

美元加息临近，A股监管收紧

——A股12月投资策略报告

分析师： 宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2016年12月5日

证券分析师

周喜

S1150511010017

022-28451972

宋亦威

022-23861608

syw_bhqz@126.com

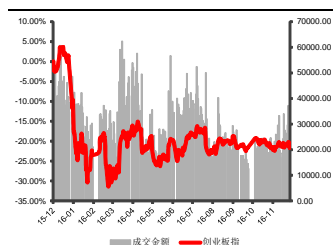
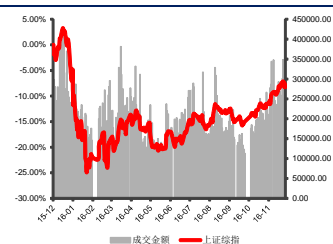
助理分析师

杜乃璇

S1150116070019

022-28451945

指数一年走势图



相关研究报告

《流动性预期转向，业绩阶段性回升》

——A股11月投资策略报告

《流动性预期变局下，绝对法估值易下
难上》

——2016年A股市场四季度策略

《财政向左，货币向右》

——A股9月投资策略报告

投资要点:

- 随着供给侧改革的推进，上游资源品去产能效果明显。供应的收缩和需求的暂时回暖推升其价格不断上涨，带动企业盈利的回升。11月PMI数据显示，企业生产重回扩张趋势，并且需求短期继续回暖，企业补库存意愿明显，其短期盈利暂时无忧。然而长期看，房地产政策的收紧及汽车消费增量政策的不足，难改终端投资和消费需求依旧低迷的状况。供应紧缩型的价格提升难以向需求拉动型转换，企业盈利持续改善的空间受限。
- 流动性方面，市场在经历了美联储对加息预期的反复干预后终将迎来加息决断的最后一个时点，美联储在此次议息会议上宣布加息显然已势在必行，受此影响，人民币贬值压力一时难改，并令资本外流得以延续。与此同时，国内方面“控杠杆防风险”逐步取代“稳增长”成为货币调控的重要目标，国内流动性总体环境将保持缓步收紧的既定态势。无风险收益率的抬升过程也仍将持续。
- 对于A股而言，深港通即将开通，资金目前呈现由A向H净流出的格局，深港通的双向扩容，并不必然能扭转现在资金的总体状况。而对于个股性的机会而言，配置折价股的逻辑通顺，但深市可选标的过少。而稀缺性标的受益的提法似乎并未得到沪港通阶段的验证，因此仍需要进一步的观察。总体来看，深港通带来的短期深股投资机会相对有限，更多意义在于拓展了资金渠道，为资本市场的健康发展提供坚实基础。
- 目前，A股自身的因素将更为主导市场的走向。上周，监管层双管齐下，证监会主席在中国证券投资基金业协会会员代表大会上的讲话，是对前期市场过热的举牌行为的警告。而两融折算率的调整，则区别对待了A股的绩差股，进一步规范了市场行为。市场也将由此出现过热股的风险释放过程。监管的加强不会本质上改变市场整体震荡的格局，投资者应在风险释放过程中，关注可能出现错杀的绩优股。由业绩好导致的股价强，既是成熟市场获取收益的最理性方式，也是监管层希望A股发展的方向。此外，投资者还可以关注在风险释放过程中出现逆势的标的，其往往代表了资金在弱势环境下的偏好，风险释放后也往往有着良好的弹性。

目 录

1. 供给不足推动企业盈利，终端不振难推持续预期	4
1.1 上游供给不足，带动盈利回升	4
1.2 生产扩大需求暂暖，企业步入补库存阶段	5
1.3 终端需求长期并无改善预期	6
2. 美元加息箭在弦上，国内流动性缓步收紧	8
2.1 美国加息临决断，人民币贬值压力进一步来袭	9
2.1.1 美国年内加息日渐明朗 美元强势仍将保持	9
2.1.2 人民币贬值压力不减 资本外流动力依旧较强	11
2.2 控杠杆防风险仍在路上 国内流动性缓步收紧	12
3. 市场判断	13
3.1 深港通落地，长期意义大于短期	13
3.2 双管齐下收紧监管，A股捉妖模式未变	16

图 目 录

图 1: 10 月份工业企业利润稳中有升	4
图 2: 企业收入增速提升	4
图 3: 上中下游企业利润率增速出现分化	5
图 4: 企业库存仍处于低位	5
图 5: 煤炭钢铁指数进入新一轮涨价高峰	5
图 6: 金属原材料价格不断升高	5
图 7: 官方PMI升至近两年来高点	6
图 8: 生产、新订单情况全面回暖	6
图 9: 大型企业生产扩张意愿明显	6
图 10: 原材料库存继续上升	6
图 11: 房地产价格环比全面回落	7
图 12: 一二线城市商品房成交面积继续走低	7
图 13: 10 月份房地产开发投资继续上升	7
图 14: 10 月份房地产新开工面积小幅提升	7
图 15: 10 月社会消费品零售总额增速降幅较大	8
图 16: 10 月份汽车产量销量开始回落	8
图 17: 家电及建筑装潢销售额继续下滑	8
图 18: 10 月份美国失业率小幅回落	10
图 19: 美国劳动参与率企稳反弹	10
图 20: 美国制造业工作时间和薪酬同比持续走高	10
图 21: 美国房地产市场仍在改善	10
图 22: 消费者信心指数重归上升	10
图 23: 美国名义通胀水平继续抬升	10
图 24: 美元指数迭创新高	11
图 25: 11 月内日元对美元贬值最为明显	11
图 26: 人民币对美元继续保持贬值态势	11
图 27: CFETS人民币指数依旧平稳	11
图 28: 10 月份外汇占款继续下降	12
图 29: 银行结售汇数据表明居民购汇意愿仍强	12
图 30: Shibor利率震荡中枢缓慢抬升	12
图 31: 11 月国债期货显著走跌	12
图 32: 短端利率抬升更大令期限利差有所收窄	13
图 33: 信用利率继续走扩	13
图 34: 港股和A股资金流入情况	14

表 目 录

表 1: 沪港通和深港通投资范围比较	14
表 2: 沪港通阶段A股折价板块累计表现	15
表 3: 含H股深交所上市公司的折溢价情况	15
表 4: A股相对港股稀缺标的的沪港通阶段表现	16
表 5: 保监会对保险资金投资行为的监管持续加强	17

1. 供给不足推动企业盈利，终端不振难推持续预期

随着供给侧改革的推进，上游资源品去产能效果明显。供应的收缩和需求的暂时回暖推升其价格不断上涨，带动企业盈利的回升。并且 11 月 PMI 数据显示，企业生产重回扩张趋势，并且需求短期继续回暖，企业补库存意愿明显，其短期盈利暂时无忧。然而长期看，房地产及汽车消费政策的收紧，难改终端投资和消费需求依旧低迷的状况。供应紧缩型的价格提升难以向需求拉动型转换，企业盈利持续改善的空间受限。

1.1 上游供给不足，带动盈利回升

10 月份企业利润稳中有升，价格上涨对其盈利的推动功不可没。规模以上工业企业利润累计同比为 8.6%，比前两个月增长 0.2 个百分点。10 月份单月增长 9.8%，比 9 月份增长 2.1 个百分点。其中价格上涨带动的收入增速提升是企业利润反弹的主动动力。从工业企业主营业务收入当月同比看，10 月份增长 5.7%，达到 15 年以来最高。

