

A股未見牛蹤 專家倡變陣增回報

授下半年投資三式 輕指數 重結構 偏增長

A股去年傲視全球，但今年以來後勁不足，尤以主板並未承吉言「牛氣冲天」，最新出爐的「半年成績單」亦落後於全球其他主要市場。對於「下半場」走勢，各大機構仍多分歧，樂觀派預計年內指數有望創下新高；也有觀點認為，中國或率先全球進入「疫後新常態」，經濟增長料逐步回落，建議投資者要「輕指數、重結構、偏增長」；而考慮到人民幣匯率階段性貶值或帶來負面影響，市場難有系統性機會，選股更要牢牢把握賽道選擇和預期收益判斷。

●香港文匯報記者 章蘿蘭 上海報道

上半年，滬綜指、深成指僅漲3.4%和4.78%，唯有創業板指表現尚佳，期內累計升17.22%。「賽程」雖過半，「逆襲」仍有希望。在海通證券首席策略分析師荀玉根看來，春節後A股下跌為牛市中的回撤，誘因是美債利率和通脹預期的快速上升。據其觀察，從資金面角度看，今年以來資金還在流入股市，基金存規模在上升，至6月中旬，外資淨流入已錄得2,100億元（人民幣，下同），日均流入量高達21億元，創下歷史新高，表明牛市尚未結束。隨着下半年通脹壓力逐漸緩解，企業盈利擴張，市場也會在盛夏迎來較好窗口期。

牛市論仍有支持者

基於牛市論，荀玉根推測，根據歷史經驗，牛市中指數高點略提前於盈利高點，料本輪ROE高點或在今年四季度至明年一季度，今年指數很可能再創新高，以「茅指數」為代表的第一梯隊大市值公司仍值得配置。他建議關注三大領域：信息技術的應用、新能源技術的應用、傳統製造技術改進與升級。他並認為，A股估值中樞正在抬升中，短期看估值雖略偏貴，從中長期視角，A股或類似1980年代之後的美股，估值中樞有望上移。

自基本面與估值角度判斷，瑞銀也對「下半場」看法積極。瑞銀財富管理亞太區投資總監及宏觀經濟主管胡一帆相信，亞洲經濟重啟和強勁盈利表現，將支持下半年的股市，而相較於全球股市和債券，中國市場具有估值吸引力。

她在媒體電話會議中表示，從年初至今中國股市漲幅並不高，落後於全球平均升幅；但其實中國經濟還是相當強勁，這種態勢下企業盈利也會繼續達到中位數，今、明年都有望實現雙位數增長，預計下半年政策上會更傾向於用定向工具，為實體經濟提供支持。「上半年（中國市場）最主要的壓力來自於政策，特別是對於反壟斷的監管。」她分析指出，從中長期來看，將令市場競爭環境更為公平。

市場上也有不少機構持相對中性觀點。

綜合增長、估值、政策及海外市場等因素，中金公司首席策略師王漢鋒預測，下半年中國增長逐步回落，可能率先進入「疫後新常態」，故對中國市場觀點整體中性、結構樂觀，建議投資者要「輕指數、重結構、偏成長」。據其指，2021年A股盈利料增長22.7%，增速逐季回落，2022年可能回歸至5-10%的常態區間，而在三季度後，市場或更關注2022年的盈利增長。

關注人幣走貶風險

匯率對股市的影響不容小覷，當前市場多數觀點認為，人民幣匯率將在下半年面臨貶值壓力。中信建投證券首席策略分析師張玉龍判斷，下半年中國經濟回落中完成轉型升級，鑒於美債利率上行、人民幣匯率階段性貶值將帶來負面影響，A股市場可能不存在系統性機會，市場整體會在當前狀態下持續運行，賽道選擇和預期收益判斷成為核心。

近期北向資金流入A股步伐加快，即便下半年不確定因素繁多，應不至遭遇「拐點」。王漢鋒認為，在海外經濟持續回暖、美國流動性寬鬆環境邊際可能有所變化的背景下，下半年外資流入速度相較上半年或略有放緩，但仍然有望保持較高流速，北向資金結合QFII/RQFII，外資全年淨流入規模或超4,000億元。

下半年潛在風險因素

- 物價與外圍通脹的黏性
- 信用事件
- 外政策退出節奏
- 疫情反覆
- 經濟增長比預期更弱
- 中美關係等



專家看法



瑞銀財富管理亞太區投資總監及宏觀經濟主管胡一帆

上半年（中國市場）最主要的壓力來自於政策，特別是對於反壟斷的監管。亞洲經濟重啟和強勁盈利表現，將支持下半年的股市，而相較於全球股市和債券，中國市場具有估值吸引力。



