

金牛论坛

转折寻找新机遇 六大券商论战A股“英雄时代”

□本报记者 倪铭娅

由中国证券报主办的中国证券业高峰论坛暨2014年中国证券业金牛分析师颁奖典礼22日在北京举行。国泰君安证券研究所所长黄燕铭、海通证券研究所所长路颖、中信证券董事总经理潘建平、申银万国证券研究所副总经理郑治国、广发证券研发中心总监巨国贤、长江证券研究所副所长刘元瑞在“转折中寻找新机遇”主题对话中均表示,看多2015年资本市场行情。

申银万国认为2015年A股市场是“英雄时代”,黄燕铭认为,2015年将迎来成长股和价值股普涨行情。

多因素叠加开启2014牛市

中国证券报:2014年影响中国资本市场最重要的转型事件是什么?

刘元瑞:2014年的市场虽然是大家期望中的牛市,但是它的到来在很多人的意料之外。从这个角度看,说明中国的变革一直在进行之中,但是什么时候能够集中爆发,并用一个事件来代表的确有难度。在我看来,更多需要关注的是,为什么转折点发生在2014年。

今年牛市应该是从6月底开始出现。从当时经济基本面看,不应出现这么明显涨幅的牛市,但它却出现了,原因是是中国政府之前做的很多事情在这个时候集中爆发出来。

潘建平:导致2014年股市起来的一个因素或是催化因素应该是无风险利率往下走。这个现象的出现,即使不看经济基本面,也可以判断中国股市肯定要起来。

黄燕铭:国泰君安研究所早在4月份时便提出看多A股400点的观点。当时提出该观点的核心指标就是看无风险利率。

什么叫无风险利率,至今我们没有办法给完整的定义,也无法用数学模型来衡量,因为每个人心中的无风险利率都不一样。整个市场的融资利率、存贷利率、信用产品利率、杠杆利率等,每个产品利率都是无风险利率的化身,它们又都不是无风险利率。

但可以肯定的是,无风险利率已经出现下降。债券市场无风险利率下降在前,股票市场无风险利率下降在后。

股票价格只是一个货币现象,核心是要理解货币的本质。如果认为央行调控利率由此导致未来股票市场是一轮牛市,那便错了,真正会导致未来股票市场牛市的原因是我们认为无风险利率还会往下走。央行降息只是一个催化剂,真正动因是人们内心世界发生很大改变。在一系列改革措施落地后,人们对未来政治、经济等各方面的信心逐步增强,这是这轮牛市最根本的原因。

巨国贤:我认为,对2014年资本市场影响最大的是十八届三中全会中提出的构建开放型经济体制。不论优化企业兼并重组、沪港通,还是无风险利率下行、公司市值管理预期等,这些因素的基础都是构建开放经济。

明年资本市场将普涨

中国证券报:在经历了创业板牛市和大盘股崛起之后,2015年A股市场怎么走?

潘建平:央行刚刚宣布降息,我认为,降息之后还会有降准,这些因素都将影响明年市场走势。此外,经济改革以及注册制推动的资本市场国际化也将引来更多的增量资金进入市场。总之,中国刚刚进入“金融大爆炸”前期,同时也进入金融多元化时代。

黄燕铭:2015年股票市场可概括为“改革挤出三大资金黑洞,由此导致无风险利率下降”。外围资金入市,投资者可选外围资金喜欢的股票。这些股票价格低、市盈率低、盘子小、股权分散,容易收购兼并,约等于价值股。除了价值股,成长股也会起来。随着各种改革措施的落地,整个市场风险偏好将上升,投资者投资积极性将提高,买高风险特征股票。这些高风险特征股票约等于成长股。

因此,2015年将迎来成长股和价值股普涨的行情。

郑治国:作为行业分析师,我更关注未来中国哪些行业会有好的表现。一方面,考虑到未来现代服务业将成为经济增长的重要驱动力,因此,服务业中一定会有非常大的公司“跑出来”。另外,考虑到今年券商行业业绩增长幅度以及无风险利率下行因素,未来五到十年,券商行业将是我们重点考虑的方向。

路颖:2015年我们更关注制度变革。制度变革将使企业通过市值管理取得更好的效益。因此,2015年我们对国资改革和并购重组抱有很大信心,对国家导向性产业予以更多关注。

卖方研究转折中迎机遇

中国证券报:面对新的业态和挑战,卖方研究行业如何应对?又能找到什么样的新机遇?