图 1：10 月份工业企业利润稳中有升

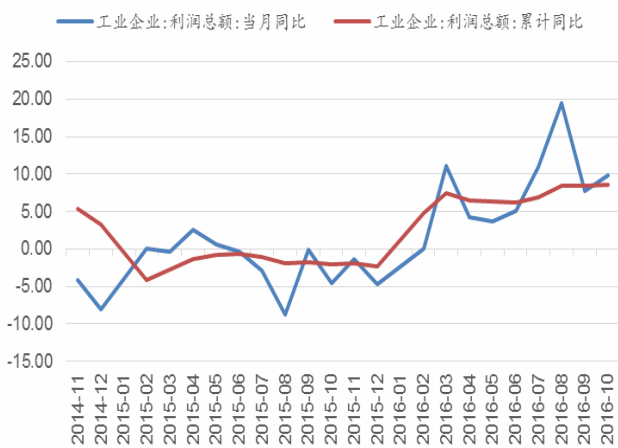
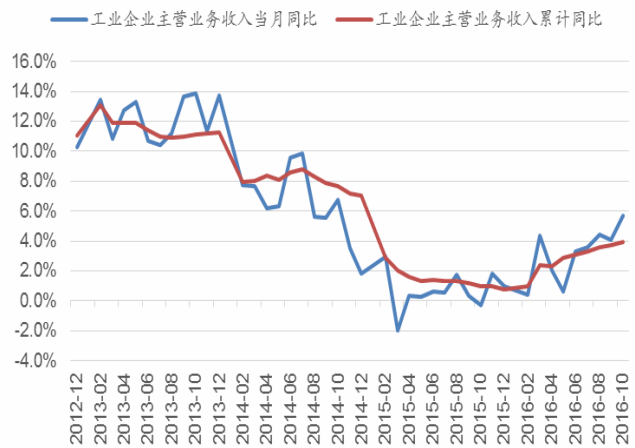


图 2：企业收入增速提升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

分行业看，上游行业利润率增速明显回升。在去产能推动下，上游企业库存从年初进入负增长且不断走低，推动了上游原材料的快速上涨，进而带动上游行业利润率增速的回暖。从价格指数看，煤炭、金属原料价格从年初开始触底回升，并在今年 10 月份开始增速明显提高。而中游行业虽然库存一直在较低水平，但上游涨价对其成本造成冲击，缩小了中游行业的利润空间，导致其利润水平从年初

开始下滑，并随着 10 月份上游商品新一轮的涨价潮的来临而出现较大降幅。下游行业受价格因素影响较小，增长处于平稳趋势。

图 3：上中下游企业利润率增速出现分化

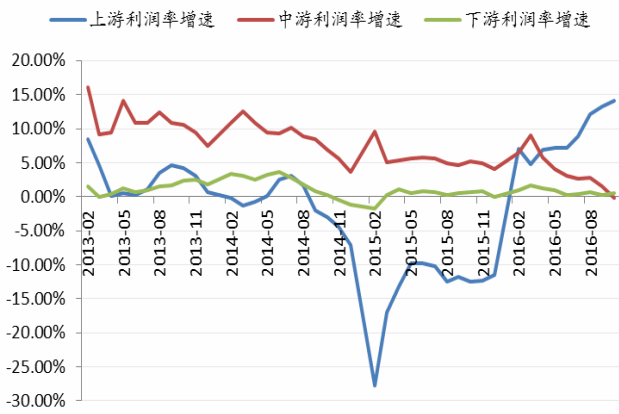
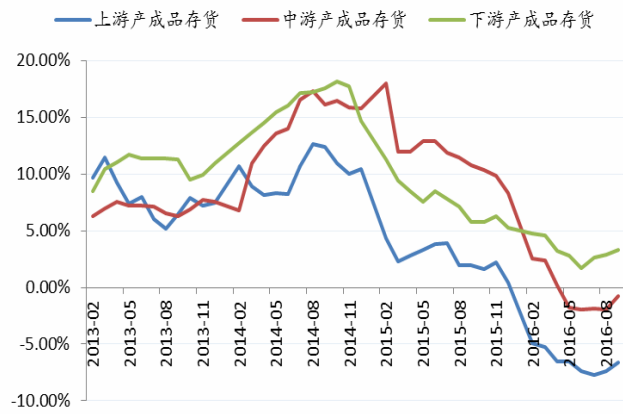


图 4：企业库存仍处于低位

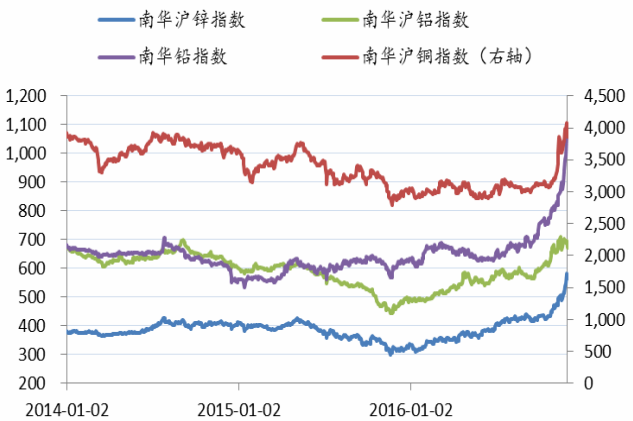


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 5：煤炭钢铁指数进入新一轮涨价高峰



图 6：金属原材料价格不断升高



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.2 生产扩大需求暂暖，企业步入补库存阶段

企业生产扩张及需求短期恢复使 11 月 PMI 数据继续向好。11 月官方 PMI 数据升至 51.7，达到近两年高点。从生产端看，生产已连续 4 个月上涨，11 月份达到 53.9，显示企业扩大生产意愿强烈。其中，大型企业生产的扩张对整体生产的拉动明显，而中小型企业依旧疲弱。由于 PPI 的上涨，企业收入虽有所增加，但原材料成本增加对利润的侵蚀使得中小型企业扩张意愿不强。

在需求端，11 月新订单指数继续上涨，从 10 月的 52.8 增长至 53.2，增长了 0.4 个百分点，表明需求继续好转。其中，新出口订单重回荣枯线上方，显示内外需

均有所提振。从库存状况看，产成品库存开始下降，并且原材料库存提升 0.3 个百分点，表明随着需求的扩大，企业开始进入主动补库存阶段。但长期看，随着终端需求的逐渐趋弱，企业库存状况有向被动补库存转化的风险。

