝筹股的估值水平由低位逐步回升,因此,市场重心向上的动力增强,底部位置也不断抬高。

## 蓝筹股估值仍具吸引力

沪指1664点至1849点之间,A股蓝筹板块的重心在低位弱势波动,蓝筹股往往难以成为A股投资者的市场偏好。在沪指1849点,沪深300板块和上证50板块的市盈率分别为8.54倍和7.76倍,市净率分别为0.67倍和0.63倍;而在沪指1664点,沪深300板块和上证50板块的市盈率分别为12.58倍和12.72倍,市净率分别为1.96倍和2.02倍。显然,在此阶段,蓝筹股的估值水平呈现逐步下探的趋势。而具有高成长性的中小盘股往往被市场给予较高的估值水平,并且中小盘股的高估值在此后的沪指5178点高位达到峰值状态。

从沪指1849点开始,A股蓝筹品种重心开始逐步上移,估值水平逐步回升。在沪指2440点、2733点和当前的3000点附近,沪深300板块

的市盈率分别为10.33倍、11.15倍和12.06倍,市净率分别为1.09倍、1.15倍和1.50倍;上证50板块的市盈率分别为8.33倍、9.31倍和9.7倍,市净率分别为0.95倍、0.96倍和1.22倍。

蓝筹股股价走强的同时,业绩表现也好于A股市场平均水平。2019年上半年,全部A股、沪深300板块和上证50板块的营收增速分别为12.65%、15.84%和18.90%,而这三个板块扣非后净利润增速分别为8.44%、10.89%和25.95%。所以,即便是在沪指3000点附近,低估且绩优A股蓝筹品种仍具有较好投资吸引力。

## 市场化改革有力推进

市场化主要作用在提升资源配置效率,促进优胜劣汰的正向循环。目前,A股市场化改革有两点比较突出:一是在设立科创板的同时试点注册制,二是证券市场的设立进一步对外开放,逐步取消合资券商的外资股比限制。设立科创板并试点注册制是今年中国证券市场重要工作项目。从设立初期的表现来看,科创板股票上市对主板的影响较小,主板交易量也并未出现明显回落迹象。尽管科创板股票上市估值水平高企,但股价大幅波动的情况受到控制。由此可见,在当前证券市场发展环境下,科创板的设立进一步完善了国内多层次资本市场结构,更好地支持了实体经济发展。

试点注册制是国内证券市场的一项重要改革。尽管注册制试点初期相关的流程和审核机制仍有磨合发展的过程,但是此举改善了原有发行体系下的不完善情形,强化证券市场持牌机构对拟上市公司保荐责任,有利于融资者和投资者利益的平衡,有利于一级市场和二级市场的平衡,有利于引资速度和融资速度的平衡。

开放国内证券市场不仅仅是引入更多海

外金融资本参与资本市场发展,同时也将引入成熟金融市场的发展理念。国内许多合资格券商的外方股东多有数十年甚至上百年的发展历史,有着对金融本质深刻的认识,有着国际金融市场竞争发展的经验,有着雄厚的资金实力和先进的金融科技能力。显然,若一味封闭保守,国内金融机构是难以适应国际金融市场发展要求,也难以较好地与国内实体经济跨国发展提供金融支持。从改革开放的经验来看,只有接受竞争,认识到差距,才能砥砺前行,获得更好的发展。国内证券市场参与者实力的壮大才有利于证券市场本身持续稳定向好发展。

## 推动市场估值中枢上升

2019年,国内金融市场改革发展任务繁重,同时一些外部不确定性因素也影响着A股市场表现。为了顺利推进国内金融市场各项改革,维护证券市场稳定发展格局,根据中央“六稳”政策部署中的稳金融要求,一系列金融利好政策陆续出台。

9月上旬,证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会,其中明确提出要推动更多中长期资金入市,具体措施包括:强化证券基金经营机构长期业绩导向,推进公募基金管理人分类监管;推动放宽各类中长期资金入市比例和范围;推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。

截至6月底,18个委托省(区、市)签署的8630亿元地方基本养老保险委托投资合同中已有7062亿元到账投资运营。截至7月末,保险资金权益投资余额约为2.2087万亿元,占保险资金运用总余额的比例约为11.36%,距离30%上限还有很大空间。银保监会表示鼓励保险公司使用长期账户资金,增持优质上市公司股票和债券,拓宽专项产品投资范围。

