

A 股成交低迷持续筑底，四季度资金配置机会或将显现

——北广投资管研究院周报（2018.9.21）

A 股成交低迷，深成指与创业板指再创四年新低：2018 年 9 月 17 日，上证综指收盘下跌 1.11%，报收于 2651.79 点；深证成指收盘下跌 1.41%，报收于 7999.35 点；创业板指收盘下跌 1.23%，报收于 1349.78 点。其中，上证综指已接近前期低点 2638 点，而深成指与创业板指均再创四年新低。资金谨慎情绪持续升温，数据显示，主力资金已连续 9 个交易日呈现净流出状态，17 日当日主力资金净流出 79.24 亿元。更令市场关注的是，两市成交额再创新低：9 月 17 日，沪市成交额仅 869.63 亿元，创下四年来新低，也是近四年来沪市成交额首次跌破 900 亿元；深市成交额为 1198.2 亿元，同样创下四年新低（剔除熔断特殊情况）。两市合计成交额 2066.67 亿元，也是创近 4 年来新低。据券商中国统计数据显示，今年 8 月份沪市成交额跌破 3 万亿元，为 28729.73 亿元，创下近 4 年新低。根据 WIND 数据显示，沪市月成交额上一次低于 3 万亿还要追溯到 2014 年 8 月份，当时沪市月成交额为 27897.14 亿元，但自 2014 年 8 月之后，沪市月成交额从未跌破 3 万亿元。目前，临近中秋节与国庆节，从历史情况来看，节前资金大多以休息为主，地量格局仍将维持，A 股更大的希望可能寄托于节后。

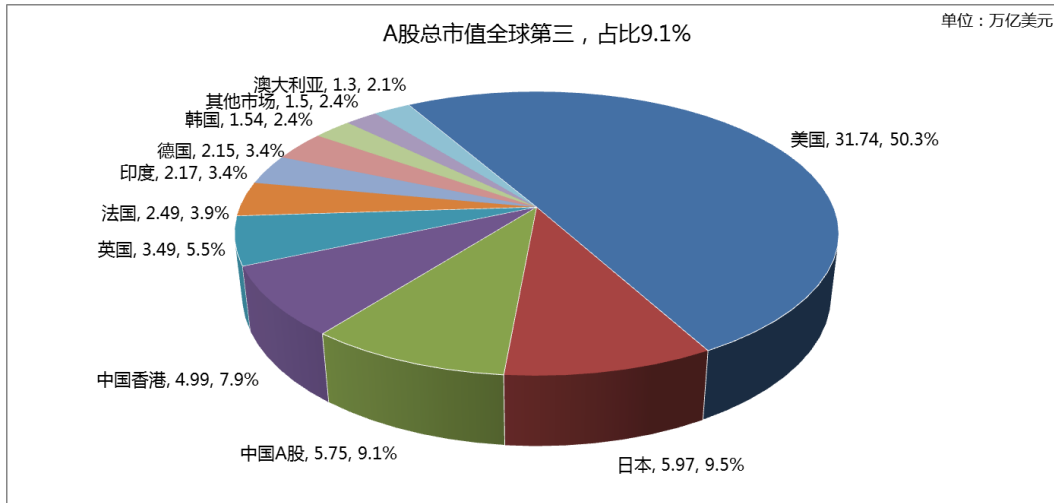
图表 1：2014 年以来 A 股成交额最低的十个交易日

日期	涨跌幅	收盘点位	成交金额（亿元）
2014/7/21	-0.22%	2054.48	757.06
2014/7/17	-0.57%	2055.59	791.06
2014/7/18	0.17%	2059.07	825.10
2018/9/17	-1.11%	2651.79	869.63
2014/8/29	0.97%	2217.20	930.44
2018/9/12	-0.33%	2656.11	934.48
2018/9/11	-0.18%	2664.80	968.85
2018/8/22	-0.70%	2714.61	984.64
2014/7/22	1.02%	2075.48	987.02
2016/1/7	-7.04%	3125.00	799.82（熔断）

