

經濟觀察家

# 供給側改革初見效 A股有望震盪上行



▲上市公司盈利保持增長，A股下跌空間不大。中小企業板業績保持強勁增速，同比增速創歷史新高

A股市場近期出現明顯回調，主要源於三大因素衝擊，分別為前期板塊輪動顯現疲態，資金流出跡象明顯；重要股東淨減持增幅較大；市場傳聞理財產務監管趨嚴。我們認為，短期內回調仍將持續，但從中期來看，市場震盪上行的趨勢並未被打破，大盤2800點至3400點的中級反彈仍有可能實現。

西南證券高級策略分析師 朱斌



斌眼觀市

我們看好後市行情的原因主要體現在三個方面：第一，今年三季度的內外宏觀環境依然是基本穩定的。國外繼續維持寬鬆局面，美聯儲貨幣政策在11月份之前收緊的概率很小，且歐日央行寬鬆政策繼續。歐洲央行在7月21日貨幣政策會議上決定維持目前的利率水平不變，預計歐洲央行9月份將推出進一步的寬鬆政策，並將會把年內的量化寬鬆計劃額度臨時上調每月100億歐元，QE（量化寬鬆）期限後延6個月至2017年9月。

## 通脹增長較為緩慢

從國內環境來看，經濟增速平穩，通脹依然維持在較低水平。如CPI目前仍在小幅下降過程中，根據以往經驗，CPI重回升勢並達到2.5%以上仍需要三個月甚至更久。中期內，通脹不會對貨

幣政策構成壓力。

第二，供給側改革在實質性推進中，市場預期需要修復，並不斷為反彈帶來催化劑。國企改革帶來供給側結構性改革正在加速。供給側改革主要集中在鋼鐵、煤炭、玻璃、電解鋁等行業，這些行業的國企佔比高，企業效益差。通過國企兼併重組等措施，未來中央企業戶數將精簡到100家之內，相應行業中的國企整合、產能壓縮也會展開。

## 上市公司盈利出現好轉

截至目前，在鋼鐵行業中，寶鋼、武鋼停牌，預示着鋼鐵行業整合開始加速推進。煤炭行業方面，管理層將推動組建中央企業煤炭資產平台公司，深入推進煤炭企業化解過剩產能。中國國新、誠通集團、中煤集團、神華集團近日出資組建的中央企業煤炭資產管理平台公司，即國源煤炭資產管理有限公司成立運行。平台公司的主要任務是配合落實中央企業化解煤炭過剩產能，推動優化整合涉煤中央企業煤炭資源，促進涉

煤中央企業瘦身健體、提質增效、結構調整和改革脫困。

實際上，供給側改革已經初見成效。截至6月底，中央企業的粗鋼產量、玻璃產量、電解鋁產量、煤炭產量同比分別下降6.3%、18%、24.6%和8%。隨着供給側改革的推進，不少相關行業企業已經出現了盈利逆轉的跡象。

第三，上市公司盈利依然保持高速增长，業績保障之下，市場下跌空間不大。目前相當部分上市公司都已經公布了業績預告或者業績快報，其中中小板、創業板公司公布率接近100%。根據測算，中小企業板業績保持強勁增速，同比增速創歷史新高，創業板業績增速雖然微降，但內生增長依然保持平穩。做出上述判斷主要體現在四方面因素：1、創業板中報業績預告超六成公司預喜，預喜率低於中小企業板。創業板披露的511家公司中，其中350家業績預喜，佔比為68.5%；159家業績堪憂，佔比為31.1%。2、中小企業板增速強勁、但創業板業績稍顯回落。剔除2016年新增公司後，中小企業板同比增長38.4%，而一季度同比增速只有15.4%；創業板中報業績出現回落，剔除2016年新增公司後，創業板同比增長49.7%，低於一季度61.3%的增速。3、創業板剔除溫氏股份後，業績增速進一步下滑。4、創業板內生增長保持平穩。2016年創業板511家公司中有併表業績的公司佔到107家，把這些公司剔除後測算創業板淨利潤同比增長率為20.8%，下降了約29個百分點。

## 價值投資重回主流

此外，本周出台的監管新規，管理層的意圖主要是給股市降槓桿，降低系統性金融風險，同時為未來有可能的貨幣寬鬆做準備，以防止寬鬆後的貨幣流入到虛擬經濟領域。

建議投資者關注以下幾個投資領域：供給側改革相應收益行業，如鋼鐵、煤炭等龍頭企業及改革進度高於預期的企業；供給側整合較為順暢的周期品行業，如化工中黏膠短纖、鈦白粉、PTA等子行業龍頭企業；半導體、電子元器件等相關行業，特別是受益於元器件進口替代、物聯網、智能駕駛相關的元器件公司等。

## 港交所重推U盤 規避炒作

富途證券行政總裁 鄺必偉



必偉解盤

7月25日港交所重推收市競價時段，來改進收市價的釐定機制。早在2008年，交易所就推出過收市競價機制（U盤），但只實施了約十個月就被叫停。當時觸發港交所叫停該機制的導火線是滙豐控股的價格劇烈波動。2009年3月9日，已經連續大幅下跌的滙豐控股，在收市競價時段結束前幾秒內狂跌11%，導致其全天跌幅達到24%。滙豐控股當天收市報33元，為十四年低位，導致全港嘩然，也惹來香港證監會的關注，最後迫使港交所在同月宣布取消收市競價交易時段。

