券商中期策略激辩下半年市场运行图

“经济雾”为牛熊分歧 “反弹浪”成多空共识

□本报记者 李波



2012年即将过半，券商中期策略大戏再度上演。从已经发布中期策略报告的主要机构来看，券商对下半年市场存在较大分歧。以国泰君安、招商证券为代表的多方阵营看好后市，长江证券、安信证券则相对悲观，中金公司提出倒V型走势，华泰联合略显中性。在旗帜鲜明的多空交锋中，对经济下半年能否回升的争论成为多空双方各执一词的关键。行业配置方面也呈现出泾渭分明的“攻”“守”特征。不过，三季度反弹则成为多空双方难得的“交集”，在连续下探之后，“五穷六绝七翻身”的股谚有望再度成真。

GETTY 图片 合成/王力

多方：经济见底+政策放松=反弹

站在经济增速和通胀双下的阶段，投资时钟的指针已经处于黎明前夜，而经济一旦见底，则将触发投资时钟转向股市时间。正是基于对经济底的预期，不少机构对下半年的市场较为乐观。

招商证券指出，经济下行周期已到尾声，下半年经济将回升，预计二季度是经济底，三季度略回暖，四季度和明年上半年经济显著回暖。上半年的中级反弹是流动性改善带来的估值反弹，下半年流动性继续改善的同时，将看到经济基本面的回暖，股市将从流动性推动的中级反弹向经济回升推动的中期反弹转化。

海通证券也认为，结合长期增长趋势和周期底部判断，下半年经济将企稳反弹。主要原因在于希腊退欧风险下降意味着外部冲击可能见底，房地产最坏时候已经过去表明内部冲击见底，政策也将起到托底的作用，经济下滑无碍“刚需”存在，主动去库存之后面临库存回补，通胀有望在三季度见底。

除了经济改善，政策放松也成为不少机构对后市乐观的重要逻辑。国泰君安指出，随着进一步的降息和降准，长期利率会有一定下降，流动性环境整体有利于支撑市场估值，而财政刺激政策的推出也令贷款需求改善，下半年业绩同比增速回升的节奏将比上半年更为明显。该机构认为下半年小牛市格局仍将延续，上证综指波动区间上限为2800点。

国信证券对政策影响的表述则更为鲜明，其指出，通胀下半年进一步回落，流动性进一步宽松，下半年股市总体乐观，高度取决于政策的刺激力度和方式，具体在于房地产政策的松紧程度和流动性是否流向实体，预计下半年沪深300的估值区间在10–13倍之间。

值得一提的是，在多方阵营中，除了完全看多后市之外，也有不少机构对下半年的市场持“中性乐观”态度。最为典型的属中金公司，其认为下半年A股将呈倒V型走势。7、8月份随着政策放松的力度加大以及资金面的显著改善，市场将有一波反弹行情，可达高点约为2500–2600点；但三季度末，随着政策放松对于实体经济的提振效果弱化的趋势更加明显，加之股票供给压力的增加，市场可能回落。

同样，华泰联合在肯定政策效应的同时提出了对经济的担忧，其认为，稳增长政策令市场回落风险后移，三季度反弹概率加大；不过，由于三季度国内经济增速回升更多是基数原因而非实际需求回暖，因此股市三季度反弹幅度有限，后期经济复苏延迟导致的阴跌依然是主要风险。

空方：经济下行+业绩回落=难反转

沿袭传统的“情雨表”逻辑，如果经济衰退超预期、经济底延后以及业绩持续下行，那么下半年市场将难以由熊转牛。作为中期策略空方代表，长江证券和安信证券对后市的研判便是遵循该主线。

长江证券认为，工业生产、发电量、投资增速等实体经济的重要监控指标都处于10年的低位，主导产业已进入下降周期，资本存量增速以及其对GDP增长的边际贡献也将回落，2009年大规模财政刺激的后遗症至今仍然存在。诸多影响因素下，经济增速将长期缓慢回落，不会因为外部冲击和政策刺激而改变，本轮中周期衰退的时间更长，低点更低。在中周期潜在增长率下降的背景下，经济衰退时间将远超市场预期，市场在2012年可能与中周期经济底部无缘。