安永審計服務合夥人 費凡

今年是「十四五」規劃第一年，生物醫藥、先進製造、碳中和等出現在「十四五」規劃中的相關行業，它們的IPO活動都會受益。



安永審計服務合夥人 劉國華

可以預見「雙碳」戰略中發揮特別作用的企業，會迎來一個上市熱潮，無論是A股還是港股預計都會出現諸多綠色生態圈內的企業，通過股票市場去募集資金。



廣發證券發展研究中心首席策略分析師 戴康

A股熱門股切換頻繁，2000年以來A股熱門股出現過6次切換，基本是每隔3-5年一次「洗牌」輪動。北向資金在一定程度上強化A股熱門股行情，但其口味在變。

部分券商對A股下半年觀點

中金公司：市場整體表現可能偏中性，建議「輕指數、重結構、偏成長」

中信證券：配置上建議淡化周期思維，三季度聚焦成長，四季度增配消費

招商證券：以結構性行情為主，三季度中小市值中高增速成長型公司表現較好；四季度大盤價值風格有望回歸

西南證券：在流動性逐步收緊、政策逐漸正常化、經濟總體向下的背景下，將以結構性行情為主

海通證券：今年指數再創新高概率偏大

中泰策略：下半年波動性將會增大，行情仍是結構性

整理：香港文匯報記者 章蘿蘭

明星基金經理也「踩雷」

從基金發行市場來看，上半年公募經歷了從火爆至冰點、再到明顯回暖的過程。Wind統計顯示，截至6月27日，6月以來合計成立了186隻新基金，發行規模達到1,724.07億元（港元，下同），單隻基金平均募資規模達12.68億元。今年以來基金的發行規模已經達到1.58萬億元。

A股呈現震盪市，基金淨值的走勢亦隨市場變化處於波動中，尤其是權益類基金，受股市調整影響發生較大回撤。且因市場分化嚴重，選股難度比去年大幅提升，即使明星基金經理也會有「踩雷」的情況。不少頭部基金經理表現平淡，有些甚至排名倒數。

有媒體統計，期內百億規模基金業績分化明顯，表現最好和最差的基金首尾業績，相差高達32個百分點。

在武漢科技大學金融證券研究所所長董登新看來，上半年白酒板塊出現的整體滑坡，讓集中「抱團取暖」的公募基金，出現了業績上的巨幅波動，而有獨立投資風格的基金卻「躲過一劫」。

逾600新股排隊

隨着「後疫情時代」經濟加快恢復及註冊制的推行，A股新股市場上半年迎來了全新發展。據安永最新發布的數據，期內註冊制IPO數量和籌資額均超過核准制，IPO數量和籌資額佔比分別為70%和59%，創業板和科創板IPO數量分列一、二位，下半年「雙創」板塊料仍將成為上市主力軍。截至6月21日，共有633家IPO排隊企業，其中近八成在科創板及創業板排隊，多數為科技、傳媒和通信業、生物科技醫療業、工業材料行業企業。

安永審計服務合夥人田雪彥接受採訪時說，註冊制對於A股IPO市場的繁榮發展起了非常大的作用。和主板相比，科創板、創業板由於採用註冊制，整個審查過程更高效更透明，企業在註冊制排隊，排隊過程可以預期，行或不，交易所和監管機構會給到明確答覆；即便不行，企業回去重新整改，待整改好後可繼續排隊，對企業參與資本市場，是非常好的制度安排。安永審計服務合夥人費凡稱，多方面因素影響到今年的IPO活動。

「龍頭躺贏」策略或將失效

抱團股是去年A股最大亮點之一，但農曆新年後龍頭抱團行情退潮，遭遇多次重挫，「地產茅」萬科A、「保險茅」中國平安、「水泥茅」海螺水泥，以及「家電茅」格力電器等紛紛回調，有的股價一度幾近腰斬。作為前期抱團龍兒的白酒板塊內出現明顯分化，貴州茅台最多時曾跌去逾700元（人民幣，下同），股價從去年伊始的2,581元探底至1,847元，下滑近三成，在後續反彈行情中亦表現乏力。有機構坦言，簡單的「龍頭躺贏」策略或將失效。

據中金公司統計，優質龍頭股與海外可比公司估值溢價較年初有所回落。當前A股整體估值不貴，處於全球主要市場中等偏低位置，但非金融部分的估值處於主要市場的中等偏上水平。

海外投資者持股比例最高的A股新經濟龍頭公司（主要為泛消費、科技領域的優質藍籌企業）年初至今估值波動較大，總體較年初持平略降，A股和海外可比龍頭公司之間的溢價，從年初的39.3%降至34.6%。

分行業來看，醫藥、食品飲料、輕工日化的內地龍頭較海外可比龍頭估值溢價高；汽車零部件、家電、旅遊酒店、紡織服裝、珠寶、傳媒板塊的估值差距不大，部分仍有折價。

放、機構持股比例逐步提升、經濟基本面新老結構轉換的背景下，資本市場「機構化、頭部化、產品化、國際化」的特徵還在持續，投資者持股向各領域優質龍頭適度集中的特徵或有持續性；下半年市場關注度可能逐步從「通脹」轉向「增長可持續性」，高景氣的優質龍頭估值具備一定支持。

熱門股數年一次「洗牌」

不過，廣發證券首席策略分析師戴康認為，相較美股FAANG（美國市場上五大最受歡迎和表現最佳的科技股首字母縮寫）長期抱團，A股熱門股切換頻繁，2000年以來A股熱門股出現過6次切換，基本是每隔3-5年一次「洗牌」輪動。

他在研報中提及，北向資金在一定程度上強化A股熱門股行情，但其口味在變。數據上來看，2020年北向資金流入主要集中在核心資產如食品飲料、醫藥、電子等，2021年流入方向已經不是典型的資產了，而是銀行、醫藥、化工等板塊。安信證券首席分析師陳果在年中策略會上直言，當前市場主線正在生變，3月以來部分核心二線龍頭表現優於部分傳統一線龍頭，未來市場簡單的「龍頭躺贏」策略將失效，配置邏輯上成長性將居首位，市場核心也將回歸「長賽道+高景氣」。興業證券全球首席策略分析師張憶東料下半年內地投資風格是以成長股為主、價值股為輔，增長和價值的劇烈分化已經收斂，價值股的相對性價比降低。