



第 272 期

12/14/2015

投资策略周报

【市场策略】台湾股市大泡沫的启示

投资顾问：胡 宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

券商股能不能买

——2015-12-7

供给侧改革与牛市 2.0

——2015-12-1

牛市 2.0 之券商股崛起

——2015-11-23

“供给侧改革”拉开新牛市序幕

——2015-11-16

券商股为何逆袭

——2015-11-09

在安全边际下选择积极进攻

——2015-11-2

本周进入投资“甜点区”

——2015-10-26

在熊市阴影下寻找进攻性机会

——2015-10-19

美股未来进入 17 年大熊市

——2015-10-12

大决战时机何时到来

——2015-10-08

第三次反围剿战役打响

——2015-9-28

A 股面临方向性重大选择

——2015-9-21

讲估值不如讲故事

——2015-9-14

业绩增速放缓下的投资逻辑

——2015-9-7

从“两只鸟论”看中国经济转型

——2015-8-24

25 年前的台湾股市大泡沫非常值得研究重视，其中由美国基金经理江平写的《台湾股市大泡沫》就对 25 年前的台湾股市泡沫化的进程做了深入的剖析。

比较研究美、日、台等股市的表现，对于泡沫化的股市到底扮演何种角色，是否有利于经济转型，最终或可以得出几条参考性的结论：

1、股市如果仅仅是个赌场，却无法实现对经济转型的帮助，那么，股市就只能是个赌场，最终泡沫破灭，经济进一步衰退的可能性会更大。这样的例子，诸如日本和台湾。经济的崛起、本币的升值、资本市场的开放与金融券商牌照的放开或许是股市走牛的催化剂，但流动性泛滥背后的市场投资人疯狂的参与和追捧才是台湾股市涨幅近 20 倍的主因。

曾经对多国经济崛起经历进行分析的李录总结到，只有市场经济和科技创新才是一国经济持续走强的充分必要条件。如果股市仅仅是个筹码博弈的赌场，那么，这样的股市对经济发展无疑是个噩梦。脱离了经济基本面的牛市不是一个好的选择。

2、判断一个市场是否有泡沫，简单就看平均市盈率。这是个屡战屡胜的法宝，放弃“市盈率”，而选择“市梦率”和“市愚率”的做法，都是赌徒们无法摆脱贪婪和赚钱成瘾的借口。

在 1989 年四季度，台湾股市的整体市盈率到了 100 倍，日本股市也到了 51 倍，但美国和香港股市的整体市盈率分别为 13 倍和 10 倍。市盈率高的显然是泡沫，无须找各种借口来说明其特殊性。这一次没有什么不一样，比如中国的创业板，打着科技创新的旗号，上市公司和机构一起配合做市场管理，鼓励了散户积极盲目跟风，最终也有可能是一地鸡毛。有人反对创业板有泡沫的理由是，美国股市一直都有市盈率上千倍的股票，这个确实没错。美国股市市盈率上千倍的股票只是个案，并不是普遍现象，纳斯达克整体市盈率不过 20 倍。用个别现象来推导为普遍性的结论，这就是以偏概全。

3、券商是股市泡沫化的最大受益者之一。除了上市公司及其大股东可以享受股市走牛所带来的融资便利和财富套现机会，剩下的机会主要由券商享受。



【市场策略】台湾股市大泡沫的启示

最近休假去了一趟台湾，在体会台北商业繁荣的同时，也看到了岛内失业率居高不下、制造业迁徙岛外的现状。更令笔者感兴趣的是，25年前的台湾股市大泡沫非常值得研究重视，其中由美国基金经理江平写的《台湾股市大泡沫》就对25年前的台湾股市泡沫化的进程做了深入的剖析。

股市的泡沫也分为好坏，好的泡沫譬如在1980年-1999年期间的美国股市上涨了10倍，它与经济转型和科技创新捆绑在一起的，在充分推进市场化的进程中，泡沫扩大的股市刺激企业创新，提升了该国经济竞争力，促进了美国经济的成功转型。

坏的泡沫也很典型，比如日本和台湾1986年-1990年期间的股市。泡沫放大了社会资本参与股市的热情，但一夜暴富之后就剩下满地凋零，科技创新和经济转型并没有因为牛市的出现而走向成功，牛市一旦结束，经济则进入长期衰退中。

比较研究美、日、台等股市的表现，对于泡沫化的股市到底扮演何种角色，是否有利于经济转型，最终或可以得出几条参考性的结论：

1、股市如果仅仅是个赌场，却无法实现对经济转型的帮助，那么，股市就只能是个赌场，最终泡沫破灭，经济进一步衰退的可能性会更大。这样的例子，诸如日本和台湾。经济的崛起、本币的升值、资本市场的开放与金融券商牌照的放开或许是股市走牛的催化剂，但流动性泛滥背后的市场投资人疯狂的参与和追捧才是台湾股市涨幅近20倍的主因。

曾经对多国经济崛起经历进行分析的李录总结到，只有市场经济和科技创新才是一国经济持续走强的充分必要条件。如果股市仅仅是个筹码博弈的赌场，那么，这样的股市对经济发展无疑是个噩梦。脱离了经济基本面的牛市不是一个好的选择。

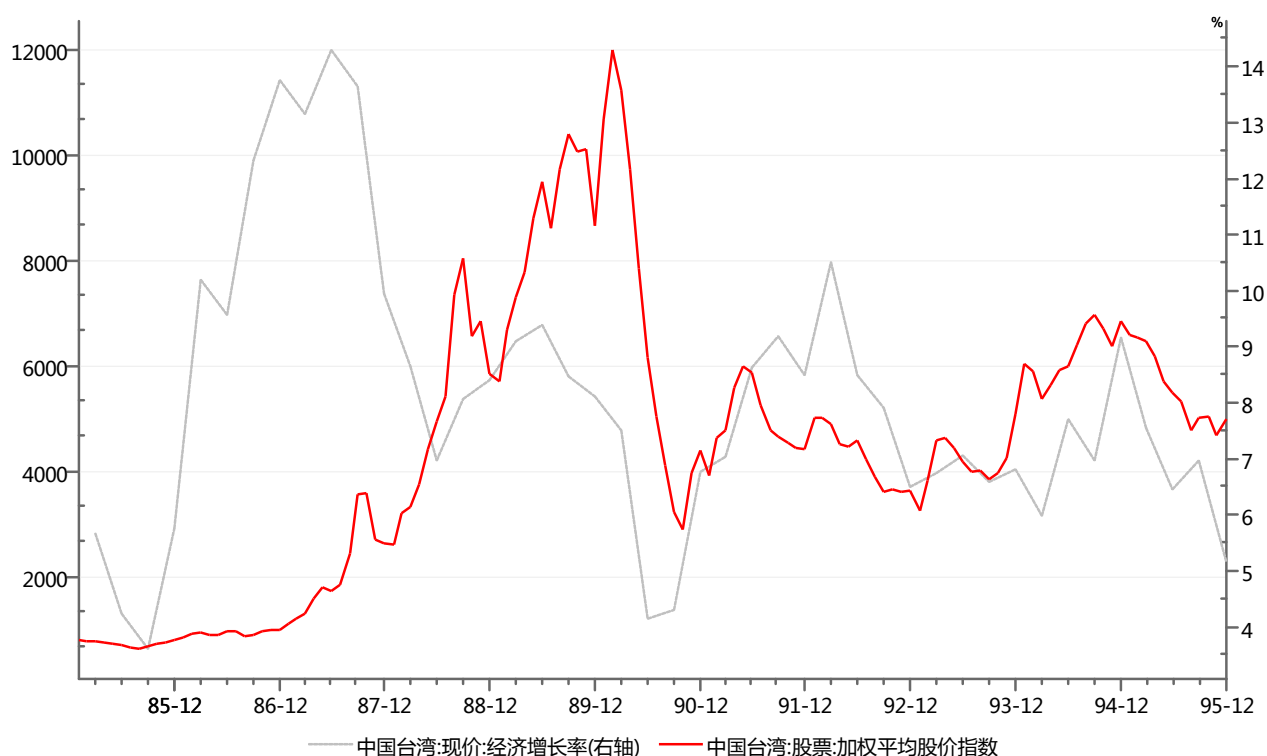
2、判断一个市场是否有泡沫，简单就看平均市盈率。这是个屡战屡胜的法宝，放弃“市盈率”，而选择“市梦率”和“市愚率”的做法，都是赌徒们无法摆脱贪婪和赚钱成瘾的借口。

在1989年四季度，台湾股市的整体市盈率到了100倍，日本股市也到了51倍，但美国和香港股市的整体市盈率分别为13倍和10倍。市盈率高的显然是泡沫，无须找各种借口来说明其特殊性。这一次没有什么不一样，比如中国的创业板，打着科技创新的旗号，上市公司和机构一起配合做市场管理，鼓励了散户积极盲目跟风，最终也有可能是一地鸡毛。有人反对创业板有泡沫的理由是，美国股市一直都有市盈率上千倍的股票，这个确实没错。美国股市市盈率上千倍的股票只是个案，并不是普遍现象，纳斯达克整体市盈率不过20倍。用个别现象来推导为普遍性的结论，这就是以偏概全。

3、券商是股市泡沫化的最大受益者之一。除了上市公司及其大股东可以享受股市走牛所带来的融资便利和财富套现机会，剩下的机会主要由券商享受。

台湾本地券商成了股市泡沫的最大受益者之一。举一个特别的例子，由于股市的暴涨推动了高管收入的大增，在台湾一些暴富的券商高管不得不提防黑道人物可能随时绑架他们，因此，防弹背心成了当时畅销的商品。最近新三板定增和做市业务爆发式增长，对券商而言，利润贡献占比越来越大。尽管由于查处场外融资，导致成交量缓慢萎缩，但其他业务，尤其是融资业务的增长，很可能弥补交易量的萎缩所带来的利润下滑。而注册制的推出，对券商而言无疑是利好，未来业务收入出现何种速率的增长恐怕是分析师也没法预料的。

图1：1985年8月台湾指数为636点，而1990年2月12495点，5年间增长了18倍。期间台湾经济增速出现大幅波动，GDP增速从不足4%冲高至14%，后又跌回4%。



数据来源:Wind资讯

大类资产配置策略：超配权益类资产

在货币宽松的环境下，居民大类资产配置向权益类快速转移在一定程度上加剧了市场波动。美国居民房地产资产占比为24%，日本有形非资产类（房屋、土地）占比约为25%，而我国居民整个大类资产配置中，房地产占比高达48%。另外，我国居民股票投资占所有资产的比重为3%，美国为32%，日本为6%。因此，中国居民大类资产配置向权益类方向转移是大势所趋。

由于目前经济增速仍处于放缓阶段，稳增长的手段仍以降息、降准的松货币和宽财政为主。考虑到房地产资产价格仍处于高位运行，美元升值导致石油、黄金等大宗商品价格低迷，现金及货币基金、银行理财产品等固定收益类产品年化收益率与股票等权益类资产相比没有明显优势。因此，我们建议以股票、股票型基金等权益类资产作为资产配置的主要方向，配置比例可在70%以上，给予“超配”评级。

总结：从资产配置的角度来看，建议2016年权益类资产处于超配位置。

行业配置策略

1、第一阶段，传统经济低迷，以现代服务业及高端制造业为代表的新经济开始撬动经济的转型。对旧的经济而言，货币政策宽松，利率不断降低，常常是财务杠杆高的企业先见底；财务杠杆高的企业，主要是金融、地产；对新经济而言，产业政策刺激新业态加速扩张，新兴消费经济逐步壮大。



推荐：银行股长期投资价值确定

尽管银行业受房地产市场波动的影响很大，但随着经济转型与改革的深入，以及直接融资比例的大幅提升，银行资产出现质量恶化的风险在下降。同时，银行本身的拨备比例较高，能够抵御较强的系统性风险，资产质量的不确定性在降低，建议对银行股保持乐观。长期来看，银行股的估值修复机会空间很大。低估值银行股为长线资金提供了买入的机会。但中小银行的差异很大，一些管理不善的银行未来存在破产的风险，建议对中小银行适当谨慎，招商银行除外。最近保险公司对股份制银行的大笔增持可以看作长线资金的偏好发生了转变。建议关注：工商银行、招商银行。

推荐：房地产股去库存机会较大，优质低估值房地产股值得关注

房地产市场的救市政策正在制定，从供给侧改革的意见来看，化解房地产库存成为处理房地产风险的首选。另货币政策的宽松，对房价的企稳仍起到了较大的作用。预计房地产泡沫破灭的风险在现阶段出现的可能性较小。房地产市场出台系统性规划的可能加大，上市房地产公司融资重启，行业分化加剧，应关注具有兼并重组优势且有市场竞争力的房地产龙头。

推荐：保险，尤其是寿险公司

保险公司利润模式呈双轮驱动，保费收入与投资收益成为推动公司业绩上涨的动力，保费收入的赚钱效应将能够抵挡一部分投资收益下滑带来的对净资产的影响。其风险是由于高权益类资产占比的特性，当市场出现深幅调整时，保费收入的赚钱效应无法体现。当股债双牛的市场特征出现之后，保险投资收益将大幅增长，戴维斯双击的特征明显。建议关注新华保险、中国平安。

长期推荐：券商股属于周期性成长股

尽管仍受经济周期的影响，券商股的弹性较大，但我们看好中国券商股的未来几年的成长性。首先，资本市场是供给侧改革的重点，各项政策都在支持资本市场的发展。其次，券商业绩增速快，成长性确定。证券业是中国经济转型的最大受益者。作为资本中介，直接受益于直接融资比例的提升和资本市场的爆炸式发展。尤其是二级市场交易量的爆发式增长，创新步伐进一步加快，发行注册制、衍生品及创新业务等对券商收入增长均是重要驱动因素。

预计 2016 年沪深两市日均成交额 1 万亿元将是常态，券商利润增速将呈现非线性飙升特征，整体业绩增幅可以达到 1 倍-2 倍。

强烈推荐具有竞争力的大型券商股，A 股券商三驾马车：国泰君安、中信证券、华泰证券。

2、第二阶段，经济转型与复苏阶段，利率稳定在低位，运营杠杆较高的传统型企业及重资产类型的企业受益于降息和减税带来的成本较低，逐步走出业绩下滑的低估，企业销售收入的小幅提升，能够带来利润的大幅提升。与此同时，新经济板块受到市场追捧，一些优秀的新经济成长股成为市场的明星。

预计明年中期开始，经济复苏力度更为强劲，届时可以重点配置高经营杠杆的行业。包括有色、煤炭、电力、钢铁、石油石化、工程机械、高端装备、交通运输、公用事业等行业。

谨慎推荐：有色金属、煤炭等大宗商品相关行业

中国经济结构调整，2016 年大宗商品价格震荡筑底的可能性较大。需关注不同细分品种的下游需求回升带来的价格拉动机会，留意类似锂金属等小品种的阶段性进攻机会。基本金属和煤炭板块有望迎来供给收缩对应的反弹机会。



黄金价格短期仍将考验 1100 美元/盎司，按照巴菲特所言，即使跌到 800 美元也不会买。不过考虑到美元长期贬值的可能性，黄金仍然需要充当天然货币的角色。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在中国“一带一路”战略及全球高铁网建设的需求推动下，全球基础设施投资仍是中国及全球经济稳增长的核心要素，尤其是高铁行业及城市轨道交通等投资。因此，高铁及城轨等投资项目仍将是未来 5 年中国及各国主要投资的方向，建议关注高铁及相关子行业的机会。另外，中国基础设施技术的出口将为中国化解产能过剩提供有力支持。在最近两年经济增速放缓过程中，轨道交通行业因为国家投资拉动而能够超越传统经济的下行周期。推荐：中国中车、时代新材、太原重工。

推荐：国企改革与电力、石油石化等传统行业的转型

能源改革势在必行。电力、石油石化行业受益于国企改革。石油价格长期上涨趋势不变，在经济低谷期，能源价格便宜，投资能源企业正逢其时。推荐目前低估值的石油和电力等大蓝筹，尤其是盈利能力强、股息率高的企业，推荐：中国石化、长江电力。

推荐：交运行业

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、高速公路）及港口仓储业估值较低，但相比 2000 点而言，安全边际不够。2016 年国企改革及行业转型的预期将带给交运板块阶段性机会。建议把握机场、高速公路、基础设施建设等高股息率公司的价值投资机会。

推荐：工程机械板块

最近中国工程机械行业已经逐步走出谷底，保持稳定发展的势头；过去三年工程机械龙头公司跌幅普遍超过 70%，目前价值低估。这类国企上市公司，正面临经营、销售转型及国企改革的多重催化剂，值得挖掘。

谨慎推荐：建筑建材

建筑行业整体业绩正在寒冬，短期仍旧无企稳迹象。经济下行压力下，稳增长扩大基建投资似乎是必然的趋势，但城市管廊、海绵城市及 PPP 等几面大旗目前仍旧无法令市场对建筑行业预期发生根本变化，建筑行业业绩下滑的程度可能超出市场一致预期。

建筑业公司转型带来的是未来成长的新逻辑，目前时点来看，一方面行业转型受新常态下的供给改革刺激与需求拉动；另外一方面市场风险偏好可能会趋势性提升，两方面将使得市场对于转型个股的估值重构。建议关注：广田股份。

建材行业目前处于“L”型走势的右侧，2015 年中西部地区水泥为代表的需求断崖式下跌，2016 年底部确认后有望有所恢复，而 2016 年很可能发生行业大规模的并购整合，来自于两方面，首先是两大央企集团，中国建材集团及中国中材集团的整合近在眼前，牵涉 5 亿吨的水泥产能（占全国的约 20%）；从供给和需求端，不排除 2016 年的传统周期品仍有中级别行业。建议关注：中材旗下公司的整合机会（宁夏建材、天山股份、祁连山）

推荐：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值合理，虽短期缺少上涨的催化剂，建议增持负债率低、现金流充裕的优质白酒公司，比如茅台、五粮液、泸州老窖。在未来白酒行业的淘汰和重组过程中，拥有现金支持的龙头公司将具有更为强大的兼并收购能力。



推荐：文、教、体、卫等大消费产业

中国未来十年是大消费的黄金发展十年，中国人口结构显示体育、健康、休闲消费旺盛的年龄（30-50岁）人群未来十年处于高峰期；人均GDP超过3000美元之后，居民消费升级换代，更加注重体育、健康与休闲消费。未来十年大消费产业对经济的贡献比重会提高，高景气消费性服务子行业如影视传媒、出境旅游、体育、在线娱乐等细分子行业机会值得关注。

比如体育行业，自十八届三中全会以来，我国密集出台促进体育产业及体育消费繁荣的各项政策。目前中国体育产业占GDP的比重仅为0.6%，低于全球平均水平2%，更低于欧美发达国家的体育产业占GDP的比重。预计到2025年我国体育产业规模将达到3.55万亿人民币，较目前尚有10倍的增长空间。而在过去三年当中，传媒是A股市场中增速最高的行业之一，连续几年收入增速超30%，净利润增速超20%。

3、第三阶段，新经济繁荣，旧经济逐步走出困境，企业利润快速增长，但股票价格涨幅更大，估值扩张替代基本面改善成为推动股价上涨的主动力，此时估值杠杆高，有想象空间的股票往往能够领涨。

小市值企业在牛市最尾声又重新获得了市场的关注，蓝筹股进入了剩宴阶段。

总结：2016年，继续看好蓝筹股长期投资价值，建议关券商、保险和有色等子行业的机会。与此同时，休闲消费，诸如体育等新业态或子行业亦存在较大的超额收益机会。另外可关注国企改革等政策及事件驱动带来阶段性机会。诸如煤炭、电力及石油石化能源行业在国企改革催化剂的驱动下存在阶段性上涨机会。

【资金流向】上周个股资金流向

个股资金流入：

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)	连红天数
601211.SH	国泰君安	6.52	51,095.50	732,298.20	6.98	3
600547.SH	山东黄金	9.75	34,849.00	393,489.60	8.86	5
000625.SZ	长安汽车	8.68	32,408.06	544,681.50	5.95	-1
600085.SH	同仁堂	22.40	29,644.20	499,975.29	5.93	1
000601.SZ	韶能股份	13.78	26,886.19	194,972.09	13.79	2
600202.SH	哈空调	15.79	24,526.60	200,519.85	12.23	3
600000.SH	浦发银行	-0.59	24,291.41	1,087,221.09	2.23	-3
600604.SH	市北高新	23.29	23,914.74	391,059.91	6.12	1
000651.SZ	格力电器	2.45	23,723.11	1,079,903.76	2.20	3
300245.SZ	天玑科技	15.31	22,683.22	349,219.45	6.50	5

个股资金流出：



证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)	连红天数
601618.SH	中国中冶	-16.82	-136,554.38	652,027.72	-20.94	-6
601155.SH	新城控股	-23.00	-132,044.85	1,361,680.97	-9.70	-5
601989.SH	中国重工	-7.02	-129,623.48	786,428.89	-16.48	-7
300189.SZ	神农基因	-21.53	-89,461.12	766,842.06	-11.67	-6
600643.SH	爱建集团	-11.42	-82,847.49	512,320.96	-16.17	-15
601766.SH	中国中车	-4.39	-68,116.43	554,822.55	-12.28	-7
002161.SZ	远望谷	-13.83	-65,094.97	729,807.87	-8.92	-6
600503.SH	华丽家族	-9.96	-64,495.24	807,174.19	-7.99	-9
000917.SZ	电广传媒	-2.69	-59,260.13	1,149,672.28	-5.15	-4
600886.SH	国投电力	-5.35	-57,039.24	331,077.84	-17.23	-2

数据来源: WIND



适应对象：本产品属于高风险类产品，适合激进型投资者。

产品简介：以自上而下的分析逻辑，对最新市场及宏观数据、资金流向及估值结构进行分析回顾，并对未来市场走势进行研判，最终给予资产配置建议。

风险提示：每天的盘面变化有很大的不确定性，虽然我们尽力回避可能的风险，尽力寻找可能的机会，但我们无法保证每次投资建议的准确性。

资质申明：

中国证监会核准华林证券有限责任公司证券投资咨询业务资格

作者申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券投资顾问，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、公正及客观，结论不受任何第三方的授意或影响，特此申明。

免责声明：

本报告专供华林证券有限责任公司证券投资顾问及特定客户使用，作为其向客户提供证券投资顾问服务的依据之一，不同于本公司发布的“证券研究报告”。

版权申明：

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构及个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。

风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。本公司证券投资顾问可能根据本报告作出投资建议，投资者应当充分了解证券投资顾问业务中的风险：

投资者接受证券投资顾问服务后需自主作出投资决策并独立承担投资风险。

本公司及其证券投资顾问提供的服务不能确保投资者获得盈利或本金不受损失。

本公司及其证券投资顾问提供的投资建议具有针对性和时效性，不能在任何市场环境下长期有效。

本报告作为投资建议依据时，可能存在不准确、不全面或者被误读的风险。

本公司及其证券投资顾问可能存在道德风险，如投资者发现投资顾问存在违法违规行或利益冲突情形，如泄露客户投资决策计划、传播虚假信息、进行关联交易等，投资者可以像本公司投诉或向有关部门举报。

上述风险揭示仅为列举性质，未能详尽列明投资者接受证券投资顾问服务所面临的全部风险和可能导致投资者投资损失的所有因素。

华林证券财富管理中心

地址：深圳福田区民田路178号华融大厦6楼

邮编：518048

公司网址：www.chinalions.cn