

# 内地处结构调整周期 经济转型攻坚 A股牛市难期

互联互通大幅扩容、226只大盘股被纳入MSCI新兴市场指数、独角兽陆续回归，今年上半年A股新气象高潮迭起，却未能阻挡沪深指数连创新低。尤其进入5月之后，内地投资者被熊市思维主导，任何利好经“悲观主义”发酵，均变质为“利空”，真正的“利空”则被放大，导致市场加速下跌。有分析师直言，此轮急挫后A股下跌趋势已经形成，即使三季度迎来震荡反弹，料四季度很快又陷入调整，直至2019年下半年前，沪综指都会反覆考验2,638点熔断底线，期内A股不可能存在牛市进程。

■香港文汇报记者 章萝兰 上海报道



华安证券财富管理中心上海副总经理、首席投资顾问石建军接受香港文汇报采访时表示，A股之所以出现如此堪堪的走势，表面原因是资金有限的背景下，市场对将纷沓而至的独角兽和CDR存托凭证的大量发行颇为恐惧，但根本内因，在于中国经济及股市正处在历史性结构性大调整周期。

## 股市难有资金大幅流入

“有人总拿A股的平均市盈率已经低到多少、得出内地股市已被过度低估的结论，但A股不是看平均市盈率就可以估上去的。”石建军直言，即使未来A股中位数市盈率进一步下降，最终市场的启动还是要靠经济结构的改善，以及货币政策的持续性松动，但上述两个条件在世界贸易摩擦越来越多，以及美联储不断加息的背景下，根本不会在短期内得到改变。

在他看来，二季度以来A股重挫，并已形成长期下跌趋势，即使是定向降准亦无法解决根本问题，因其释放的流动性主要用以支持债转股与小微企业，与股市直接关系不大，且在引导资金脱虚向实的方针下，A股不可能迎来资金大幅流入。

自2016年1月的熔断底2,638点、至今年1月沪综指盘中一度冲上3,587点，石建军预计，经过2,638点至3,587点的中级反弹后，必定还会有一个时间跨度约为两年、磨灭投资者信心的大C浪调整过程要去忍受，“3,587点以来的调整到目前为止仅进行了5个月，市场怎么可能在这么短的时间内，消化掉经济结构调整所必须付出的代价呢？”

## 利好消化 恐触“熔断底”

“现在A股很困难，至少在2019年下半年之前是不可能存在牛市进程的。”不过，石建军说周线指标目前已是低位，空方继续向下打压空间有限，加之政策面暖风，可令市场担忧的股票质押风险有所缓和，期内A股或迎来震荡反弹，反弹阻力位大约在3,000点到3,100点，而接下来的四季度很快又会陷入调整，一直到明年下半年，市场都可能会反覆考验熔断底2,638点。

私募基金知仁投资投资总监徐磊在接受香港文汇报采访时指，中美贸易战、金融去杠杆、经济下滑等宏观面潜在的不利因素，已经在上半年部分消化，故下半年沪深股指不会像上半年这般狂跌，下行空间应该不大，大市可能表现为探底、见底或是磨底，期内可能会看到熔断底2,638点，当然也不会出现拐点形成趋势性上涨。

但中金公司相对乐观，据其分析，自市场调整以来，A股的确呈现出增量资金有限、存量博弈的特征，风险偏好逐步下降，估值也降低至历史区间低位，当前成交量或换手率隐含的投资者风险偏好，已跌至较为极端的水平，下半年有改善空间，期间A股市场可能会经历先抑后扬的过程，新经济相关的结构性机会与老经济领域阶段性机会的交融，将是主基调。

## 中金：A股看好两个“升级”

鉴于A/H溢价已经降至近年低位、上半年港股好于A股、A股大消费类公司选择更为丰富等原因，中金公司认为，下半年A股机会可能略多于港股，并预计期内内地货币政策将边际调整，目前货币紧缩的节奏不具备可持续性。

### 消费升级产业升级大趋势

在选股方面，中金指其A股行业配置的框架是新老经济结合，过去几年持续超配新经济、阶段性配置老经济的策略，创造了较好超额收益。中金建议下半年仍当紧扣消费升级与产业升级大趋势，尽管宏观层面的不确定性依然会困扰市场，但消费升级与产业升级依然是内地最确定、最具持续性的趋势，故应继续超配大消费与服务、科技硬件等相关领域，如家电、食品饮料、医药、餐饮旅游、电子等制造业和金融中的保险等。



## 下半年A股市场面临的主要风险

- 去杠杆政策执行失度
- 房地产超调
- 贸易摩擦升级
- 股权质押风险仍有待释放
- 新兴市场或欧元区动荡加剧

注：据中金公司研报 整理：记者 章萝兰

## 机构对A股下半年的看法

机构	看法
中金公司	下半年有改善空间，期间可能会经历先抑后扬的过程。
东方证券	最悲观的时候正在过去，积极看多下半年，从全球股市视角出发，A股盈利能力较强，估值和风险溢价水平合理，坚定看好长牛行情。
兴业证券	在信用债风险暴露、去杠杆不断推进，海外资金收紧、中美长期博弈的影响下，料市场流动性环境整体偏紧、风险偏好不时受到扰动，市场总体仍是震荡市格局。
中原证券	目前全部A股平均估值位于2005年以来较低位置，另外宏观经济走势稳健，盈利水平好于当时，若后市风险偏好回升，估值应有进一步修复的空间。
申万宏源	三季度A股市场的主旋律是夯实底部，四季度反弹或超预期。

