

券商中期策略梳理与启示

武平平 ☎: 010-83571303

✉: wupp2011@163.com

引言：2014 年上半年，债强股弱，债券市场牛市持续，股市弱势难以打破，上证综指始终在 2000 点左右波动，IPO 重启、打新热潮再起。下半年整个资本市场走势如何？债市牛市能否持续，股市能否走出低谷、弱势反弹，成为各家券商争论的焦点。六月份以来，各大券商中期策略研究报告密集发布，多空观点激烈交锋，逻辑结构不同、视角不同、理论支撑不同造就的结论不同，如何客观分析这些观点尤为重要。本文梳理各主要券商的投资逻辑与建议，分析影响经济增长的核心驱动力，综合把握影响经济基本面的风险与机遇，衡量多空因素作用力度，在不确定的时代寻找确定性机会。

一、多方投资要点与投资建议

随着中央政府“微刺激”组合拳的推出以及 6 月份上证指数区间连续小幅反弹，机构看多情绪开始蔓延，以国泰君安、安信证券为代表，值得一提的是安信证券一改坚持半年的看空逻辑，由空转多，市场观点的骤然改变，引发关注。

国泰君安的中期策略观点维持对全市场 20%反弹空间的判断。国泰君安认为，尽管对当前经济前景预期普遍悲观，但其先前假设的无风险利率下降已得到市场验证和共识，受制于增长

转轨压力、地产市场震荡、信用风险暴露以及监管规范化因素，风险溢价持续高企甚至进一步上升是制约估值的核心因素，当前 A 股中蓝筹股风险溢价甚至已经超越 2013 年钱荒高峰时期，全市场恐慌水平也与历史高点接近。自 4 月初以来，蓝筹已显示了明显的相对收益。展望未来半年，推荐蓝筹以攻代守，建议配置政府、商业模式、创新三大驱动下受益的子行业，比如国防装备、铁路设备、特高压、智能家电与家居、智能物流、蓝宝石、LED 等。安信证券中期策略会以“守时待势熊自去，楼花落尽牛渐来”为主题，引发猜想。安信证券认为，08 年金融危机后，出口以及关联产业持续疲软，政府通过基础设施建设以及房地产两种刺激手段救市，且战且退，弊端逐渐显现，突出表现在房地产泡沫以及地方政府债务平台高企两个方面。然而海外经济的恢复将逐渐带动出口以及相关产业的复苏。房地产市场的去泡沫调整已经开始，但是至少需要 3-5 年的时间回归到相对正常水平，经济正在弱势复苏，3 季度看平，4 季度看多，成长股机会很大。行业自上而下推荐大银行、大石化、大地产，自下而上推荐电子、传媒、计算机等。主题投资机会看好军工、军民融合和进口替代。安信策略会可以概括为“熊渐去，牛渐来”，宏观观点开始逐步看多。

二、空方投资要点与投资建议

相对于多方，空方阵容强大，以中信证券为代表。中信证券的核心观点可以概括为“地产时代终结股市弱势寻底”。中信证券认为，当前中国房地产市场大潮正在退去，此次地产行业的调整波动不再是“假摔”，地产时代终结。以房地产为代表的各类风险持续释放，基本面预期弱平衡向下打破与风险溢价抬升叠加，意味着 A 股市场下半年仍将呈现弱势寻底走势，债市相对优于股市的特征有望贯穿全年。当前房地产拐点预期已成型，风险将逐步释放；中央政府多批次微刺激难以完全对冲房地产拐点的压力影响。另外，下半年风险溢价将继续抬升，市场估值压力仍然较大。在基本面弱平衡向下打破与风险持续释放的影响下，市场风险溢价的上行仍将持续，尤其是三季度。中信证券将 2014 年全部 A 股盈利增速预测从 9.8% 下调至 7.5%，盈利同比增速下行趋势仍将持续，三季度将是全年低点，四季度微幅上涨，下半年 A 股市场仍将弱势寻底。对此，中信证券建议投资者积极防御，同时精选主题，行业配置上建议主仓消费、公用，寻求确定性防御。其中，大消费板块中的农业、医药、食品饮料、旅游、服饰等行业的基本面有望回升，且兼具一定估值优势；而电力、交运等公用类板块业绩稳定、股息率较高，在弱市中防御属性明显。另外，建议适配低估值蓝筹，攫取相对收益，包括高分红收益率的银行、地产等。

三、多空策略总结与启示

经济与政策的双向博弈是市场研究的焦点，基于数据和素材的趋同性，各家券商对于基本面的分析显然不会存在较大差异，分歧点主要在于经济前景预期与政策时效性。盘点各主要券商的策略观点，可以归纳支撑多空观点的逻辑和证据，为我们分析结论的适用性与有效性提供素材。多方的逻辑主要在于以下两个方面，蓝筹低估值，已经显示了明显的相对收益；流动性环境在逐渐变得宽松，A股流动性宽松来自海外资金，如出口恢复、沪股通实施等。空方的逻辑主要在于以下三个方面，GDP下行趋势并未真正企稳，经济转型、结构调整成为政策重心，微刺激成为常态，大幅宽松政策出台可能性甚微，考虑到慎重的政策力度、低迷的风险偏好，改善空间不易乐观；房地产拐点到来，房地产风险仍未见底，经济预期弱平衡向下打破；下半年风险溢价将继续抬升，其风险溢价抬升是短期与中期因素叠加的结果，难以快速打破，主板蓝筹低估值有助于制约指数大幅下行，但绝非上行的充分条件。

一般来说，技术红利、人口红利、资源红利以及制度红利是经济增长的核心驱动力量。然而当前中国人口红利、资源红利不再，经济持续上行只能诉诸技术创新与制度完善。技术层面追求全要素生产率的全面提升，短期难以实现。政策层面，中央政府正在简政放权、反腐，但是政策存在时滞性，从出台到落地再到发挥作用，需要时间较长，经济条件可能悄然改变。然而中国当前正在深化改革，各种影响经济下行的不确定因素正在减少，“改革是中国的最大红利”、“当不确定性逐步减少之时，事物就在向好的方向发展”，因此我们应当对经济前景充满信心，在投资机会选择上，综合把握影响经济基本面的风险与机遇，衡量多空因素作用力度，在不确定的时代寻找确定性机会。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-83571303

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>