数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

A 股总市值与巅峰值相比已跌去一半：根据海通证券策略统计数据显示，截至 9 月 20 日，A 股总市值为 5.73 万亿美元，跟 2015 年巅峰时的 10 万亿美元相比已经跌去将近一半。这也意味着，A 股目前的总市值水平仅相当于 5.3 个苹果公司（目前苹果市值为 1.08 万亿美元），这个比率是 2012 年以来的最低点。同时，根据海通策略的统计数据显示，从各主要市场总市值占全球主要国家股市总市值的情况来看，A 股总市值占比 9.1%；美国股市总市值 31.74 万亿美元，占比 50.3%；日本股市总市值 5.97 万亿美元，占比 9.5%；中国香港股市总市值 4.99 万亿美元，占比 7.9%；英国股市总市值 3.49 万亿美元，占比 5.5%；法国股市总市值 2.49 万亿美元，占比 3.9%；印度股市总市值 2.17 万亿美元，占比 3.4%。

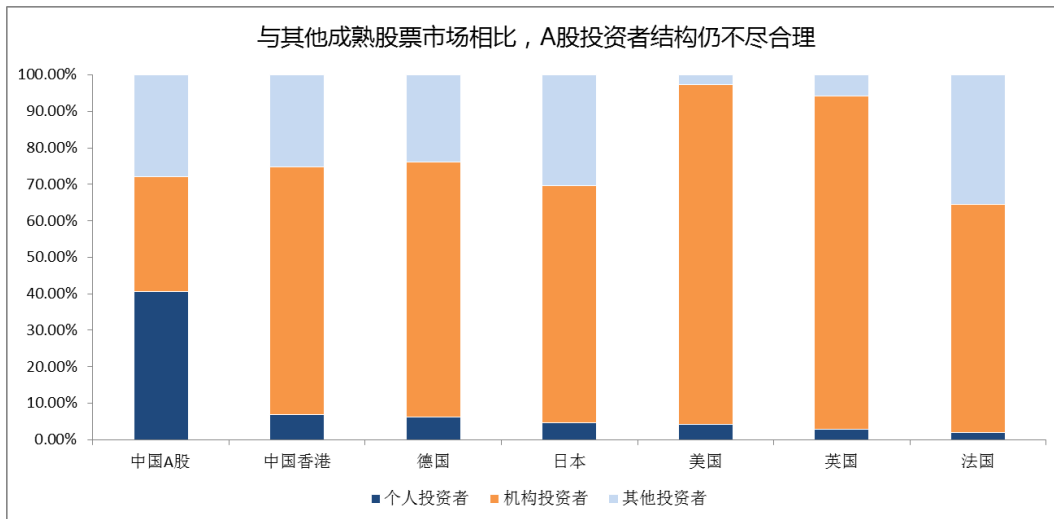
图表 2：全球主要股票市场总市值情况



数据来源：彭博，北广投资管研究院整理（注：截至2018年9月20日）

A股投资者结构仍不合理：从全球股市投资者结构来看，A股市场个人投资者占比仍然过高。根据2018年半年报数据显示，A股个人投资者持有的自由流通市值占比达到40.5%，而其他主要资本市场中，中国香港、德国、日本、美国、英国和法国的个人投资者持有的总市值占比仅为6.82%、6.14%、4.59%、4.14%、2.74%和1.97%。此外，美国机构投资者，包括投资顾问（以公募基金为主）、政府、银行、保险、私募、养老金、对冲基金、风险基金、捐赠基金等合计持有市值占比高达93.2%，相比之下，中国A股机构投资者持有自由流通市值占比仅为31.5%。