刘元瑞:卖方研究行业不是一个好的业态,证券公司的主要工作是给客户推荐股票,赚取佣金。证券公司最重要的能力是投融资能力,这是证券公司的核心能力。

长江证券研究所一直是自负盈亏的研究所,我们坚持自己的培养方式,所有研究员都是我们自己培养,各个评选的研究员也是自己培养。目前情况下,行业研究员只能策略化,行业研究员都必须懂点策略,股票研究也懂点策略。行业研究员推荐股票的时候跟其传统研究方法有很大出入。

我希望研究员能在各自领域里面做到最好,每个研究员有自己的主观能动性,我们的管理方式更多还是类似于开放式的,我们所有研究员自己去培养,可塑性比较强一点。未来长江证券也可能本着这条路走下去。

潘建平:目前卖方研究行业面临两大挑战,这两大挑战是挑战也是机遇,从中信证券角度看,第一大挑战是国际化挑战,也是机遇。现在海外客户给我们的佣金收入已经超过公募基金,尽管现在沪港通开通之后有些低于预期,但未来几年按照这个步伐来走,跟国际接轨会很快,所以我们提出客户高端化战略。

第二是互联网。互联网思维如果用来做好机构卖方研究非常管用,用互联网思维服务客户是互联网时代不可避免的,被娱乐化也是不可避免。因此,需要卖方机构做深。

黄燕铭:国泰君安训练所有研究员看股票三大理论,其中一个就是有效市场理论。如果不理解什么叫有效市场理论,股票做不好。股票每天的涨跌都是有效市场理论表现的一个结果。

证券分析师的核心任务是寻找与众不同的预期。通过寻找信息和逻辑,寻找超预期,去寻找投资机会,为公司各项业务提供贡献,这个基本不会变的。变的东西都是表象东西,研究员挖掘信息和甄别信息的能力要提高。

2015年要做好证券投资研究,一定要做到“心无执念”,否则就会翻跟头。做投资的核心是舍弃一切执念,把投资需要做到两点:一没有物,二没有我。

郑治国:卖方分析师和研究所的发展不能脱离整个生态圈,也不能脱离公司发展来谈。作为卖方研究机构不变的是帮客户赚钱,变的是要考虑怎么结合公司发展,实现整个研究的发展。

证券公司未来有很大的发展空间,如果研究仅仅定位在公募基金、佣金来做,市场不大。未来一定要结合公司各项业务的发展、投资银行定价、投资交易等方面重点考虑发展方向。

路颖:现在整个卖方研究面临着两个看似矛盾的问题,一是研究过剩,一是好的研究缺失。

我认为,研究需要立足于研究本身,研究本身就是要把我们的分析师培养成真正的对产业、对企业有了解的人。在此基础上,对一些策略再进行自上而下的研究,成为一些能够挖掘出好品种的分析师。

巨国贤:研究所研究业务的发展,离不开整个证券公司的发展。随着未来券商的逐步开放,券商行业将同国外投行进行整体化竞争。研究和定价的模式未来可能多样化,另外,如何为未上市公司和产业发展提供更多系统化的服务也将成为发展方向。



黄燕铭



路颖



潘建平



郑治国



巨国贤



刘元瑞

刘培林:
以创新为“追赶周期”后半段提供动力

□本报记者 倪铭娅

国务院发展研究中心发展战略和区域经济研究员刘培林22日在2014年中国证券业金牛分析师颁奖典礼后接受中国证券报记者专访时表示,中国还未走完追赶周期。中国经济需要通过改革和创新寻找新动力,并让那些失去生命力的产业平稳退出,为创新产业腾出空间。

此外,在追赶周期后半段,中国宏观调控政策应着力于为经济托底,防止经济“自由落体”,为创新赢得空间。

通过改革创新打造新增长平台

中国证券报:追赶周期最重要特点是什么?中国的增长历程和追赶周期吻合吗?

刘培林:后发经济体的追赶周期的典型特征是,经济增长速度的时间分布呈现倒U型轨迹;起飞之后会经历为期20~30年的物质资本快速积累的平台期,且在这个平台期资本产出效率保持在较高水平;在追赶周期的早期产业结构变化更多呈现“创造性创造”,追赶周期的后期将更多呈现“创造性破坏”。追赶周期不能够被熨平,也不应该被熨平,甚至在一定意义上可以说,这是后发国家所必须追求的周期。中国过去的增长历程,吻合于追赶周期。但是中国尚未走完追赶周期。

中国证券报:你刚刚提到,中国还未走完追赶周期。那么,中国经济“新常态”处于追赶周期的哪个阶段?

刘培林:不少因素,特别是2008年以来中国投资回报率明显降低的事实表明,中国目前大体上经历了经济起飞和高速追赶的平台期,目前正处于由平台期向中低速增长过渡的时期,或者说中国进入了追赶周期的后半段。如果把高经济增速、高速物质资本积累和高资本产出效率为特点的平台期称为“旧常态”的话,那么,我个人理解目前的“新常态”,可以说处于高速追赶平台期向中高速增长过渡的阶段。不过,增速下降、投资回报率下降等变化,都不是坏事,是经济逐步向成熟迈进的表现。

新常态需要通过改革和创新寻找新的增长动力,而且经济结构也发生变化。我想强调的是,在新常态下转向创新驱动,并不会自然而然地实现,必须通过脱胎换骨的改革,才能打造出创新驱动的新增长动力。与此同时,还需要让那些失去生命力的产业平稳退出。平稳退出不容易,需要把握节奏,拿捏平衡,避免对就业和财政金融体系带来严重冲击。

加大高质量设备投资

中国证券报:投资在追赶周期中发挥什么作用?中国投资驱动还能持续多久?