图 7：官方 PMI 升至近两年来高点

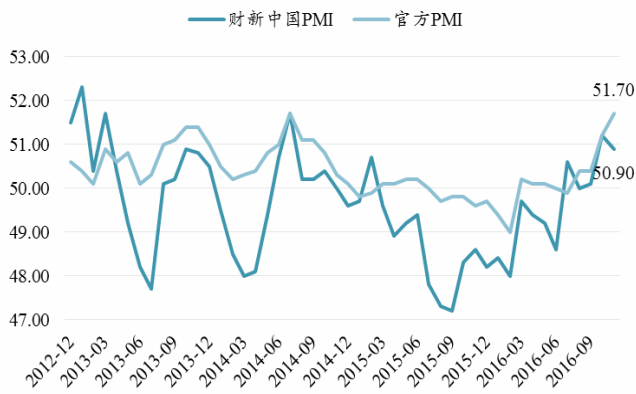
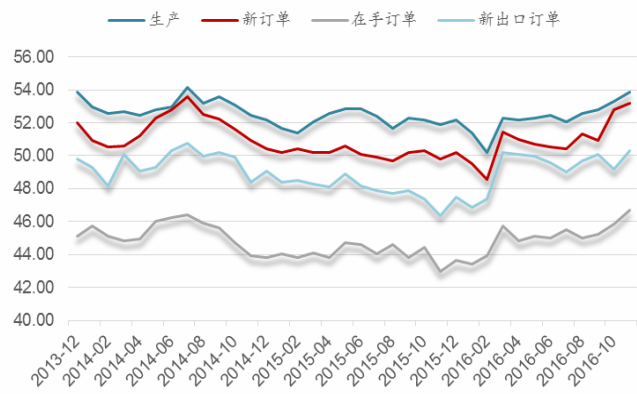


图 8：生产、新订单情况全面回暖



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 9：大型企业生产扩张意愿明显

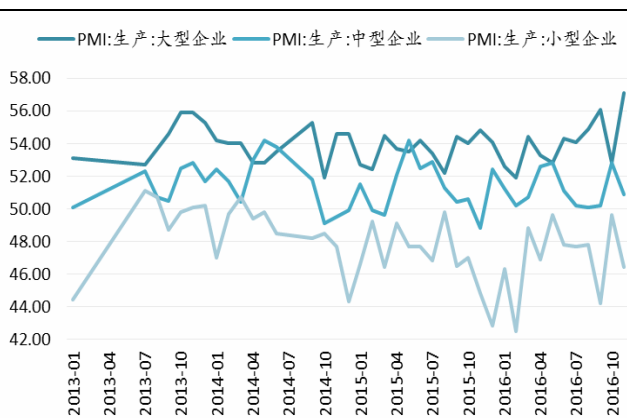
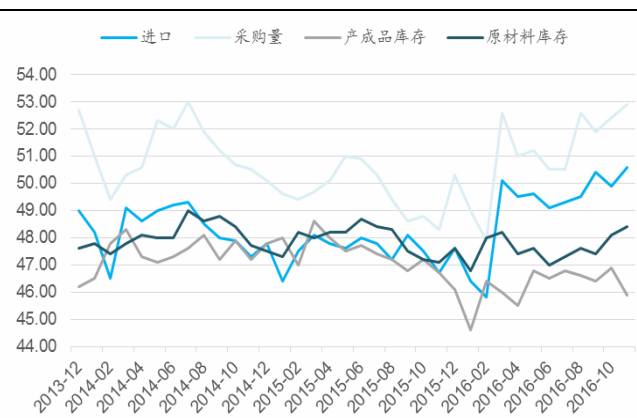


图 10：原材料库存继续上升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3 终端需求长期并无改善预期

尽管 PMI 数据显示需求有所回升，但 11 月新订单增长幅度较前期已有所放缓，并且从长期终端需求看，投资和消费均隐患重重，需求恢复的力度不强且可持续性尚存疑。

首先，从投资需求看，虽然 10 月份房地产投资增速仍呈上升趋势，但 10 月初各城市陆续出台的楼市调控政策已带来全国地产销售量价的全面回落，地产投资下滑的趋势难以避免，投资需求也将受到较大影响。随着房地产销售政策的收紧，10 月份全国房地产价格增速明显减缓，环比价格全面回落，并且一二线城市降幅

更大。从成交面积看，30 大中城市商品房成交面积在 10 月份进入负增长，主要受一二线成交大幅度减少有关。

图 11：房地产价格环比全面回落

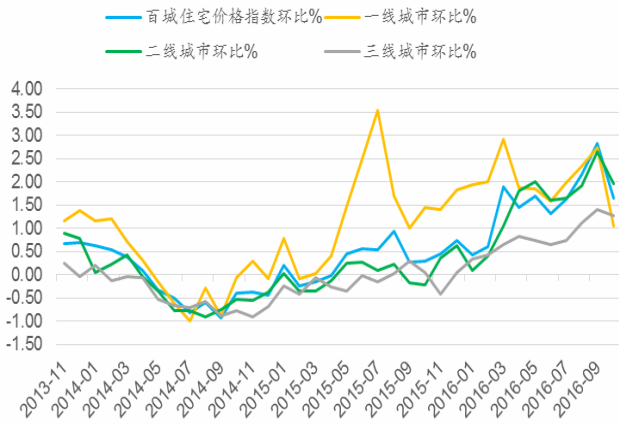
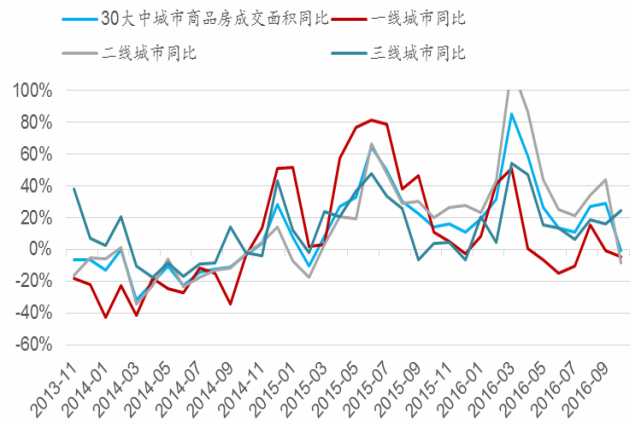


图 12：一二线城市商品房成交面积继续走低



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

由于政策效果显现的时滞性，目前房地产市场销售端的回调，并未带来投资端的放缓。房地产开发投资在 10 月份大幅增加，房屋新开工面积也开始止跌回升。然而，随着房地产去库存节奏的放缓，地产销售前期的过度透支叠加销量增速的转向，终端需求难以继续提振投资扩张预期，房地产投资继续上行空间有限。并且，受此影响，房地产的上下游产业的盈利情况也不容乐观。