长江证券还指出，当前工业库存与工业增加值均已降至2000年来小周期低点，政策刺激或将引发一次极短的小周期复苏，预计三季度经济可能出现环比改善；但这种小周期复苏只是假象，并非中长期经济底部，三季度或有阶段性行情，但并不是反转拐点。

ROE是经济的放大镜。经济对股市的影响无疑是通过“宏观经济增速–中观行业景气度–微观上市公司业绩”的链条传导，经济下行落实到市场，便是利润回落对股价的压制。安信证券关注的便是微观层面企业盈利的变化。

安信证券指出，从长期来看，由于市场规模的扩大和资金的跨境流动，任何一个经济体都很难将严重偏高或偏低的风险偏好长期保持下去，企业ROE的趋势将主导股票市场趋势。对于A股而言，随着货币政策和实体经济资金需求的联系越来越紧密、贸易顺差规模不复当年、人民币国际化迈出步伐、流通市值规模大幅攀升，企业盈利将逐步取代流动性成为决定市场估值的核心变量。因此，虽然利率水平已经见顶，但由于风险偏好的长期下降趋势以及无法预期到企业盈利将在未来两个季度内出现底部，因此市场中期底部难以明确，2012年下半年市场投资机会将小于上半年。

经济存分歧 三季度反弹成共识

经济是股市运行的基石，因此经济见底的不确定性也就意味着，其既可作为多方看好后市的重要凭据，亦会成为空方看淡后市的关键逻辑。从主要机构的中期策略来看，引发多空分歧的关键点归根到底便是经济能否尽快见底。

值得一提的是，多空双方对后市的判断也出现了惊喜的“交集”。如果排除对反弹性质的探究，三季度反弹几乎成为多空双方公认的市场轨迹。在经济可能出现小周期改善的背景下，“五穷六绝七翻身”的股谚可能又会重演。

从比例来看，看多后市的机构数量略占上风，看淡后市的空方队伍相对单薄。不过，股市的“少数派法则”不能不引发市场对空头逻辑的正视与思考，而部分看多后市的机构亦对经济底延迟风险进行了提醒。在结构转型的背景下，政策力度的拿捏趋于微妙，“温补”特征和滞后效应将令经济底构筑错综复杂，预计后市多空双方对于政策和经济的博弈也将更趋激烈。

行业配置上，多空双方也形成了典型的“攻”“守”两种配置风格。对于看多后市的国泰君安等机构来说，受益流动性放松和利率下行的房地产和券商两大行业几乎成为“必选”；而相对谨慎的长江证券等机构则更加青睐医药、环保等受益需求扩张和产业升级的行业。

具体来看，国泰居安下半年看好房地产、券商、工程机械、电子、医药等行业；国信证券建议超配非银行金融、房地产、机械、电子以及新材料等战略新兴产业；招商证券建议配置地产产业链、证券、保险，成本压力大幅缓解、产业活力回升的中下游制造业，以及库存周期已处于底部的医药。中金公司则对择时择股进行了细化，指出三季度看好房地产和券商的核心配置，辅以一些周期股以及消费、电子、环保、军工等主题板块的交易性机会，三季度末开始降低仓位，回归防御型配置，如电力、医药、白酒等。

相比之下，长江证券建议下半年可择机布局中期看好行业，如医疗、金融、环保、传媒、金改概念，在三季度反弹参与阶段性主动补库存的交运设备、专用设备、电气设备、通信设备与计算机，之后下探阶段回归非周期防御行业。安信证券则建议配置两条主线，一是供应收缩带来企业盈利回升的传统过剩产业，如火电、地产、纺织、家具；二是不存在大规模产能过剩的新兴行业以及需求扩张带来企业盈利增长的转型行业，如医药、环保等。