图表3：全球主要股票市场投资者结构对比

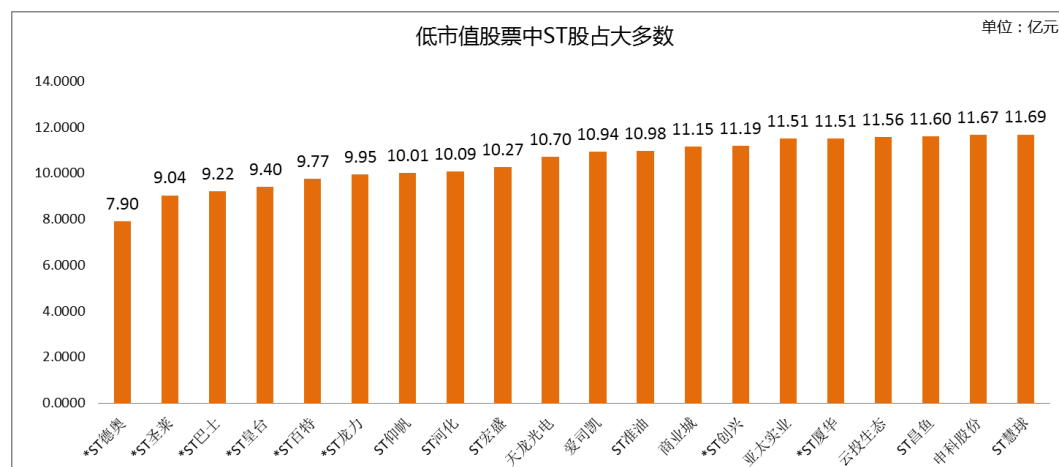


数据来源：彭博，北广投资管研究院整理

A股小市值股票占比创新纪录：对于A股市场来说，曾几何时，小市值股票是资金抢筹的重点标的，易操作、流动性高是小市值股票的优点，一度成为市场的稀缺资源。随着股市的下跌，A股市场小市值股票逐渐增多，渐渐成为资金逃离的重点标的。据券商中国统计数据显示，截至9月17日，市值不足50亿元的股票多达1966只，相对于全市场3544只股票来说，占比已超过一半，达到55.47%；其中，市值低于30亿元的股票也多达1093只，占比高达30.84%。时点回到两年前——2016年1月28日，A股市场经历一轮快速下跌后，沪指跌破2700点，报收2655.66点，与9月17日的2651.79点相差无几。但当日

50 亿市值以下的股票共有 991 只 (占比 35.39%), 远低于目前的 1966 只。众所周知, 港股市场不仅仙股数量多, 同时大蓝筹会获得溢价, 而小盘股由于成交低迷, 股价会长期保持不动。更重要的是, 这一现象更是国际成熟股票市场表现之一。港股中股价不足 5 元的股票共有 826 只, 占比高达 23.31%; 股价低于 3 元的股票共有 169 只; 股价低于 2 元的股票共有 28 只。

图表 4 : A 股市场排名前 20 位最低市值股票



数据来源 : WIND , 北广投资管研究院整理

A 股破净股数量创历史新高 : 跌破净资产, 表示当前股价对应的市值, 比公司账面的净资产还低, 而破净股数量不断增加是市场底部低迷的重要特征。根据 WIND 数据显示, 截至 9 月 17 日, A 股市场已有 295 只个股跌破净资产, 数量高于 2008 年以及 2012-2014 年股市低迷时期。从破净股行业分布来看, 破净股数量最多的六个行业分别是房地产 (33 只)、公用事业 (24 只)、交通运输 (20 只)、银行 (18 只)、采掘 (17 只) 和汽车 (17 只)。从历史数据来看, 个股大面积破净多伴随着市场底部的到来, 也是市场风险偏好被极度压缩的反应。2008 年以来, 前两次破净潮与市场低点具有高度的共振性, 虽然历史不会简单的重复, 但破净股的配置价值却已逐渐凸显。