图 13：10 月份房地产开发投资继续上升

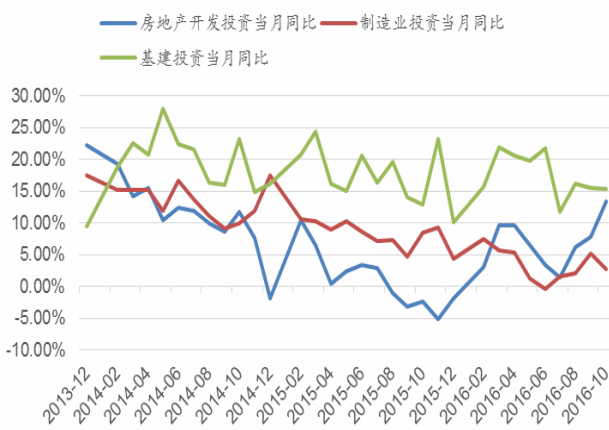


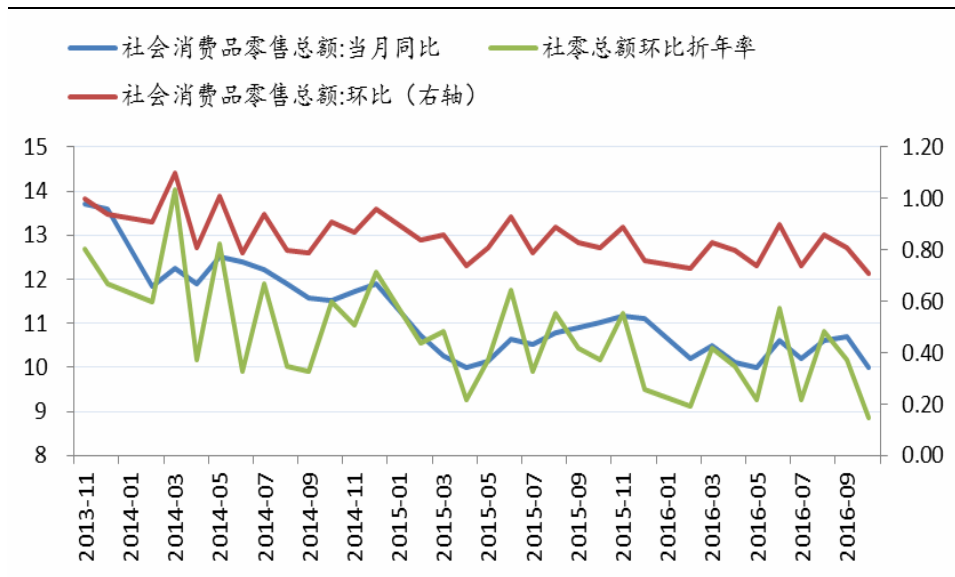
图 14：10 月份房地产新开工面积小幅提升



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

另外，从消费需求看，社零销售总额在 10 月份出现较大幅度下降，这主要与双十一推后消费、去年汽车购置税优惠的高基数有关。尽管双十一及年末消费的增加有望令消费保持平稳运行，但汽车销量回落及高基数情况仍在，且房地产政策趋紧也将带动其下游需求的衰减，终端消费需求难以得到明显提振。

图 15: 10 月社会消费品零售总额增速降幅较大



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

具体来看, 受汽车购置税减半时间节点影响, 去年 10 月份起汽车销量大幅提升, 导致今年四季度汽车消费同比基数较大, 10 月份汽车产销增速出现明显回落。11、12 月高基数还将持续, 因此尽管会出现优惠政策到期前的集中购买, 增速也不会超越三季度的高点。因此汽车对整体需求的拉动作用仍在减弱。另一方面, 房地产政策收紧对其下游产业的消费需求的影响也开始显现。房地产成交降温后, 建筑装潢材料、家电销量也随之走弱, 未来这一现象预计仍将持续。

图 16: 10 月份汽车产量销量开始回落

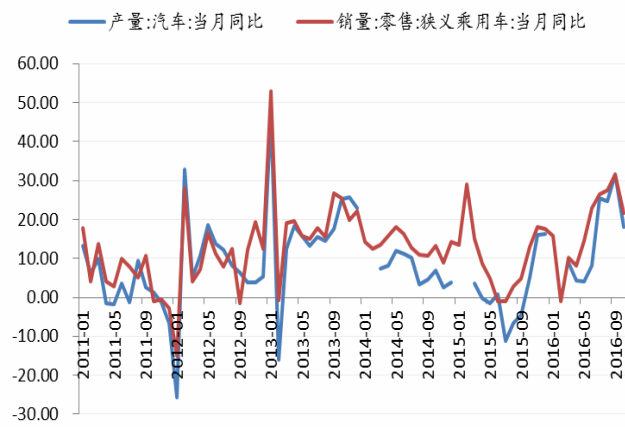
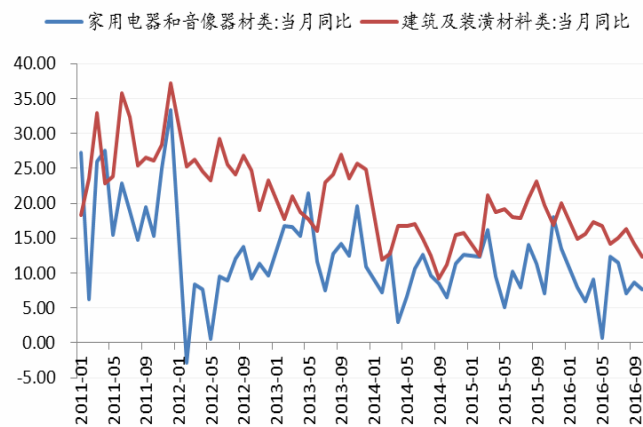


图 17: 家电及建筑装潢销售额继续下滑



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 美元加息箭在弦上, 国内流动性缓步收紧

美联储年内加息预期的持续走强成为推动美元指数迭创新高的核心动力, 面对于

此，包括人民币在内的新兴市场经济体货币普遍走弱，面对贬值预期的不断自我强化，国内资本外流的压力有增无减，对国内货币政策自主性带来显著冲击。不仅人民币贬值预期令货币宽松行为多有掣肘，更为重要的是，“控杠杆防风险”逐步取代“稳增长”成为货币调控的重要目标，受此影响，名义上保持稳健的货币政策实则处于收缩之中，全市场流动性正在缓步收紧。

2.1 美国加息临决断，人民币贬值压力进一步来袭

随着时间的脚步迈入 2016 年的最后一个月，市场在经历了美联储对加息预期的反复干预后终将迎来加息决断的最后一个时点，美联储在此次议息会议上宣布加息显然已势在必行，受此影响，人民币贬值压力一时难改，并令资本外流得以延续。

2.1.1 美国年内加息日渐明朗 美元强势仍将保持

特朗普当选美国新任总统后随即宣布了大力度的财政刺激方针，由此极大地提升了全球的通胀预期，加之近一月内美国数据总体向好，美联储加息的可能性不断抬升。首先，在劳动参与率触底反弹的情况下，美国失业率仍能保持低位，而且劳动时间和薪酬同比持续改善，这表明美国的就业市场已进入充分就业状态；其次，房地产市场的持续改善和消费者信心指数的再度走高为美国经济保持扩张提供了基础；最后，美国通胀水平仍在提升，这令美联储不得不对通胀前景给予更多关注。市场对美联储年内加息预期的持续高涨推动美元指数屡创新高，其 11 月内升幅达到 3.20%，期间美元兑欧元和日元的升值幅度分别达到 3.35% 和 7.71%，美元指数中的其他货币除加元外，相对美元的贬值幅度也均超过 2%。

面对经济数据对加息支持力度的提升，美联储的态度也更为明朗，11 月初的 FOMC 会议声明指出“加息的理由进一步强化，但仍需更多证据加以推动”，而在美国大选结束后，美联储主席耶伦参加国会听证会时进一步表示“相对较快的加息是合适的”，随后于月底发布的 FOMC 纪要也表明多数货币委员会委员对加息的支持。

