



第 349 期

7/3/2017

投资策略周报

7 月市场冲高回落概率大增

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

6 月底进入边打边撤阶段

——2017-6-26

熊市注重防御型机会

——2017-6-19

戒急用忍

——2017-6-12

漂亮 50 是真价值，还是真泡沫

——2017-6-5

限减持的利好能维持多久

——2017-5-31

A 股市场的估值底在那里

——2017-5-22

沪指进入阶段性筑底

——2017-5-15

巴菲特没有说的 A 股秘密

——2017-5-8

白马股的价值陷阱

——2017-5-2

巨婴股民要学会买者自负

——2017-4-24

防风险是当前主要策略

——2017-4-17

从不对称分布寻找超额收益

——2017-4-10

A 股金融股是否低估

——2017-4-5

A 股牛市尚早

——2017-3-27

由于目前正处于夏季达沃斯论坛和香港回归 20 周年纪念日的阶段，加之国内机构投资者业绩中报普遍截至日在 6 月 30 日，所以，在 7 月 1 日之前，市场将会面临暖风频出的阶段。但 7 月 1 日之后，市场将面临几个不确定性因素。

第一个不确定性是目前实施的新的适当性管理办法。新办法将严格对投资者进行适当性分类，谨慎性和保守型投资者将很难参与到 A 股交易当中，这就意味着一部分资金将会被 A 股拒之门外，这对存量博弈下的 A 股可能存在成交量逐级下滑的风险。成交量的下滑必然影响券商股的短期业绩，因此，对券商股而言，也不宜过分乐观。

第二不确定性因素是全球股市泡沫比较大的风险。全球股市经历了自 2012 年以来的五年繁荣期，市场波动率收敛至历史低位意味着过去几年的风险累积到了较大的程度，随时可能存在一次性释放的机会。换言之，全球股市可能在 2017 年或 2018 年存在一次较大的调整机会。

第三个不确定性因素是，人民币资产价格波动的风险。笔者认为，国内房价的普遍大幅上涨也是人民币对内贬值的一种途径。在目前外汇管制较为严格的情况下，资产泡沫无法通过资产转移的方式来释放，因此，阶段性来看，人民币名义上也就不存在进一步的贬值空间。由于中国人普遍喜欢投资房地产，所以，也驱动了全球特定地区房地产的泡沫，比如加拿大。但在资金偏好房地产投资且无法实现全球配置的情况下，由于中国加强了外汇管制，外逃资金被迫选择呆在国内继续投资房地产，因此，**笔者预计，未来几年中国房地产价格可能会进一步上涨，这对 A 股而言，未必是好事。**



7 月市场冲高回落概率大增

自中国 A 股正式纳入 MSCI 指数，市场上下均对白马股的行情期望较大，上证 50 和沪深 300 指数的涨幅也明显高于其他指数。可以说，市场普遍认为，内外资机构主导下的 A 股，已经迈入了价值投资时代。

其实，在 A 股，价值投资一直都不是主流的投资理念，不能因为白马股和蓝筹股的大幅上涨就认为，未来这些股票所代表的价值风格仍会持续下去。实际上，价值投资注重的是价格上的安全边际。恰恰相反，价值投资的最好时机往往是市场冷淡的时候。比如，白马股在 2014 年普遍是 5-6 倍市盈率，那个时候市场却沉醉于中小创的所谓成长性故事，2016 年 2 月份的时候，很多白马股还在 10 倍市盈率，但市场却没有看到这个机会，反而认为股灾还会延续。现在很多白马股已经跑到 30 倍市盈率了，这个时候当白马股的上涨带来的赚钱效应强化了价值风格，出现市场人人谈价值之时，往往也就是价值毁灭之时。所以，巴菲特说，价值投资从来就不是市场上的主流，它只属于小部分人的游戏。

当然，作为长期持有白马股的部分机构而言，赚钱效应带来的成功喜悦自然溢于言表，但市场给予价值股的高估的红利不会持久，一旦白马股的故事讲完，价值股的泡沫也会被市场无情的击碎。