图表 5 : A 股破净股数量占全部上市公司比重情况

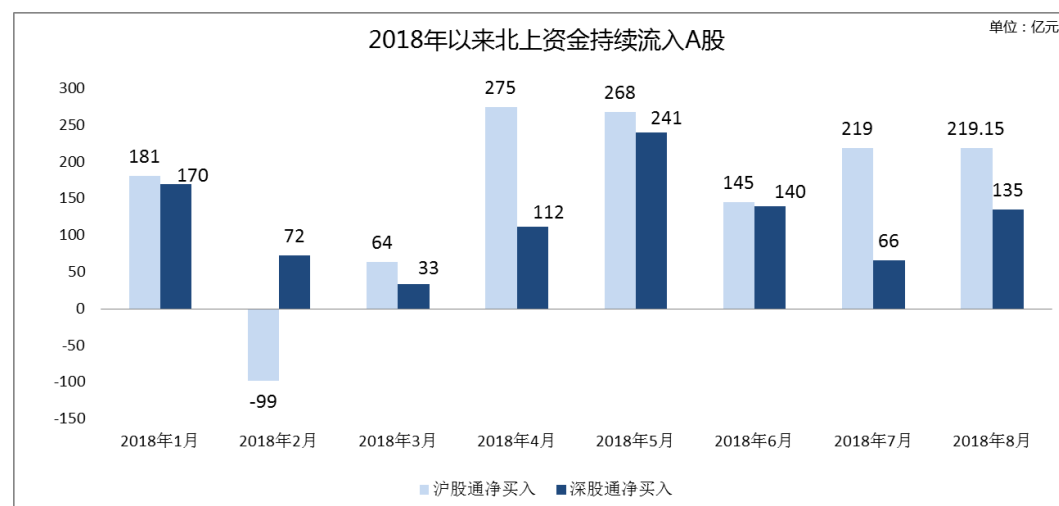
日期	破净股数量	占全部上市公司比重	上证综指点位
2018/9/17	295	8.4%	2651.79
2016/1/27	53	2.0%	2638.30
2013/6/25	154	6.3%	1849.65
2008/10/28	175	11.7%	1664.93

数据来源 : WIND , 北广投资管研究院整理

今年以来境外资金持续流入 A 股 : 境外资金通过陆股通净流入, 今年以来不断创新高。虽然 A 股市场今年持续低迷, 然而外资净流入脚步不停。即使 9 月 17 日市场深入回调, 境外资金依然通过沪股通与深股通净流入 8 亿元。今年以来境外资金通过沪股通、深股通 (合称陆股通) 净流入金额已经达到 2278.05 亿元, 其中沪股通年内净流入金额达到 1305.59 亿元, 深股通年内净流入金额达到 972.46 亿元。根据海通证券最新报告显示, 今年一季度末, 外资持股 12016.33 亿元, 占 A 股自由流通市值比例为 5.39%, 其中 RQFII 持股占比 3.6%, 陆股通北上资金持股占比 1.8%。对比来看, 公募基金和保险 A 股投资总额分别为 1.9 万

亿元、1.5 万亿元，占全部 A 股自由流通市值比重约 8.4%、6.7%。估算至 7 月底，外资持有自由流通市值比例约 6%。自 2014 年沪港通开通以来，A 股对外开放节奏明显加快。外资持股比例的不断加大可能会给 A 股带来的结构性变化表现在：小盘股边缘化，外资选股偏大市值、低估值、高盈利。出于流动性等因素的考虑，海外投资者往往会回避市值过小的股票；对于估值选择的标准往往更加严苛；较为偏好盈利能力强的公司等等。