那為何要推出收市競價制度，這個制度的優勢在哪裏呢？簡單講，現在港股的收市價，是按正常交易時段最後一分鐘的五個按盤價的中位數來定的，這種方式簡單而且隨機，使得收市價格不受單一交易影響。但這也忽略了交易量和市場供求的因素，特別是那些依靠收市價來制定倉位策略的指數基金基本無法以收市價成交，這種誤差導致的資金損失，每年可以數以億計。

比較之下，收盤競價交易機制，是以競價時段內最多交易的價位作為收市價，可以讓機構和散戶同時參與，計算出成交量最大的價格，比較客觀和公平。特別對於那些追蹤指數的基金，他們必須以收市價格來調整持股，以貼近相關指數，並且計算基金淨值。採用U盤機制後，基金公司就

可及時有效地調整自己的倉位，提高追蹤指數的能力。國際上大多數國家也都是採用收市競價機制的，這也反映出該機制有他存在的合理性和科學性。香港市場上次引入以後，在一些機制的細節設計上有所欠缺，所以導致最後業界反響強烈，被迫暫停。

## 減少尾盤博弈行為

本次港交所重推收市競價機制，筆者認為，已吸取了上次的教訓，在細節上做了科學的設計。首先，機制引入了價格限制措施，將收市競價時段的波幅限制水平定在了5%，以確保整體的波幅可控。其次，在股票選擇上，先部分後全部。在開始的第一階段只包含：恒生綜合大型股指數、恒生綜合中型股指數的成份股，有A股的H股，以及所有的交易所買賣基金。明年再視乎檢討情況全量放開。其三，是引入隨機收市，即在收市競價時段，競價配對於下午4點08分到4點10分隨時開始，而確切的收市時間由系統隨機確定。該方案可估計市場提早輸入買賣盤，減少依據市場收市時間進行的博弈。

隨機收市和價格限制的引入，是避免博弈行為的關鍵，也是今次收市競價制度改革的重點。筆者認為，此次改革方案能夠有效規避市場在收市競價時段的人為炒作，對於香港這個機構投資者佔到70%以上的市場，其效果和作用是顯而易見的。所以，事實再次證明，市場需要不斷改革。在變革中，出現問題不怕，只要風險可控，只要不斷完善，就一定能夠達到一個多贏的局面。



▲港交所重推收市競價交易時段機制，已吸取了上次的教訓，在細節上做了科學的設計

## 日央行刺激方案令人失望

上海商業銀行研究部主管 林俊泓



市場動脈

在安倍政府公布了大膽及具規模的財政刺激方案後，市場對日本央行採取更多行動的預期日漸加深。然而，日本央行行長黑田東彥卻未有回應市場訴求。在一連兩日議息會議結束後，日本央行未有宣布進一步減息，並維持貨幣基礎目標於80萬億日圓不變（見配表）。

事實上，負利率一直不受市場及商界人士歡迎，日本央行未有加深負利率的做法不難理解。至於日本國債購買計劃，在安倍政府未有公布更多有關財政刺激方案的資料前，日本央行難以採取更多行動。畢竟，單方面擴大買債計劃，恐怕只會招來市場對日本寬量計劃成效更快達至界限的憂慮。

取而代之的是，日本央行推出了零星的貨幣刺激措施。該行宣布兩項措施，包括股票上市交易基金（ETF）購買規模從3.3萬億日圓，加大至6萬億日圓，以及倍增美元貸款規模，從120億美元增加至240億美元。

不過，我們不認為上述措施對日圓匯價構成重大貶值壓力。首先，擴大股票上市交易基金（ETF）購買規模，固然可增強海外投資者對日本股

市的興趣。但購買日本股票帶來的美元沽壓，可被對沖衍生的美元需求所抵銷。其次，美元貸款計劃亦非全新措施。該工具一直以來鮮有便應用，並預期在本月結束。從壓抑日圓掉期息差的角度衡量，該計劃過往亦未能取得顯著成效。

## 日圓短期難破低位

日本央行的決定無疑令市場大失所望，美元兌日圓匯價在跌至103左右水平後仍在尋底。最終的關鍵還是在於，為何日本央行未有採取更激烈措施。這存在兩項潛在解釋：其一，貨幣政策與財政政策合作不應該超出原來範圍；其二，日本央行希望等待財政省公布財政刺激方案細節後，方決定採取行動。我們傾向認為後者可能性較高。據日本央行日前聲明指出，黑田已「指示央行職員須為下次會議進行政策調整作好準備」，這足以顯示日本央行的傾向。

日本央行並未鬆懈下來。在9月份，該行宣布更多刺激措施的機會仍高。在量寬陰霾下，投資者未必願意增持日圓。只有在再推量寬不確性消除後，投資者方願意顯著增持日圓。事實上，在日本央行公布議息結果後，外匯市場交投甚為疏落。我們估計，美元兌日圓匯價在未來數周亦難以突破102的低位。

## 日本央行7月議息結果及市場預期

	目前水平	中位數預期	實際結果
政策利率儲備利率	-0.10%	-0.20%	維持不變
日本國債購買規模	80萬億日圓	85萬億日圓	維持不變
股票上市交易基金購買規模	3.3萬億日圓	5.4萬億日圓	6萬億日圓
日本不動產投資信託購買規模	0.09萬億日圓	0.14萬億日圓	維持不變

資料來源：彭博調查，日本央行