整理：香港文汇报记者 章萝兰

## 下半年被机构看好的行业板块

机构	看好板块
中金公司	大消费与服务、科技硬件等相关领域，如家电、食品饮料、医药、餐饮旅游、电子、金融中的保险等；阶段性配置老经济领域如煤炭、水泥、化工、部分金属原材料等。
光大证券	具有成长优势的消费股，重点关注纺织服装、餐饮旅游、剔除白酒之后的食品饮料、医药、商贸零售。
兴业证券	“大创新”是主线，包括电子（消费电子、半导体）、医药（创新药）、军工、机械（半导体设备、工业自动化）、计算机（国产化、自主可控）等。
东方证券	把握“消费”+“科技”两条主线，并重点关注银行及石油石化板块的投资机会。
中原证券	仍是消费和制造业升级代表的新经济。
上海证券	底仓选消费白马龙头、银行、高分红周期龙头；交易弹性来自自主创新主线，如5G商用下的物联网应用场景、生物医药、锂电回收等。

整理：香港文汇报记者 章萝兰

## 独角兽估值渐回归合理



徐磊认为，现时市场的焦点已全转向独角兽。



石建军称独角兽公司估值太高，未来仍需沉淀过程。

“如果连享受到政策红利的独角兽概念板块下半年都没有行情，那还有哪些其他板块会有机会？”私募基金知仁投资投资总监徐磊认为，近期市场对独角兽板块的冷处理倒是好事情，可能跌出新机会。

A股市场首只独角兽药明康德，上市之初受到投资者热烈追捧，一骑绝尘连创16个涨停板；至工业富联上市时，热度就不如前，3个涨停板后即迅速开板；紧随其后的宁德时代，虽不至于像工业富联般惨淡，但亦难追药

明康德的辉煌，最终止步于8个涨停板。近来，上述三只独角兽更是数度暴跌。

### 估值过高惹监管关注

有“独角兽基金”之称的6只战略配售基金同样遇冷，最终共募资约1,000亿元（人民币，下同），远低于最初预计的3,000亿元上限，其中机构投资者认购尤为寡淡，当然这可能亦与中证关注独角兽估值过高，以及近日小米突然宣布暂缓CDR相关。

“以前大家都在谈金融股、地产股的价值投资，但现在还有多少人在讨论这些板块？”徐磊说，无论大家现在是看好坏，市场的焦点已经全部转向独角兽，毫无疑问这将是未来的投资方向。至于医药等消费板块，徐磊倒认为，在熊市中，被大家普遍看好的行业，机会可能并不大。

不过，华安证券财富管理中心上海副总经理、首席投资顾问石建军仍然看好以医药、食品为代表的消费板块，因为毕竟是与生活密切相关的刚需，白马股则可能维持区间震荡，下方虽有估值支持，但毕竟前期已累计过多升幅，向上亦有阻力。

### 近期调整大 回归理性

考虑到独角兽公司近期跌幅较深，石建军分析，在下半年大市调整过程中，也可能会起到一定托市作用，若上述公司可阶段性企稳，也对大市构成利好。不过，在他看来，甫上市时独角兽公司确实估值太高，未来仍需沉淀过程，令估值逐渐回归合理。

## CDR或重塑A股估值

A股独角兽企业的高市盈率被投资者广为诟病，但在私募基金知仁投资投资总监徐磊看来，其实是A股唯PE（市盈率）、PB（市净率）的所谓价值投资理念过于僵化，监管层和投资者都有“恐高症”，CDR或促进A股市场投资风格和估值理念发生重大转变。

### 打通A股国际市场估值体系

“在美国、香港等资本市场，对新兴行业和传统行业估值泾渭分明，尤其在美股，生物医药、新经济公司100倍、200倍市盈率很正

常，但A股对传统行业与新经济行业并不加以区分，IPO发行市盈率普遍被限制在23倍以下（宁德时代发行市盈率为22.99倍）。”他说，CDR相当于打通了A股与国际成熟市场的估值体系，大家可以看一下在全球视野下，机构投资者究竟如何对中国新经济企业定位和定价，这同样会为A股市场存量独角兽，以及将要上市的独角兽，提供估值坐标，或对标杆新经济公司的估值合理性形成支撑。

徐磊说，此前小米CDR的推出节奏，的确有些超出市场预期，尤其在6月底资金面紧

张时，但若选择下半年适当时机，短期资金面压力也会有所减小，以后随着越来越多的独角兽公司回归，A股也将蜕变为新兴行业主导的资本市场。



小米推出CDR的节奏超出市场预期。