地产券商成“硬通货” 主题性机会惹关注

□本报记者 曹阳

今年以来，地产板块与以券商为首的非银行金融板块持续走强，引领了大盘上半年两次颇具规模的反弹。但由于上述两大行业板块今年已累积了较大涨幅，近期存在较强的获利回吐压力，受此影响，大盘近期亦持续调整。不过，纵观券商整体的配置思路，地产、券商仍然是下半年重点推荐的“硬通货”，而部分强周期行业以及新兴产业同样存在着主题性投资的机会。

地产、券商主流配置地位不改

在经济持续下滑的背景下，管理层逆周期调控的动力正在逐步增强，可以预见的是，下半年管理层在投资方面将进一步增大力度，同时在一定程度上放松对部分行业的政策管制，行业板块的机会大多便来自于此。

国信证券认为，每当经济下滑后，政府一般致力于放松管制以推动相关行业杠杆率的增加。从目前政策的走势来看，券商与房地产均处于加杠杆的过程中。如首套房的公积金贷款变化、首套房贷款利率的下降等都是在加杠杆。因此，地产与非银行金融行业在景气度上将迎来持续的转暖。

中金公司同样对券商与地产板块情有独钟，但其也明确指出，对地产与券商板块的配置也有“时限”。中金公司认为，在7、8月份应该坚持地产与券商的核心配置策略。尽管地产和券商已经在上半年获得了一定的超额收益，但这种超额收益有望在三季度初得到延续。这主要是由于今年市场整体基本面和企业盈利状况不佳。一方面，一些传统的盈利较好估值较低的板块，如银行、水泥、机械、汽车等行业均面临着盈利增速进入下行周期的压力；另一方面，中小盘股的整体估值依然偏高，加之下半年限售股解禁压力较大，因此预计其难以出现成板块的持续性上涨行情。

安信证券指出，对传统产业而言，需观察供应收缩带来的企业盈利回升。房地产行业的投资刚刚连续两个季度调整，如果房地产行业的调控继续维持，由于房地产行业的现金流压力巨大，今年下半年房地产行业的投资将继续剧烈收缩。到2013年，一旦需求恢复，那么房地产行业可能再度出现供应小于需求的局面。反之，如果今年下半年政府就放松房地产行业调控，松绑银行信贷，那么房地产股票也将在政策预期下延续此前的上涨趋势，但由于房地产行业的供应仅仅出现了两个季度的收缩，股价弹性或有限。

主题性机会成为券商共识

今年的行情对绝大多数投资者而言都充满了挑战，券商与地产板块在启动之后并未进行过较为有力的调整，这令大部分投资者难以把握从容进场的时机。而其他主题性投资机会往往“来匆匆、去匆匆”，更令投资者望洋兴叹。下半年，对一般投资者而言，券商与地产股的股价仍然高高在上，在没有出现显著调整的情况下，贸然追涨仍存在着较大的风险，因此深入挖掘主题投资和交易性机会或也不失为上策。

国信证券认为，可关注投资启动后给相关行业带来的投资机会。首先，这轮投资的启动表明了国家稳增长的决心，发改委4–5月份新批项目的速度加快体现了其紧迫性。其次，这轮投资从项目构成上看，尽管有铁公基的基础设施监视项目，但不同于2008年主要以基础设施建设为主导，这次主要以节能减排、新兴产业等项目为主导，这也有利于经济转型。此外，可继续关注美国经济处于缓慢恢复过程带来的投资机会，如消费电子等。

中金公司指出，从交易性机会来看，一些周期股板块诸如水泥、机械、化工等板块虽也可能有短期波段操作的机会，但是其股价波动性较大，上涨持续性不强，因此可操作性相对较差。而三季度一些与产业政策相关的个别主题行业板块存在一定上涨机会，比如政策支持的消费电子TMT、环保、军工等板块的股票。

值得注意的是，中金公司认为三季度末，随着政策放松对于实体经济的提振效果弱化的趋势更加明显，加之股票供给压力的增加，股市可能回落。因此其建议从三季度末开始，投资者可以降低仓位，回归到较为防御性的配置，如电力、医药、白酒等。

经济见底：短期或“风吹雾” 长期仍“云遮日”