综上所述，在经济数据持续向好的支持下，美联储官员们对加息的态度愈加坚决，因此美联储于 12 月议息会议时宣布加息基本确定，这将令美元指数继续保持强势，进而令新兴市场经济体资本外流的压力短期难改。

图 18: 10 月份美国失业率小幅回落

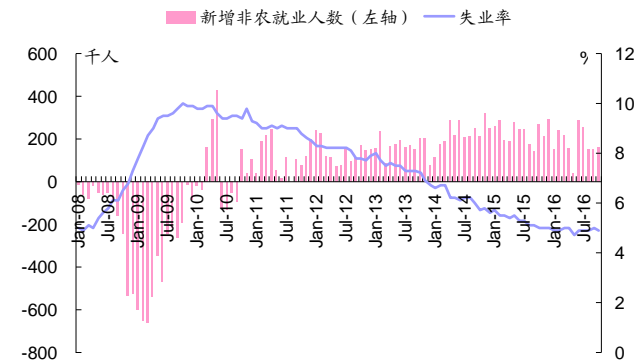
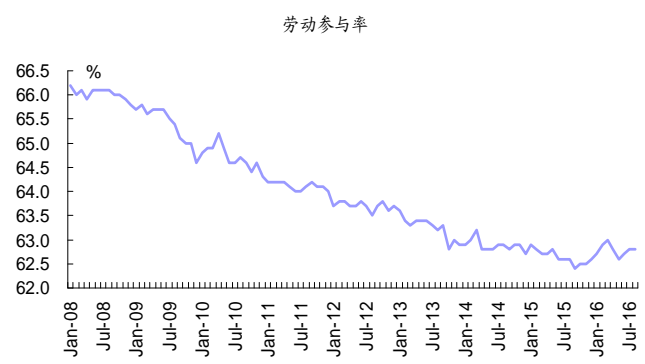


图 19: 美国劳动参与率企稳反弹



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 20: 美国制造业工作时间和薪酬同比持续走高

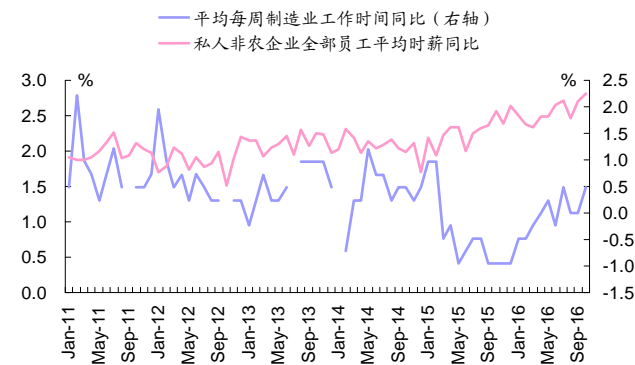
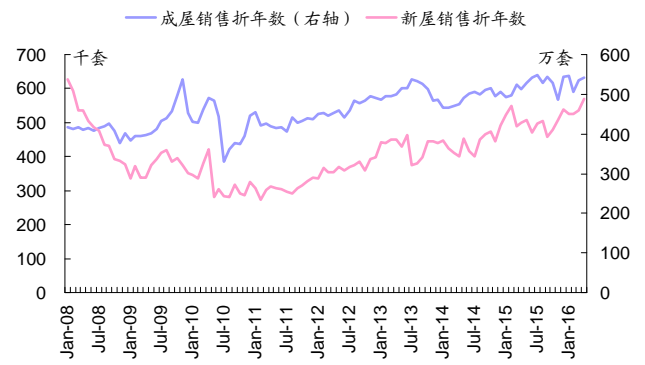


图 21: 美国房地产市场仍在改善



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 22: 消费者信心指数重归上升

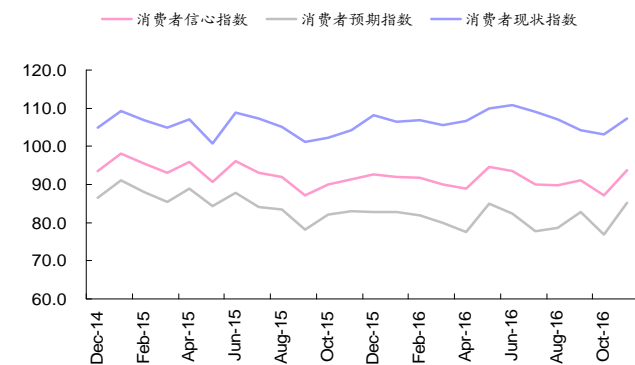
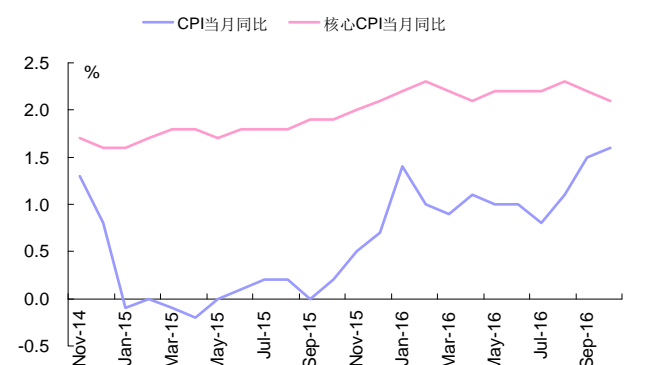


图 23: 美国名义通胀水平继续抬升



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 24: 美元指数迭创新高

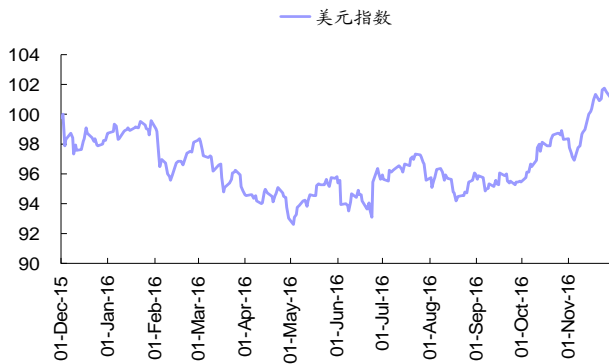
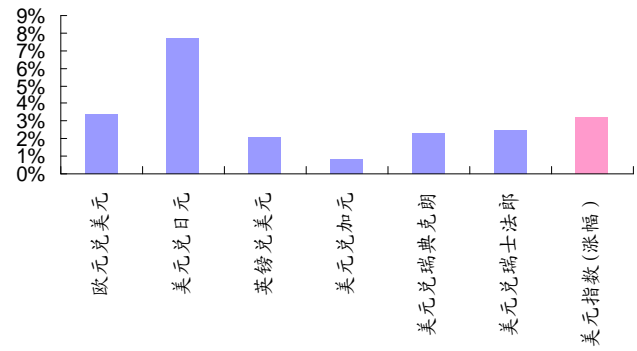