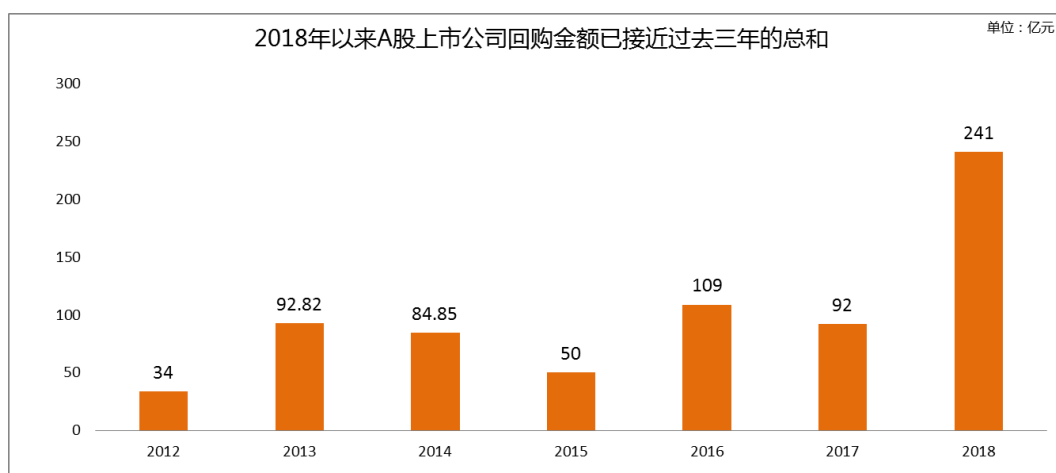
图表 6：2018 年沪股通及深股通北上资金净流入情况



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

今年以来 A 股上市公司回购热情大增：目前，A 股仍在不断磨底中，不少个股创出了多年以来甚至历史新低。很多上市公司不安于股价大幅下跌，纷纷抛出了回购方案。根据 WIND 数据显示，今年以来，共计 702 家上市公司披露回购公告，其中 490 家已实施回购，合计回购资金达 241 亿元。自 2018 年 9 月 6 日中国证监会提出完善回购制度修法建议以来，截至目前，已有多达 75 家上市公司刊发公告回购。其中 33 家实施回购，规模合计 17 亿元。从历史数据来看，A 股在 2015-2017 年间共计发生两波大规模回购，这三年的回购金额分别为 50 亿元、109 亿元、92 亿元，这也意味着今年不到 9 个月的回购规模几乎是前三年的总和。从今年实施回购的上市公司所处行业来看，主要集中在计算机、医药生物、机械设备、电子和电气设备、化工、传媒等行业。我们认为，回购是上市公司回馈股东的重要方式，但要分析哪些回购有真正意义，有些是为了回馈股东、提振投资者信心，有些则是担心股票质押爆仓，通过回购抬升股价。因此对回购股要看执行的力度、回购金额大小以及结合基本面等因素综合判断。

图表 7：A 股上市公司回购情况



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理（注：截至2018年9月20日）

社保基金连续 15 个季度持有 A 股 31 只股票：根据 WIND 数据显示，社保基金连续 10 个季度持仓量超过 1000 万股的个股有 80 只，连续 15 个季度持仓超过 1000 万股的个股有 31 只。其中，社保基金连续持有华东医药超过 39 季，连续持有华侨城 A、同仁堂、伊利股份、中南传媒超过 25 季。分行业来看，31 只社保连续重仓股中，来自医药生物行业的个股占到 7 只，分别是华东医药、同仁堂、国药股份、通化东宝、白云山、华海药业和人福医药。食品饮料、传媒的个股分别有 5 只和 4 只。分板块来看，社保连续 15 季重仓个股中中小板企业占到 6 家，分别是大华股份、奥瑞金、涪陵榨菜、联化科技、省广集团和巨星科技。创业板中社保基金连续重仓时间最长的个股是我武生物、恒顺众昇和乐普医疗，分别连续持有 13、12 和 11 季。在社保基金的连续重仓股中，12 股连续三年蝉联持股数量前 50 名，4 股稳居榜单前十。12 只股票主要分布在银行、能源、地产和消费行业中。农业银行、交通银行的社保基金持股数量连续三年未发生改变，分别以 97.97 亿股和 18.78 亿股的持股数位居榜单前两位，节能风电、华侨城 A 最新持股量排名第 6 和第 8 位，连续五年排入前十。