刘培林:投资在整个追赶周期中始终发挥着重要作用,这是因为技术追赶基本上都需要物化的投资实现。追赶周期的后半段应该还会有大量投资,但不是高速追赶平台期那种简单技术模仿驱动的投资,而是新技术驱动的更高质量的投资。从这一点上看,



我认为,未来应该着力推动制造业设备升级投资作为新的增长点。虽然它不能彻底弥补房地产投资下降的影响,但却有助于提升有效供给和生产率。这是日本的一条重要经验。另外,我国服务业和人力资本投资也应得到提升。

防止经济“自由落体”

中国证券报:刚才提到,不能用传统的反周期政策对待追赶周期。在这样一个周期里,宏观调控发挥什么作用?

刘培林:现阶段宏观调控政策没有对经济进行过度刺激,而是让经济顺应规律实现增速换挡。需要强调的是,在高速追赶平台期向追赶周期的后半段过渡时,市场预期容易出现过度悲观的反应,加之实体经济中一些复杂因素的影响,如果管理不好,会出现增速脱离追赶周期的应有轨道,出现“自由落体”式的增速下滑,导致大量失业和巨大金融风险等被动局面。

目前的宏观调控思路,我个人理解主旨是为经济托底,防止经济脱轨,从而为创新赢得空间。经济脱轨不利于创新活动的开展。应该说,我国现阶段宏观调控和其他经济政策,大体上实现了这样的目标。不少地方和行业转型升级的成效,正在显现出来。

中国证券报:追赶周期的后半段如何做到“平稳破坏”和“原始创新”?

刘培林:做到这两点都不容易。平稳破坏,需要让丧失比较优势的产业退出,不招致过度抵制,且不触发经济金融风险,为创新产业腾挪空间。这需要夯实社会保障体系、提高要素市场流动性等综合性措施。

原始创新,是无中生有,是靠人来完成的。促进我国创新,最大的挑战是如何把十三亿人当中具有企业家潜能和创新潜能的人都激活。我个人的观察是,人才是“放养”出来的而不是培养出来的。激活企业家潜能和创新潜能,需要一系列条件,要有鼓励实践和试错、宽容失败的社会氛围和教育理念,实践和试错活动的产权归属要有保障,要有足够的社会流动性为创业创新提供自由的空间,要有精心设计的基本公共服务和社会保障网。

邵洁:明年电子产业更繁荣

□本报记者 李超

11月22日,安信证券电子行业研究小组分析师邵洁在2014年中国证券业金牛分析师颁奖典礼上表示,2014年是电子团队非常重要的拐点,一方面成功挖掘白马公司;另一方面,芯片国产化、智慧城市、军工电子方面给电子行业带来新的发展机会,空间比消费电子更为庞大。

邵洁表示,2013年底安信证券提出的五

大安全框架,在今年市场验证中也取得很好表现,过去一年白马股调整为研究团队带来了挑战。团队今后将继续整合这些产业资源,为上市公司进行全方位服务。邵洁表示,在未来一年中,团队将继续深度整合产业资源,为中国电子产业化做出更大贡献。电子产业的发展现在只是开始,团队将以国际思维对国际资源进行整合,相信在明年、后年会看到电子产业更繁荣的发展。

胡路:重视4G产业链和移动支付机会

□本报记者 李超

11月22日,长江证券通讯设备小组分析师胡路在2014年中国证券业金牛分析师颁奖典礼上表示,近几年,尤其是2014年,互联网对于整个通信行业带来的影响第一次直接和残酷地体现出来,运营商的产业地位正面临急剧流失的状况,资本市场认为运营商的前景表现黯淡。基于对其长期增长的担忧,资本市场对于传统硬件以及通信设备的硬件厂商持悲观态度。TMT行业中表现最好的是软件,这代表了将来产业的趋势,下一步能广泛存在或拥有很大的产业机会的是以应用和服务为载体的计算机厂商以及互联网厂商。基于以上大的背景,从整个传统的通信行业,很多小公司在率先进行转型尝试,稍大的厂商和运营商在转型过程中态度相对谨慎。在

2015年应该能看到行业巨头在变革下采取更加大胆的举措,2015年以及后续更多由巨头所推动。胡路认为,在整个行业变革背景下,投资机遇方面应主要关注两个部分,一个是传统电信运营商,一个是作为行业领头羊的硬件厂商。在二者的转型过程中,运营商要向互联网厂商学习,将传统的语音业务以及短信业务的收入比重降低,获取更多的数据流量的收入,实现流量价值进行二次变现。此外,还会尝试新的业务领域,目前市场中兵家必争之地是支付。运营商将来面临两个路径选择,一是继续强化网络基础,强化承载流量的基础,二是拓展包括支付在内的新的业务领域。基于这两点,与4G产业链相关的网络优化投资机会和移动支付的投资机会仍然值得关注。