图 25: 11 月内日元对美元贬值最为明显



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2.1.2 人民币贬值压力不减 资本外流动力依旧较强

面对美元指数的高歌猛进, 人民币对美元持续贬值, 11 月内美元兑人民币中间价升幅达 1.85%, 相较于此离岸人民币贬值幅度更高, 12 月期 NDF 数据显示的人民币贬值幅度则达到 2.16%。然而, 因为人民币在 11 月内对欧元和日元均保持了强势, 所以 11 月内 CFETS 人民币指数继续得以保持平稳。面对人民币对美元的一再贬值, 外汇占款再度显著回落, 10 月内外汇占款减少近 2700 亿元, 有鉴于此, 我们认为在美元指数强势短期难改的情况下, 人民币贬值压力将继续存在, 并继续推动资本外流, 进而对国内货币政策的独立性形成冲击。

图 26: 人民币对美元继续保持贬值态势

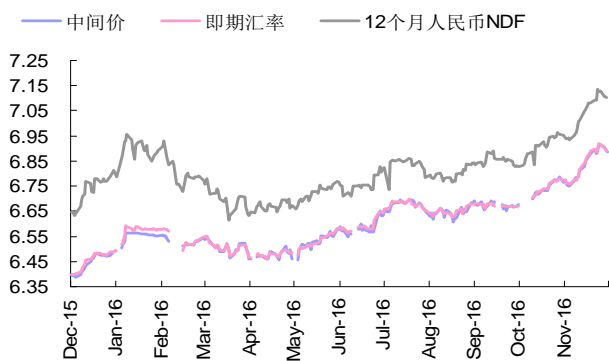
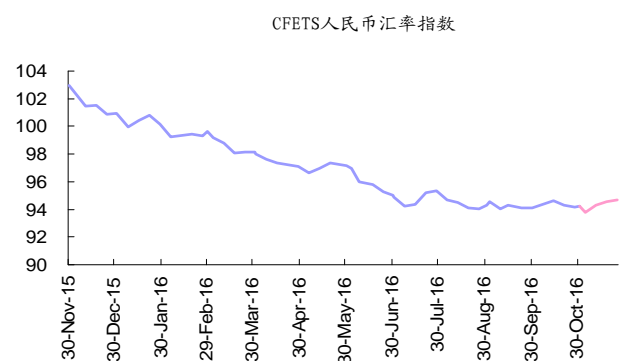


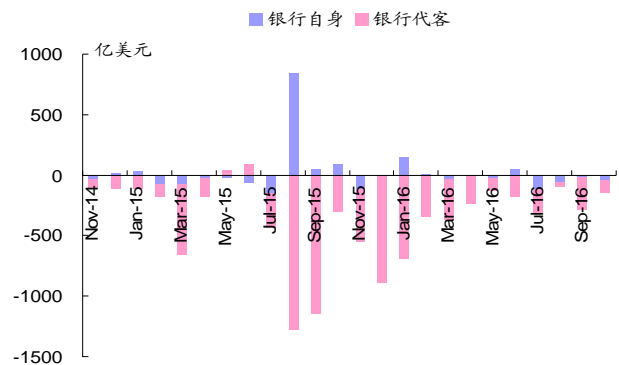
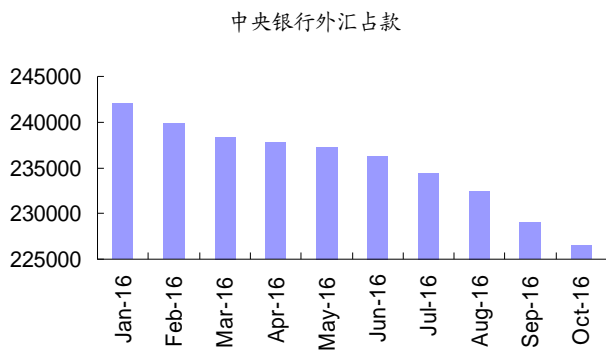
图 27: CFETS 人民币指数依旧平稳



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 28: 10 月份外汇占款继续下降

图 29: 银行结售汇数据表明居民购汇意愿仍强



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

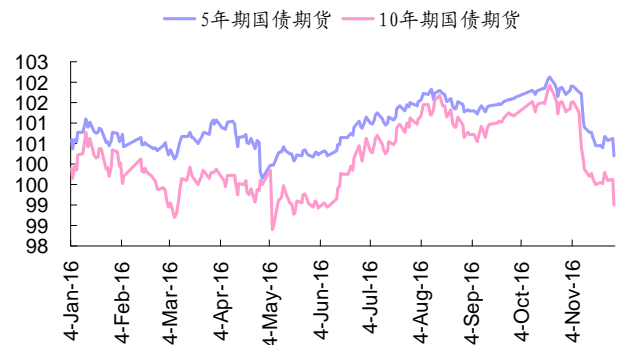
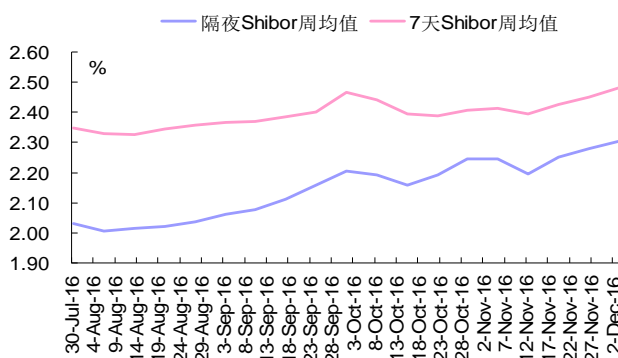
2.2 控杠杆防风险仍在路上 国内流动性缓步收紧

美国加息预期提升的溢出效应令新兴市场经济体资本外流压力居高不下, 与此同时, 我国国内控杠杆防风险的政策导向也进一步扭转了市场对国内流动性前景的判断。

11月中旬发布的“三季度货币政策执行报告”秉承了此前中央政治局会议的精神, 将抑制资产泡沫和防范经济金融风险提到了新的高度; 特别是报告通过专栏的形式明确了央行以“收短放长”抑制期限错配和流动性风险的调控态度, 以及对“弃汇率、稳房价”和“弃房价、稳汇率”观点的否定, 并明确指出货币政策的关键“是要继续保持稳健和中性适度的货币环境, 同时发挥好宏观审慎政策在维护金融体系稳定中的作用”。在央行控杠杆防风险态度更为坚决的同时, 银监会的风险管控也再下一城, 为了进一步规范表外业务发展并切实防范风险, 11月银监会发布《商业银行表外业务风险管理指引(修订征求意见稿)》。