图表 8：社保基金连续持有 15 个季度以上的 A 股股票

代码	简称	行业	连续持有季度	代码	简称	行业	连续持有季度
000963	华东医药	医药生物	39	601288	农业银行	银行	20
000069	华侨城A	房地产	29	002250	联化科技	化工	19
600085	同仁堂	医药生物	28	601633	长城汽车	汽车	18
600887	伊利股份	食品饮料	27	000895	双汇发展	食品饮料	18
601098	中南传媒	传媒	25	002400	省广集团	传媒	17
002236	大华股份	电子	23	002444	巨星传媒	机械设备	17
600246	华鲁恒升	化工	23	600373	中文传媒	传媒	16
000786	北新建材	建筑材料	23	600398	海澜之家	纺织服装	16
000888	峨眉山A	休闲服务	22	600498	烽火通信	通信	16
600690	青岛海尔	家用电器	21	601928	凤凰传媒	传媒	15
600059	古越龙山	食品饮料	21	600068	葛洲坝	建筑装饰	15
002701	奥瑞金	轻工制造	20	600872	中炬高新	食品饮料	15
002507	涪陵榨菜	食品饮料	20	600332	白云山	医药生物	15
000063	中兴通讯	通信	20	600521	华海药业	医药生物	15
600511	国药股份	医药生物	20	600079	人福医药	医药生物	15
600867	通化东宝	医药生物	20				

数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

证监会正式开放两类外国人参与 A 股交易：2018 年 9 月 17 日，是进一步放开外国人开立 A 股账户的第一个交易日，这将为 A 股市场引入增量资金，丰富资本市场投资主体。此前，中国证监会发布的《关于修改〈证券登记结算管理办法〉的决定》以及《关于修改〈上市公司股权激励管理办法〉的决定》于 2018 年 9 月 15 日正式施行，以上两个文件进一步放开符合规定的外国人开立 A 股证券账户的权限。此次开放可以参与 A 股交易的外国人主要有两类：一是境内工作的外国人，无论是否持有中国永久居住证，都可开立 A 股账户；二是 A 股上市公司中在境外工作并参与股权激励的外籍员工也可开立 A 股账户。需要注意的是，本次开放的外国自然人投资者，其本国证券监管机构必须已与中国证监会建立监管合作机制，相关投资者开立 A 股证券账户的，必须遵守我国证券法律规定，适用统一的交易、结算、登记及资金存管等制度规则。截至 2018 年 6 月，共有 62 个国家和地区与中国证监会签署了 68 份双边合作协议，包括美国、俄罗斯、新加坡、澳大利亚、英国等国家。根据海外经验，在华外国人并不一定会直接投资 A 股市场，可能会选择更稳妥的方式通过购买基金等形式投资 A 股。但开放外国个人投资者入场，对于目前的 A 股市场来说，有一定的提振作用。从长期来看，外国投资者的增加，将会不断提升 A 股市场的投资价值。

北广投资管研究院观点：A 股成交低迷持续筑底，四季度资产配置机会或将显现。目前来看，尽管主要指数估值处于历史较低位置，政策预期边际改善也为市场底部提供了一定支撑，但市场情绪仍然低迷，谨慎情绪升温，市场仍处于底部区域的反复磨底期，行情的真正转机仍需要耐心等待，投资者应该耐心观察等待市场企稳。整体来看，在结构性松信用、松货币、宽财政三发子弹的作用下，社融和基建数据有望在四季度出现企稳，与此同时，年底的中央经济工作会议大概率会释放削减增值税税率、扩张财政赤字的信号。我们认为，综合政策、经济、外部环境等因素，当前政策底、估值底向市场底的传导路径相对更接近 2011-2012 年，当时市场经历约一年筑底过程，最后伴随经济企稳回升才开始一波中级反弹，后续经济基本面的边际变化仍是市场关注焦点。整体来看，维持市场处于中期筑底阶段的判断，短期市场不排除有所波动但振幅已有所收窄，当前点位对长线资金来说已经具有配置价值。