□本报记者 曹阳

在全球主要经济体普遍面临衰退的大背景下，中国经济也难独善其身。上半年国内经济呈现出较为明显的持续探底格局，至少从最近公布的汇丰6月份PMI初值来看，这一趋势仍在延续。于是，在当前股市运行对上市公司业绩变化高度敏感的时代，经济底何时出现便成为了投资者普遍关心的焦点。

尽管持续恶化的经济数据不断打击着投资者对经济提早触底反弹的乐观预期，但对券商等研究机构而言，如今惨淡的经济基本面尚在预期之内。而二、三季度将出现短周期经济底部的观点渐成主流，只是在中国长期经济增长问题上，大部分研究机构普遍较为悲观。

短周期经济底部或现

日前，汇丰公布的6月份中国制造业采购经理指数（PMI）初值，从5月份的48.4降至48.1，创下本年度最低水平。在5月份经济数据略好于预期的情况下，6月PMI数据的再创新低无疑对预期经济底部将现的投资者当头浇了一盆冷水。不过，这一切并没有超出业内人士的预料，而二季度将成为短周期经济底部的判断仍然占据主流。

上半年我国经济增速下滑较快，主要在于总需求疲弱同潜在增长率下降的负向重叠。自上而下地来看，在我国月度工业增加值数据不断下探的同时，通胀水平的下行同样瞩目；自下而上地来看，上市公司的业绩出现了较为明显的同比下降情况，这种趋势在中报将有所体现。可以预期的是，尽管二季度上市公司业绩环比下降幅度收窄，但同比负增长的趋势仍较为明显。从通胀和就业的角度来看，当前经济增速距潜在水平已然不远。但在企业去杠杆去库存、房地产去泡沫的背景下，加上外需的持续低迷，经济自主增长的动能缺失，因此，二、三季度很可能只是经济下行周期的短期底部。

安信证券首席经济学家高善文对当前国内经济所处位置进行了较为形象的描述。他认为，在中长期跨度内，实体经济将经历U型调整，而目前我国经济正处于U型左侧正在形成底部的位置，左侧底部有望在今年二至三季度之间达到。这或意味着，即使未来信贷扩张和利率下降的组合能够出现，其空间也较为有限。在当前的大背景下，政策的效果顶多使得实体经济加速形成底部、适当抬高底部水平，并刺激市场估值中枢出现一定抬升，但不大可能改变经济底部波动、U型调整的总体格局。

国泰君安姜超表示，未来出口、财政政策和信贷走势或都将向好，将成为带动中国经济走出底部的三大重要外生变量。虽然东部经济减速，但在金融危机后中西部已成为增长龙头。目前中西部的城市化率、抚养比都有利于其增长，工业化进程仍将稳步推进。中西部城市化与工业化将支持未来5年中国经济保持7.5%左右潜在增速，2012年二季度全国GDP7.5%的单季增速很可能是本轮最低点。

潜在经济增速中长期下行

尽管研究机构对国内经济短周期行将见底的预期较强，但他们同样指出了中国潜在经济增速将长期下移的严峻现实。

有分析认为，短周期经济的见底并不意味着中国将摆脱潜在经济增速长期下移的现实。而对于潜在增长率将持续放缓的原因，部分券商研究机构给出了自己的见解。

中金公司估算，到2020年中国潜在增长率将逐步下降到5.5%左右。经济增长短期虽然会在政策逆周期操作的作用下回升，但长期仍难以避免下行趋势。过去三十多年间，经济曾经三次在制度改革的推动下出现较大的上行周期。而三次制度改革之所以能够推动全要素生产率显著上升，一个重要背景是农村存在大量剩余劳动力。数据显示，三次制度改革均成功推动了农业劳动力加速向二、三产业转移。然而，目前我国农村可转移的青壮年劳动力已经大幅下降，据估算，截至2010年底农村15–34岁的青壮年剩余劳动力已经不足3000万人。未来即使进一步的改革改善了制度环境，农村剩余劳动力的转移也将放缓，潜在增长率的改善空间将不可避免受到限制。