图 30: Shibor 利率震荡中枢缓慢抬升

图 31: 11 月国债期货显著走跌

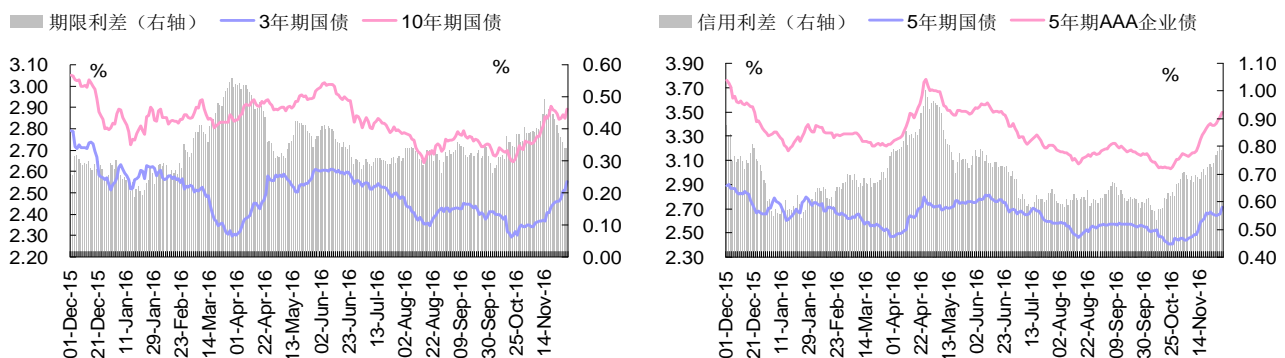


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

面对监管的持续趋严，货币市场利率则保持缓步走高的既有路径，11 月隔夜和 7 日 Shibor 利率周均值继续抬升，幅度分别为 6bp 和 7bp。与此同时，国债期货则大幅下跌，进一步强化了市场对利率前景的担忧。面对控杠杆防风险措施的不断推进，市场高涨的杠杆率水平开始松动，债券市场收益率水平逐步抬升，而且流动性好的短期品种成为卖出的主要对象，这直接导致期限利差的收窄，然而信用利差则持续走扩并向今年 5 月份时的高点靠近。

图 32: 短端利率抬升更大令期限利差有所收窄

图 33: 信用利率继续走扩



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

展望 12 月份, 即将召开的中央经济工作会议仍将继续强调控杠杆防风险的重要性, 加之美联储加息对国内补水行为的牵制, 国内流动性总体环境将保持缓步收紧的既定态势。因此, 货币市场利率震荡中枢的抬升尚未终结, 债券收益率水平也将由此而继续走高, 且在中短期品种的出售行为告一段落后, 期限利差将再度走扩。对于 A 股而言, 无风险收益率的抬升过程也仍将持续。

3. 市场判断

本月来看, 深港通的开启将使 A 股进入了新时代, 其对资本市场的长期影响或大于短期。而监管的进一步收紧, 则让过热股有降温的压力, 但本质不会动摇 A 股震荡的格局。

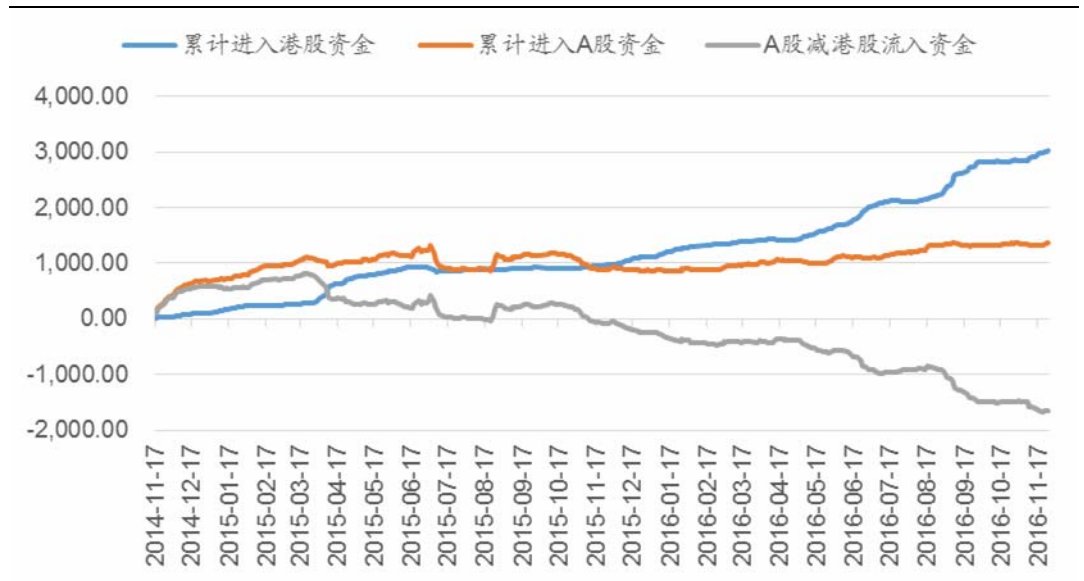
3.1 深港通落地, 长期意义大于短期

沪港通已经开通两年有余, 深港通亦将在 12 月 5 日正式开启。伴随沪港通的开通 A 股曾经出现一波牛市机会。深港通的到来是否也有同样的机遇呢?

从资金的情况来看, 沪港通开通之时, 资金主要呈现从香港流入 A 股的特征, 然

而这一过程随着 2015 年二季度 A 股估值的扭曲, 和后来人民币贬值过程的开启, 而出现了逆转。资金逐渐转从 A 股流向港股, 这一过程, 至今仍在延续。我们认为深港通的开启虽然扩大了港资配置 A 股的可选标的, 但与此同时也增大了 A 股资金南下的选择范围。考虑到目前 A 股中小及创业板的高估值情况, 以及资金仍在南下流向价值更为低估的港股的局面, 深港通的开启很难最终扭转资金南下的格局。

图 34: 港股和 A 股资金流入情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 1: 沪港通和深港通投资范围比较

	南向投资范围	北向投资范围
沪港通	恒生综合大型股指数的成份股; 恒生综合中型股指数的成份股; A+H 股上市公司的 H 股。	上证 180 指数成份股; 上证 380 指数成份股; A+H 股上市公司的本所上市 A 股。
深港通	恒生综合大型股指数的成份股; 恒生综合中型股指数的成份股; 恒生综合小型股指数成份股, 且成份股定期调整考察截止日前十二个月港股平均月末市值不低于港币 50 亿元, 上市时间不足十二个月的按实际上市时间计算市值。 A+H 股上市公司在联交所上市的 H 股。	深证成份指数及深证中小创新指数成份股定期调整考察截止日前六个月 A 股日均市值不低于人民币 60 亿元, 上市时间不足六个月的按实际上市时间计算市值; A+H 股上市公司在本所上市的 A 股。

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

既然深港通不会扭转资金的总体走向, 那仅从个股影响的角度, 会不会成为部分个股上涨的催化剂呢? 历来有种观点, 就是与港股的互联互通会推升 A 股的折价标的, 并对 A 股相对港股稀缺的标的有提振作用。

对于折价标的的受益这一观点，其出发点本质上是一价定律。从逻辑上看一价定律并没有什么问题，同一公司投票权、受益权相同的股票，其定价应趋于一致。不过遗憾的是沪港通的经验并不能有效验证这一点。尽管上交所含 H 股的 A 股整体表现好于上证指数，但在开通后一个月内，溢价的 A 股表现甚至优于了折价的 A 股。对于这种现象，我认为市场自身更为主导的因素在那一阶段左右了其市场的表现。而对于深港通而言，总体含 H 股的 A 股较少，而折价的仅有 1 只，因而能提供给 A 股投资者的机会较少。更多的意义在于，A 股投资者可以通过港股渠道，配置一些港股价格更为合理的标的。

表 2: 沪港通阶段 A 股折价板块累计表现

上交所股票	开通后 1 个月 累计涨幅%	开通后 2 个月 累计涨幅%	开通后 3 个月 累计涨幅%
折价 A 股	24.6	50.6	37.6
溢价 A 股	28.7	42.0	33.5
AH 股	27.5	44.4	34.7
上证综指	21.9	36.2	30.0