一周新闻要览：

宏观

- **新华社：**中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》。提出总体目标，消费生产循环更加顺畅。以消费升级引领供给创新、以供给提升创造消费新增长点的循环动力持续增强，实现更高水平的供需平衡，居民消费率稳步提升。
- **国务院关税税则委员会：**决定对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品，加征 10%或 5% 的关税，自 2018 年 9 月 24 日 12 时 01 分起实施。如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应，有关事项另行公布。
- **发改委：**发布《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》，积极探索中央企业集团层面开展混合所有制改革的可行路径；积极支持各地省属国有企业集团公司开展混合所有制改革；对于按规定程序和方式评估交易的国有资产，建立免责容错机制，鼓励国有企业推动混合所有制改革。
- **央视网：**9 月 18 日，第十二届夏季达沃斯论坛在中国天津开幕，主题为“在第四次工业革命中打造创新型社会”。本届论坛将有来自 100 多个国家的 2000 多名嘉宾参加会议约 200 场，成为迄今为止规模最大的一届夏季达沃斯论坛。李克强总理连续 5 年出席夏季达沃斯并发表开幕致辞。
- **新华网：**近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》提出，对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止“大而不能倒”，坚决防止风险累积形成系统性风险。

股市

- **上证报**：深市高新技术企业占比超过 7 成，战略新兴产业占比超过 4 成，推动深交所成为中国创新企业的聚集地，将着力吸纳一批优质创新企业登陆深交所，积极发挥多层次资本市场平台功能，助力经济高质量发展。
- **中证报**：允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户的新规从 9 月 15 日起实施。目前已有一些符合条件的外国人前往咨询开户事宜。截至 7 月末，外资持有 A 股流通市值已占全部 A 股流通股市值的 6%，与险资、公募的 6.7%和 8.4%持股比例差距进一步拉近。

银行

- **第一财经**：银行理财产品平均预期收益率创 10 个月新低，保本理财发行量占比连续 6 个月下跌。近期，银行“类货基”产品即现金管理类资产，受到投资者的追捧。其与货币基金有着非常相似的流动性，且平均收益率要超过货基的平均 7 日年化收益率。
- **证券时报**：银保监会同意河北、山西、内蒙古、黑龙江等 15 个中西部和老少边穷且村镇银行规划尚未完全覆盖的省份开展首批“多县一行”制村镇银行试点。银保监会将在有效防控风险的前提下，重点加大对“三农”、小微、扶贫和基本民生保障等重点领域的金融服务。
- **证券日报**：半年报披露私行数据的 11 家上市银行共管理私行客户资产总规模超 8 万亿。其中，工行、建行、中信、民生私行客户数较上年末增速可观，分别达 11.1%、10.27%、15.06%、11.5%。值得注意的是，多家银行私人银行业务正密集出海，加码境外资产配置，争夺境外高净值人群。

信托

- **财新网**：据用益信托数据显示，9 月前两周，基础产业信托发行数量为 49 款，发行规模达 114.91 亿元，占比约为 23%；9 月前两周，基础产业信托平均收益率分别为 8.77%与 8.54%，高于同期房地产信托收益率则分别为 7.92%与 8.3%。

公募

- **新浪财经**：进入下半年，货币政策适度偏松，短端利率速下行，“宝宝类”货币基金收益率持续走低，余额宝对接的 11 只货基有 7 只的 7 日年化收益率跌破 3%；全球最大的货币基金天弘余额宝维持了 600 多天的高收益也在近日终结。
- **网易财经**：在二季度股东户数下降超 20%的 97 家上市公司中，有 93 家公募基金合计重仓持有的数量达到 28.19 亿股，较今年一季度末增加了 158.29%，其中，青岛海尔最受公募基金青睐。