不过，海通证券认为，长期增速下行无碍经济周期见底。虽然经济下滑，但“刚需”总是存在，汽车销售触底回升，反映消费升级动力依然存在。而需求即将企稳回升，在主动去库存之后面临库存回补，加之通胀有望在三季度见底，这些都可以成为确认中周期底部的证据。

■ 中期策略“缩影”

安信证券 中长期底部尚未形成

市场中长期底部的形成需要满足三个条件：一是利率水平见顶，二是风险偏好见底，三是能够预期ROE出现底部。

目前，我们认为唯一能够确定的是利率水平见到了顶部：国债收益率的顶部出现在2011年三季度，加权贷款利差的顶部出现在2011年四季度，银行间拆借利率已经下降至历史平均水平。除了利率水平以外，我们认为风险偏好的下降过程仍未结束，同时，ROE见底的时间也难以判断。因此，我们预计，2012年下半年A股市场弱势整理的概率较大，投资机会弱于上半年。

长期来看，由于市场规模的扩大和资金的跨境流动，任何一个经济体都很难将严重偏高或偏低的风险偏好长期保持下去。此时，企业ROE的趋势将主导股票市场的趋势。最近20年来，日本股市的趋势基本上完全由企业的ROE所主导，由于ROE的水平趋势性下降，指数跌多涨少。即使投资者在1993年的股指最低点买入股票并在2000年全球互联网泡沫时的最高点卖出，这8年间投资者所能获得的回报为45%，这样的回报率甚至不如投资债券类资产。

我们预期，单纯靠风险偏好上升难以长期推动股票市场上涨，流动性对中国股票市场的影响在下降，企业盈利将逐步取代流动性成为决定市场估值的核心变量。

长江证券 反弹需待三季度后期

诸多迹象表明，中期主导产业的向上周期已经在2008年见顶，所以当前已开始经历类似1994–1999年主导产业向下的中周期下降时期。

落实到短期，毋庸置疑，我们从去年8–9月开始，就已经进入本轮小周期的衰退阶段，在中周期下降的大背景下，我们认为本轮从衰退走向复苏的过程中，由于去产能化的存在，最大的差别是需求、供给、库存的见底时间会存在一定的时间差，预计最先见底的需求底在三季度中期出现，从而可能带来一波盈利的修复和市场反弹，但值得强调的是，这里仅是“假复苏”的迹象，经济的中期底部至少在明年才能出现。

同样是站在小周期衰退的状态下，相比以往众多的不同现象，我们不得不反思本轮中期趋势上可能存在的不同，即我们已进入中周期下降的趋势中，这意味着2000年以来的小周期波动规律都可能被打破。

国泰君安 小牛市或更上一层楼

“小牛市”对应的是经济不好不坏的理解，而不好不坏更实际代表着现在的经济缺乏从2007年高点往下坠落以及2009年经济迅速回升的基础。至于大家普遍关心的欧元区问题，联系到货币扩张稳健的美国经济已经呈现出历次经济周期中所具备的复苏影子，我们就应该明白现在的欧元区闹剧更多的是为下一次货币宽松寻找一个背黑锅的人。

如果说还是顽固地通过依赖2009年的M1、M2规律来简单判断股市该涨该跌，我们似乎会在底部转悠很长时间，又如果我们还希望机械、水泥等重演2010年三季度的那辉煌一幕，现在看来只会是一厢情愿。这是我们在2012年下半年度策略中所需要重点探讨的变数。

相信很多人都在犹豫2012年看多的基础，起码从上半年来看，政策并未超出预期出现错误的方向，并且展示了大至宏观小至市场的良性循环倾向，这是决定短期外围冲击后下半年市场更好的核心。至于，众多参与者都在批判IPO数量最近几年的剧增，如果回想下没有永辉的超市百货和没有乐视网的传媒会多么的无趣，我们就应该明白A股市场未来的最大机会并非在于传统而在于革新。“不好不坏”是一个2012年经济万象的描述，更代表了2009年天量信贷后经济、政策、流动性被压抑之后的一个最佳环境，A股焉能不涨。（魏静 整理）