此外,5家国有大行理财子公司均已开业,

11家银行获批筹建理财子公司,22家银行成立理财子公司计划待批准,而相关银行涉及的理财产品总规模接近20万亿元。背靠银行的雄厚实力和广泛客户资源,银行理财子公司在巩固传统债权类和非标类资产投资优势的基础上,将通过与券商和基金公司的合作在股票投资上有所作为。因此,A股市场中长线资金入市规模仍将持续增长,进而推动市场估值中枢逐步上升。

## 多因素促进外资流入

今年以来,全球已有30个国家货币当局宣布降息。面对全球经济增长放缓预期,国际资本避险情绪高企,美国10年期国债收益率快速下探至1.74%,而德国10年期国债收益率则只有-0.5%,已有约15万亿美元债券收益率为负数。显然,避险情绪高企推高了债券的估值水平,进而债券回报率大幅下降。因此,新增避险资金或继续买入这些低回报率的债券,或调整风险偏好,挖掘低风险且业绩优良、回报丰厚的资产。若风险等级偏高优质资产在资金的支持下有更好的业绩表现,那么留守在低回报率债券当中的资金也会重新审视其资产配置结构,这样低估优质资产价格将继续上涨。目前,国际指数公司积极扩大对A股的配置比例,而A股低估且绩优蓝筹品种投资吸引力明显上升,因此,在全球流动性宽松潮下,外资将持续流入A股蓝筹品种,进而推动A股市场重心上升。

综合来看,目前A股市场正处于蓝筹股估值重心上移的周期,蓝筹板块业绩表现优异,直接受益于中长期资金流入和外资持续增持,间接受益于A股市场化改革的不断推进,未来沪指3000点将由阻力位转变为支撑位,因此,在沪指3000点之下的低估绩优蓝筹股的投资机会应该受到重视。

# 破产重整应重视债权人利益保护

□北京博星证券投资顾问有限公司  
副总裁 杨光华

近两年来,随着市场和金融环境的变化,一批企业陷入财务困境,负债累累,经营难以为继,其中不乏一些知名企业。这些企业中,有的属于缺乏竞争力,产品和服务不符合市场需求,已经丧失经营价值;有的企业仍具有技术、品牌、销售渠道等竞争优势,只是由于债务负担过重,现金流枯竭,导致经营危机,如果妥善解决了债务问题,企业仍有经营价值和再生希望。对于前者,依法破产、通过市场化和法治化的方式退出,实现资源的重新配置,可能是其最终出路;对于后者,通过破产重整对企业债务、股权结构和业务进行重组,则可能使企业获得新生,实现利益相关方的多方共赢和社会利益的最大化。

2007年新《破产法》实施以来的司法实践证明,破产重整在挽救有重生价值的危困企业、提高资源配置效率、促进经济结构调整方面发挥了重要作用,但也存在一些值得关注的问题。通过对富贵鸟股份有限公司重整失败的案例进行分析,可以使我们获得一些有益的启示。

富贵鸟是位于泉州石狮的一家知名制鞋企业,2013年12月在香港交易所上市。2017年以来,公司出现业绩下滑、债务违约,经债权人申请,泉州中院于2018年7月裁定受理富贵鸟重整一案,指定富贵鸟清算组担任管理人。管理人负责制定重整计划草案并于2019年4月25日提交,经过以书面方式召开的债权人会议投票表决,未获通过;管理人对重整计划草案进行了调整,于2019年6月29日第二次提交债权人进行书面表决,仍未获通过。管理人随后向泉州中院提交了强制批准富贵鸟重整计划草案的申请,但泉州中院于2019年8月24日裁定驳回管理人申请,并终止富贵鸟重整程序,宣告富贵鸟破产。至此,富贵鸟重整失败。

实际上,破产重整是为挽救企业而对债权人、股东等相关方的利益进行重新调整的过程,经过充分的市场化利益博弈,债权人、股东等利益相关方均做出让步,重整成本由各方共担,重整成功的收益惠及各方,最终达成的重整方案才可能被各方理解和接受。为了制定出一份合格的重整方案,主导破产重整的工作团队既要有专业律师,又要有具备并购重组、破产重整经验和能力的投资银行专家。工作团队经过与债权人、股东、重整投资人等各方多轮沟通后,充分运用专业化的投资银行工具和手段,为各方利益诉求量身定做出一系列安排,才可能制定出一个体现各方诉求、利益平衡、被各方认可和接受、可操作实施的重整方案。如果重整工作团队组成单一,专业能力不足,不懂或不屑与债权人、股东等进行沟通,机械理解《破产法》条文,提交的重整计划草案不能反映债权人的正当利益诉求,债权人不同意就申请法院强裁,这样的破产重整将严重损害债权人利益,破坏市场信用环境,造成广泛的负面影响。

在破产重整中不重视债权人利益保护、滥用强裁的情况已引起国家有关部门的重视,十三部委日前联合印发了《加快完善市场主体退出制度改革方案》,提出要“明确强制批准重整计划的审查标准和法律依据,规范法院对重整计划的强制批准权”。为提高重整工作团队的专业能力,提出“建立吸收具备专业资质能力的人员参与重整企业经营管理的机制,促进重整企业保持经营价值”。

富贵鸟重整失败案例给了我们如下启示:重整工作团队的专业能力对重整成败影响巨大,如果不能制定一份合格的被债权人、股东、重整投资人等各方理解和接受的重整方案,本来可能得到挽救的企业将不得不破产清算;漠视债权人利益诉求,不做艰苦和充分的沟通工作,意图通过法院强裁批准重整计划的道路越来越难以走通。

我国供给侧结构性改革正在深入推进,一批不具备市场竞争力、丧失经营价值的市场主体要退出,一些陷入财务困境、但具备挽救价值和可能的企业需要通过破产重整进行挽救。及时纠正破产重整中出现的一些不良倾向,可以更好发挥破产重整的作用,服务国家调整经济结构、实现高质量发展的大局。



新华社图片

# 完善“保险+期货”模式 助力精准扶贫

□辽宁证监局高级经济师 王博

2016-2019年,“保险+期货”连续4年被写入中央一号文件。同时,证监会指导期货交易所稳步扩大“保险+期货”的试点规模和覆盖范围,利用专业优势做好精准扶贫,取得了较好效果。不过,在项目探索创新的过程中也遇到了诸多问题与挑战。为此,笔者建议中央财政承担“保险+期货”项目直接补贴比例80%以上,进一步降低农民自缴保费比例,设立气象指数类期货衍生工具,提高地方政府参与的积极性,更好扩大农民参与比例等,以深化、完善“保险+期货”,发挥期货市场专业优势,助力国家的精准扶贫战略。

## 存在问题与挑战

“保险+期货”服务“三农”的基本模式是:保险公司基于期货市场上相应的农产品期货价格和所投保地区的产量数据,开发农产品收入险;农民或农业企业通过购买保险公司的农产品收入险,规避相应价格风险以及产量风险,确保收益;保险公司通过购买期货公司风险管理子公司的场外看跌期权产品,以及通过自身农作物产量再保险渠道进行再保险,以对冲农产品价格下降和农作物减产可能带来的风险;期货公司风险管理子公司在期货市场进行相应的复制看跌期权操作,进一步分散风险,最终形成风险分散、各方受益的闭环。

不过,在项目探索创新的过程中也遇到了诸多问题与挑战。一是涉及范围有限。这种模式能够更加成功地运行,依赖于这个模式中的被保产品在期货市场上有对应品种,但由于目前上市的期货品种还不够完善,很多产品并不

能运用这个模式进行避险。再加上由于某些产品的产量和交易量较小及不耐储存等因素,约束了这个模式具体的使用范围。

二是国内期权品种的缺失提升了交易成本。通过购买国外的期权品种来对冲期货价格的波动需要支付更多的手续费,与直接运用国内期权合约相比,加大了运行成本。这也是制约我国“保险+期货”精准扶贫模式进一步发展的主要原因。

三是我国农产品期货市场发育不完善。期货市场的规范运行为“保险+期货”模式的顺利开展提供保障,如果要提升这一模式的运行效果,在价格权威的同时还需要交易更加高效,这样保险公司才更容易进一步健全保险体系。

四是在保险赔付周期设定时,与期货交易周期很难达到全覆盖。这使得保险公司是在进行理赔时有一定困难,时间差的计量也是要考虑的一个问题。同时保单的合约是对实际价格的连续性波动予以理赔,期货合约并不一直都是连续的。这使得在实际赔付过程中产生错配,同时也进一步降低了这一体系的运行效率。

五是保险与期货操作流程不同,导致进场时点难以掌控。在银保监会审批、保单出具以及捐赠和赔付的定性等环节,都涉及两套体系不同的理解和界定,在项目推进过程中对进场对冲时机、赔付率的认定等都会产生影响。提前行权的机构与人员难以确定。为尽可能提高赔付比例,有的“保险+期货”项目采用了可提前行权的亚美式结构,但实际操作过程中难以确定最为合适的负责行权的机构或代表。

## 六方面完善模式

为进一步完善上述模式,笔者认为应从以

下六方面着手:

第一,该模式是在有对预期期货合约的前提下才得以实现的。因此为了更好地实现该模式,应尽快推动期货新品种的研发和面市。一是将大型牲畜作为期货产品面向市场,如即将面市的生猪期货。二是蔬菜水果类。虽然这类产品存在不易长时间保存的缺点,但其中也不乏具有成为期货品种条件的成员,比如当前已面向市场的苹果期货。三是重视农业副产品的期权问题。继续优化已有的白糖、豆粕期权合约,同时高度重视其他农产品期权合约的面市和方案设计。四是将天气类衍生品一并纳入研究范围,极端天气也是农产品价格面临的一大问题,天气衍生品的推出可为相关保险产品的设计和保险公司规避大灾风险提供一条途径。

第二,完善保险合同设计。首先,保障水平可按生产规模采用阶梯式分级设置保费,降低种粮大户或是合作社的保费支出成本。其次,提升涉农保险的保障能力。这不仅仅局限于对农产品收成利益的保障,还应把范围扩大到该产品的原料支出上。第三,优化保险的赔付周期。当前保险赔付主要关注的是农产品的生产周期,并没有与相应的期货合约的交易时期严格对应,如将两者结合起来约定保险的赔付期限,则可以使得理赔难度大幅减少。第四,进一步降低农民自缴保费比例。

第三,降低保险公司运作成本。例如,引入银行信贷资金支持。利用借贷公司的资金来源减轻保险公司购买看跌期权的交易成本压力;减轻政府部门应增加资金补助。在相同的成本条件下,此举可以稳定保险公司的保险费用来源,增加期权产品种类。推行农险共同体。

以共同体的方式集体购买期货公司的看跌期权产品,这样就能够分散各自承担的风险,还可以降低保险公司的运营成本,有助于“期货+保险”模式更好地发挥其功能和降低农产品的价格风险。

第四,积极培育农产品期货市场主体。与发达国家相比,我国只有少数投资者参与农产品期货市场。因此,应提高国有粮食企业、粮食进出口企业、加工企业等在期货市场的保期保值参与度,呼吁其积极加入期货市场。还应把握当下我国期货市场主要由散户组成的实际情况,想方设法增加企业型参与者,改变市场的单一化现状,降低市场过度单一的风险,保证期货市场的稳定性。

第五,借鉴国外经验理念为我国“保险+期货”精准扶贫服务。包括构建合理的农作物价格体系,为保险合同的价格设计提供权威有力的数据支持,提高价格设计的科学性,使保险标的价格能够更好地与期现价格结合起来;建立健全政府财政补贴机制等。

第六,加强与政府部门及市场各方的沟通联系。包括加强与主管部门沟通,简化审批流程,把握进场时点;加强保险和期货行业间的沟通交流,在产品设备案、目标价格确定、进场对冲交易、到期了结赔付等多个环节构建有效对接机制,提高沟通效率,降低沟通成本;加大与地方政府、合作社、农户等参与主体的沟通,协助政府部门建立相关职能部门或指定机构,作为代表负责行权,最大限度保障农户的利益;多渠道引入补贴来源,建议中央财政承担“保险+期货”试点项目直接补贴比例80%以上,系统形成中央财政承担大部分补贴比例的可持续稳定发展政策,以实现更好的赔付效果。