私募

- **腾讯财经**：从 10021 只成立满 8 个月的中国对冲基金产品统计排名来看，今年以来，共有 6582 只产品出现亏损，私募基金的平均收益率为-3.205%。管理期货策略型产品 1-8 月份平均收益率为 5.3%，在八大策略中排名第一位。
- **网易财经**：高瓴、腾讯联合设立的基金公司高腾国际资产管理有限公司已获批香港证监会 4 号、9 号牌照，可在香港和其它合格境外地区设立投向海外市场的私募基金、公募基金，以及开展证券投资咨询业务。
- **凤凰财经**：全国首个“人工智能创业投资服务联盟”在上海宣布成立。目前，国投创合、中金启元、盈富泰克三支国家新兴产业创业投资引导基金，以及硅谷资本、真格基金、IDG 等 AI 投融资领域最有影响力的 40 余家机构，已成为联盟首批成员单位。

VC/PE

- **投资界**：第十七届证监会发审委卸任在即，截至目前，此届发审委共审核首发企业 242 家，有 137 家过会，过会率 56.6%。相比 2017 年的过会率 79.3%，今年的过会率下降了近三成至 53.46%，159 家过了 85 家。不仅是过会企业和排队企业的数量下降，新报 IPO 数量较去年也明显减少。
- **中国金融网**：上海科创基金与中金资本、上海国方母基金签署战略合作协议，共同发起设立上海人工智能产业投资基金。基金总规模 100 亿元，首期募集规模 30 亿元，主要投资于成长期、扩张期等阶段的人工智能产业相关企业。

- **经济观察网**：私募股权投资公司高瓴资本宣布完成了一支 106 亿美元的基金募集。这支新基金将投向科技服务、生命健康及消费者领域。高瓴第四期美元基金打破了此前另一家老牌基金 KKR 创下的 93 亿美元募资记录。
- **金融界**：9 月 20 日，美团点评上市。港交所迎来最近十年来最大互联网平台公司，同时也是第二家同股不同权架构内地公司在港交所上市。首日报收于 72.65 港元，涨幅 5.29%，市值 3989 亿港元，力压小米和京东，已经成为仅次于 BAT 的中国第四大互联网公司。
- **私募通**：由阿里与上汽共同打造的互联网汽车平台——斑马网络宣布完成首轮融资超 16 亿元，并公布全面开放战略——技术开放、业务开放、生态开放、股权开放。本轮融资由国投创新领投，云锋基金、尚颀资本跟投，是斑马网络成立以来的首次融资。

房地产

- **经济参考报**：目前有关部门正在紧锣密鼓地制定住房贷款利息或者住房租金等 6 项个税专项附加扣除的细则。专家表示，住房贷款利息税前扣除相当于贷款利率的下调，对楼市整体来看是利好因素，住房租金扣除同样有利于住房租赁市场的发展。
- **每日经济新闻**：近期，全国各地土地流拍事件频现，土地市场降温加剧。截至 2018 年 8 月末，全国已发生土地流拍 807 宗，累计流拍建筑面积达 7954 万平方米，是去年同期数额的 7.3 倍。

国际经济

- **金融时报**：美国总统特朗普周一（北京时间 9 月 18 日）宣布，将对价值约 2000 亿美元进口自中国的商品加征 10% 关税。新关税生效的日期是 9 月 24 日，初始税率是 10%，2019 年初提高到 25%。特朗普警告称，如遭中方反制，会对另外 2670 亿美元的中国产品加征关税。
- **环球时报**：据美国财政部数据显示，7 月，中国减持 77 亿美元美国国债，持有规模为 1.17 万亿美元，创 1 月份以来新低，仍为美国第一大债权国；日本增持 51 亿美元美国国债，持有规模为 1.04 万亿美元，仍为美国第二大债权国。