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 3: 含 H 股深交所上市公司的折溢价情况

A 股代码	股票名称	港股代码	11 月 30 日 A 股股价	11 月 30 日港股 股价 (港币)	折溢价率
000338.SZ	潍柴动力	2338.HK	10.2	12.5	0.92
000776.SZ	广发证券	1776.HK	19.55	18.16	1.21
000002.SZ	万科 A	2202.HK	26.98	23.8	1.28
000513.SZ	丽珠集团	1513.HK	58.91	49.95	1.33
002594.SZ	比亚迪	1211.HK	55.33	46.7	1.33
000898.SZ	鞍钢股份	0347.HK	5.21	4.38	1.34
000039.SZ	中集集团	2039.HK	15.28	11.72	1.47
000157.SZ	中联重科	1157.HK	4.76	3.57	1.50
000063.SZ	中兴通讯	0763.HK	16.84	12.6	1.51
002672.SZ	东江环保	0895.HK	19.06	13.88	1.55
000488.SZ	晨鸣纸业	1812.HK	10.73	7.7	1.57
002202.SZ	金风科技	2208.HK	18.84	12.24	1.73
000921.SZ	海信科龙	0921.HK	10.83	6.77	1.80
000756.SZ	新华制药	0719.HK	13.13	5.7	2.59
000585.SZ	东北电气	0042.HK	7.81	2.98	2.95
002490.SZ	山东墨龙	0568.HK	10.96	3.42	3.61
002703.SZ	浙江世宝	1057.HK	40.05	10.88	4.15

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

对于 A 股稀缺标的会受到港股资金追捧这一观点，沪港通的经验表明，其短期作

用亦有限。我们选取了上交所 8 只 A 股相对 H 股有一定稀缺性的标的，然而他们构成的组合并不能在沪港通开通的 3 个月内跑赢市场，相对行业也并无持续的超额收益表现。由此可见，稀缺与否并不必然带来深港通后相关标的的超额收益

表 4: A 股相对港股稀缺标的的沪港通阶段表现

A 股代码	股票名称	1 个月绝对涨幅%	2 个月绝对涨幅%	3 个月绝对涨幅%	1 个月累计相对行业涨幅%	2 个月累计相对行业涨幅%	3 个月累计相对行业涨幅%
600519.SH	贵州茅台	14.8	18.3	16.5	5.0	5.2	3.3
600690.SH	青岛海尔	5.5	19.9	14.9	-6.7	-2.1	-11.2
600104.SH	上汽集团	16.6	31.7	22.7	4.8	18.4	4.7
600276.SH	恒瑞医药	1.6	1.9	7.9	-5.4	-2.2	-3.7
600315.SH	上海家化	-7.5	-0.4	2.6	-16.1	-10.4	-12.9
601888.SH	中国国旅	8.7	21.4	31.5	3.3	17.5	18.5
603288.SH	海天味业	10.2	17.4	30.0	0.4	4.3	16.7
600011.SH	华能国际	14.7	30.0	12.6	-6.2	6.0	-9.4
	平均	8.1	17.5	17.3	-2.6	4.6	0.7
000001.SH	上证综指	21.9	36.2	30.0			

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

总的来看, 资金目前呈现由 A 向 H 净流出的格局, 深港通的双向扩容, 并不必然能扭转现在资金的总体格局。而对于个股性的机会而言, 配置折价股的逻辑通顺, 但深港通阶段可选标的的过少。而稀缺性标的的提法似乎并未得到沪港通阶段的验证, 有待于进一步的观察。由此可见, 深港通带来的短期深股投资机会相对有限, 更多意义在于拓展了资金渠道, 为资本市场的健康发展提供坚实基础。

3.2 双管齐下收紧监管, A股捉妖模式未变

我们认为对于现阶段 A 股, 其自身逻辑的演绎将是更为重要和主导的。近期, 监管收紧的压力骤升, 不仅证监会主席痛批部分险资的不当行为, 并且交易所层面也通过两融折算率的调整而纠正市场的炒差行为, 此也彰显了监管层对资本市场风险的防控。

部分险资在 A 股的疯狂举动, 的确是近一段时间市场关注的焦点。险资之所以疯狂举牌 A 股, 这里有资产慌的问题, 特别是在债市风险加大, 债券阶段性配置价值降低后, 来自于大类资产配置方面的被动考虑。当然也有投连险快速发展, 资金成本推升下的无奈。更有金融资本对部分上市公司治理结构不当下的趁虚而入。

然而对于这一现象，监管层则态度也逐步亮明。保监会曾多次发文，规范险资的投资行为，强调保险姓“保”。而上周证监会主席在中国证券投资基金业协会会员代表大会上的鲜明表态，其“土豪、妖精及害人精”的痛批，是对近期资本市场上举牌、杠杆收购做法的一次震慑，这也预示针对相关行为的监管将显著增强。

表 5: 保监会对保险资金投资行为的监管持续加强

日期	监管内容
2015 年 12 月	保监会连续下发《保险资金运用内部控制指引》、《保险资金运用内部控制应用指引》及《关于加强保险公司资产配置审慎性监管有关事项的通知》三文，要求保险机构提升保险资金运用内部控制管理水平，提前防范化解风险。
2016 年 3 月	《关于规范中短存续期产品有关事项的通知》，以规范中短存续期保险产品健康发展，守住不发生区域性金融风险的底线。
2016 年 7 月	《关于进一步加强保险公司关联交易信息披露工作有关问题的通知》，以进一步加强保险公司关联交易信息披露工作，对特定关联交易应当逐笔报告和披露。
2016 年 9 月	《中国保监会关于强化人身保险产品监管工作的通知》和《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》，增加保险产品的保障属性，提升保险公司的履约能力。

资料来源：渤海证券研究所

我们认为此次在监管层极其严厉措辞的表态后，保险资金的举牌行为将转向收敛，部分股价由于举牌因素而出现飙升的权重股，将有短期回调的要求。但总体来看，价值股的挖掘并非逆潮流之举，只不过用怎样的资金，以怎样的方式来投资才是监管层的忧虑所在。

除了对举牌行为的严厉批评外，上周沪深交易所还对两融折算率也作出调整，在扩容的同时，对静态市盈率在 300 倍以上或为负数的个股折算率下调为 0%。这一监管规则变化，我们认为本质在于对绩差股风险的控制，使其不再成为担保物后，将降温部分资金对绩差股的追捧。

双管齐下，我们认为上周末的这次监管行动的升级，是对前期市场过热的举牌行为的警告，是对 A 股历来的炒绩差股行为的一次规范。市场也将由此出现过热股的风险释放过程。监管的加强不会本质上改变市场整体震荡的环境，投资者应在风险释放过程中，关注可能出现错杀的绩优股。由业绩好导致的股价强，是成熟市场获取收益的最理性方式，也是监管层希望 A 股发展的方向。此外，还可以关注在风险释放过程中，出现逆势的标的，其往往代表了资金在弱势环境下的偏好，特别是前期资金没有主动拉升的标的，风险释放后往往有着良好的弹性。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所高级销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn