

內地處結構調整周期 貿戰美加息增添挑戰 經濟轉型攻堅 A股牛市難期

互聯互通大幅擴容、226隻大盤股被納入MSCI新興市場指數、獨角獸陸續回歸，今年上半年A股新氣象高潮迭起，卻未能阻擋滬深指數連創新高。尤其進入5月之後，內地投資者被熊市思維主導，任何利好經「悲觀主義」發酵，均變質為「利空」，真正的「利空」則被放大，導致市場加速下跌。有分析師直言，此輪急挫後A股下跌趨勢已經形成，即使三季度迎來震盪反彈，料四季度很快又陷入調整，直至2019年下半年前，滬綜指都會反覆考驗2,638點熔斷底線，期內A股不可能存在牛市進程。

■香港文匯報記者
章蘿蘭 上海報道



下半年A股市場面臨的主要風險

- 去槓桿政策執行失度
- 房地產超調
- 貿易摩擦升級
- 股權質押風險仍有待釋放
- 新興市場或歐元區動盪加劇

註：據中金公司研報 整理：記者 章蘿蘭

上證綜指從今年高位跌逾700點

6月28日 低見2,786點

6月29日 報2,847點

華安證券財富管理中心上海副總經理、首席投資顧問石建軍接受香港文匯報採訪時表示，A股之所以出現如此難堪的走勢，表面原因是在資金有限的背景下，市場對將紛沓而至的獨角獸和CDR存託憑證的大量發行頗為恐懼，但根本內因，在於中國經濟及股市正處在歷史性結構性大調整周期。

股市難有資金大幅流入

「有人總拿A股的平均市盈率已經低到多少、得出內地股市已被過度低估的結論，但A股不是看平均市盈率就可以估上去的。」石建軍直言，即使未來A股中位數市盈率進一步下降，最終市場的啟動還是要靠經濟結構的改善，以及貨幣政策的持續性鬆動，但上述兩個條件在世界貿易摩擦越來越多，以及美聯儲不斷加息的背景下，根本不會在短期內得到改變。

在他看來，二季度以來A股重挫，並已形成下跌趨勢，即使是定向降準亦無法解決根本問題，因其釋放的流動性主要用以支持債轉股與小微企業，與股市直接關係不大，且在引導資金脫虛向實的方針下，A股不可能迎來資金大幅流入。

自2016年1月的熔斷底2,638點、至今年1月滬綜指盤中一度衝上3,587點，石建軍預計，經過2,638點至3,587點的中級反彈後，必定還會有一個時間跨度約為兩年、磨滅投資者信心的大C浪調整過程要去忍受，「3,587點以來的調整到目前為止僅進行了5個月，市場怎麼可能在這麼短的時間內，消化掉經濟結構調整所必須付出的代價呢？」

利好消化 恐觸「熔斷底」

「現在A股很困難，至少在2019年下半年之前是不可能存在牛市進程的。」不過，石建軍說周線指標目前已是低位，空方繼續向下打壓空間有限，加之政策面暖風，可令市場擔憂的股票質押風險有所緩衝，期內A股或迎來震盪反彈，反彈阻力位大約在3,000點到3,100點，而接下來的四季度很快又會陷入調整，一直到明年下半年，市場都可能會反覆考驗熔斷底2,638點。

私募基金知仁投資投資總監徐磊在接受香港文匯報採訪時指，中美貿易戰、金融去槓桿、經濟下滑等宏觀面潛在的不利因素，已經在上半年部分消化，故下半年滬深股指不會像上半年這般狂跌，下行空間應該不大，大市可能表現為探底、見底或是磨底，期內可能會看到熔斷底2,638點，當然也不會出現拐點形成趨勢性上漲。

但中金公司相對樂觀，據其分析，自市場調整以來，A股的確又呈現出增量資金有限、存量博弈的特徵，風險偏好逐步下降，估值也降低至歷史區間低位，當前成交量或換手率隱含的投資者風險偏好，已跌至較為極端的水平，下半年有改善空間，期間A股市場可能會經歷先抑後揚的過程，新經濟相關的結構性機會與老經濟領域階段性機會的交匯，將是主基調。

機構對A股下半年的看法

機構	看法
中金公司	下半年有改善空間，期間可能會經歷先抑後揚的過程。
東方證券	最悲觀的時候正在過去，積極看多下半年，從全球股市視角出發，A股盈利能力較強，估值和風險溢價水平合理，堅定看好長牛行情。
興業證券	在信用債風險暴露、去槓桿不斷推進，海外資金收緊、中美長期博弈的影響下，料市場流動性環境整體偏緊、風險偏好不時受到擾動，市場總體仍是震盪市格局。
中原證券	目前全部A股平均估值位於2005年以來較低位置，另外宏觀經濟走勢穩健，盈利水平好於當時，若後市風險偏好回升，估值應有進一步修復的空間。
申萬宏源	三季度A股市場的主旋律是夯實底部，四季度反彈或超預期。

整理：香港文匯報記者 章蘿蘭

下半年被機構看好的行業板塊

機構	看好板塊
中金公司	大消費與服務、科技硬件等相關領域，如家電、食品飲料、醫藥、餐飲旅遊、電子、金融中的保險等；階段性配置老經濟領域如煤炭、水泥、化工、部分金屬原材料等。
光大證券	具有成長優勢的消費股，重點關注紡織服裝、餐飲旅遊、剔除白酒之後的食品飲料、醫藥、商貿零售。
興業證券	「大創新」是主線，包括電子(消費電子、半導體)、醫藥(創新藥)、軍工、機械(半導體設備、工業自動化)、計算機(國產化、自主可控)等。
東方證券	把握「消費」+「科技」兩條主線，並重點關注銀行及石油石化板塊的投資機會。
中原證券	仍是消費和製造業升級代表的新經濟。
上海證券	底倉選消費白馬龍頭、銀行、高分紅周期龍頭；交易彈性來自自主創新主線，如5G商用下的物聯網應用場景、生物醫藥、鋰電回收等。

整理：香港文匯報記者 章蘿蘭

獨角獸估值漸回歸合理



■徐磊認為，現時市場的焦點已全轉向獨角獸。



■石建軍稱獨角獸公司估值太高，未來仍需沉澱過程。

「如果連享受到政策紅利的獨角獸概念板塊下半年都沒有行情，那還有哪些其他板塊會有機會？」私募基金知仁投資投資總監徐磊認為，近期市場對獨角獸板塊的冷處理倒是好事情，可能跌出新機會。

A股市場首隻獨角獸藥明康德，上市之初受到投資者強烈追捧，一騎絕塵連創16個漲停板；至工業富聯上市時，熱度就大不如前，3個漲停板後即迅速開板；緊隨其後的寧德時代，雖不至於像工業富聯般慘淡，但亦難追

藥明康德的輝煌，最終止步於8個漲停板。近來，上述三隻獨角獸更是數度暴跌。

估值過高惹監管關注

有「獨角獸基金」之稱的6隻戰略配售基金同樣遇冷，最終共募資約1,000億元(人民幣，下同)，遠遜於最初預計的3,000億元上限，其中機構投資者認購尤為寡淡，當然這可能亦與中證監關注獨角獸估值過高，以及近日小米突然宣佈暫緩CDR相關。

「以前大家都在談金融股、地產股的價值投資，但現在還有多少人在討論這些板塊？」徐磊說，無論大家現在是看好壞，市場的焦點已經全部轉向獨角獸，毫無疑問這將是未來的投資方向。至於醫藥等消費板塊，徐磊倒認為，在

熊市中，被大家普遍看好的行業，機會可能並不大。

不過，華安證券財富管理中心上海副總經理、首席投資顧問石建軍仍然看好以醫藥、食品為代表的消費板塊，因為畢竟是與生活密切相關的剛需，白馬股則可能維持區間震盪，下方雖有估值支持，但畢竟前期已累計過多升幅，向上亦有阻力。

近期調整大 回歸理性

考慮到獨角獸公司近期跌幅較深，石建軍分析，在下半年大市調整過程中，也可能會起到一定托市作用，若上述公司可階段性企穩，也對大市構成利好。不過，在他看來，甫上市時獨角獸公司確實估值太高，未來仍需沉澱過程，令估值逐漸回歸合理。

CDR 或重塑 A股估值

A股獨角獸企業的高市盈率被投資者廣為詬病，但在私募基金知仁投資投資總監徐磊看來，其實是A股唯PE(市盈率)、PB(市淨率)的所謂價值投資理念過於僵化，監管層和投資者都有「恐高症」，CDR或促進A股市場投資風格和估值理念發生重大轉變。

打通A股國際市場估值體系

「在美國、香港等資本市場，對新興行業和傳統行業估值區隔分明，尤其在美股，生物醫藥、新經濟公司100倍、200倍市盈率很正常，但A股對傳統行業與新經濟行業並不加以區分，IPO發行市盈率普遍被限制在23倍以下(寧德時代發行市盈率即為22.99倍)。」他說，CDR相當於打通了A股與國際成熟市場的估值體系，

大家可以看一下在全球視野下，機構投資者究竟如何對中國新經濟企業定位和定價，這同樣會為A股市場存量獨角獸，以及將要上市的獨角獸，提供估值坐標，或對標杆新經濟公司的估值合理性形成支撐。

A股受傳統行業周期股支配

徐磊說，此前小米CDR的推出節奏，的確有些超出市場預期，尤其在6月底資金面緊張時，若選擇下半年適當時機，短期資金面壓力也會有所減小，以後隨着越來越多的獨角獸公司回歸，A股也將蛻變為新興行業主導的資本市場。

他認為，按照現在A股上市公司的結構，其實很難仿效美國做長牛市，因為估



■小米推出CDR的節奏超出市場預期。

據A股主導地位的大多是傳統行業，其中很多是周期股，周期股常常有上有下，不似成長股，可以螺旋形上升，所以哪怕這些新經濟公司現在估值較高，但能成長即是王道。

中金：A股看好兩個「升級」

鑒於A/H溢價已經降至近年低位、上半年港股好於A股、A股大消費類公司選擇更為豐富等原因，中金公司認為，下半年A股機會可能略多於港股，並預計期內內地貨幣政策將趨向調整，目前貨幣緊縮的節奏不具備可持續性。

消費升級產業升級大趨勢

在選股方面，中金指其A股行業配置的框架是新老經濟結合，過去幾年持續配新經濟、階段性配置老經濟的策略，創造了較好超額收益。中金建議下半年仍當緊扣消費升級與產業升級大趨勢，儘管宏觀層面的不確定性依然會困擾市場，但消費升級與產業升級依然是內地最確定、最具持續性的趨勢，故應繼續超配大消費與服務、科技硬件等相關領域，如家電、食品

飲料、醫藥、餐飲旅遊、電子等製造業和金融中的保險等。

同時根據市場預期及政策邊際變化，可階段性配置目前估值在低位、供給側調整充分、政策彈性較大的老經濟領域，包括煤炭、水泥、化工、部分金屬原材料等相關領域。另外，科技自主創新、新能源與電動車、提振內需與扶貧、CDR發行推進、三四五線城鎮化深化等可能是下半年值得關注的主題。

最壞時間已過 看好下半年

對下半年走勢最為樂觀的東方證券指出，最悲觀的時候正在過去，積極看多下半年。據其指，從全球股市視角出發，A股盈利能力較強，估值和風險溢價水平合理，堅定看好長牛行情。