过犹不及。价值投资者喜欢的是物美价廉的东西。企业品质好是前提，价格合适也是前提。**如果外资因为 A 股纳入 MSCI 指数，就立马冲入 A 股，那似乎也不是他们的风格，理性投资才是机构投资者应该看重的心理特质。**由于 A 股将在 2018 年 6 月开始才正式被纳入 MSCI 新兴市场指数，应该今年开始到明年这个阶段，也许才是外资逐步建仓的最好时机。这个阶段，如果市场调整，也就意味着给予外资机构更多的选择权。与 2001 年当年 B 股对内开放有些相似，往往在纳入之前，股票就已经被大幅炒高，等消息明确之后，又是一个泡沫破裂的开始。

所以，本次纳入时间定在一年之后，也表明 MSCI 指数公司的聪明之处，避免外资机构因为时间短暂而被迫高位抢筹，延迟一年的时间正好给了场外机构充分的研究分析和建仓时间。

笔者从 2013 年开始提倡大买蓝筹股，主要来自于安全边际的考虑。如果等到 2017 年才去考虑买入蓝筹股，就属于冒险行为，得不偿失。

由于目前正处于夏季达沃斯论坛和香港回归 20 周年纪念日的阶段，加之国内机构投资者业绩中报普遍截至日在 6 月 30 日，所以，在 7 月 1 日之前，市场将会面临暖风频出的阶段。但 7 月 1 日之后，市场将面临几个不确定性因素。

第一个不确定性是目前实施的新的适当性管理办法。新办法将严格对投资者进行适当性分类，谨慎性和保守型投资者将很难参与到 A 股交易当中，这就意味着一部分资金将会被 A 股拒之门外，这对存量博弈下的 A 股可能存在成交量逐级下滑的风险。成交量的下滑必然影响券商股的短期业绩，因此，对券商股而言，也不宜过分乐观。

第二不确定性因素是全球股市泡沫比较大的风险。全球股市经历了自 2012 年以来的五年繁荣期，市场波动率收敛至历史低位意味着过去的风险累积到了较大的程度，随时可能存在一次性释放的机会。换言之，全球股市可能在 2017 年或 2018 年存在一次较大的调整机会。

第三个不确定性因素是，人民币资产价格波动的风险。笔者认为，国内房价的普遍大幅上涨也是人民币对内贬值的一种途径。在目前外汇管制较为严格的情况下，资产泡沫无法通过资产转移的方式来释放，因此，阶段性来看，人民币名义上也就不存在进一步的贬值空间。由于中国人普遍喜欢投资房地产，也驱动了全球特定地区房地产的泡沫，比如加拿大。但在资金偏好房地产投资且无法实现全球配置的情况下，



由于中国加强了外汇管制，外逃资金被迫选择呆在国内继续投资房地产，因此，**笔者预计，未来几年中国房地产价格可能会进一步上涨，这对 A 股而言，未必是好事。**

行业比较——寻找防御型板块

在去杠杆和加息的背景下，负债率较低的企业抗风险能力更强。2017 年下半年看好现金奶牛型的公用事业股、低负债现金充裕型消费龙头企业以及国企改革等主题投资机会。

增加 2017 年港股低估值的中小市值的配置比例，阶段性降低上证 50 等蓝筹股的配置比例，目前处于熊市中后期，建议采取自下而上的方法，寻找低估值个股的发掘机会。

推荐：交通运输行业

油价的下跌、网上贸易经济的兴起及消费占比的提升为交通运输行业（航运、航空、高速公路）提供了相对的正面的支持，行业估值仍具备一定安全边际。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，航空航运受油价回落、国企改革及国产大飞机政策的影响，如果业绩企稳更加确定，则存在估值修复的机会。

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，或将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，对于上市公司正在大幅回购带来的催化剂，值得挖掘。

推荐：核电板块

在日本福岛核电危机过去之后，中国核电的安全技术要求更高，核辐射的威胁降到了最低。核电占中国整体发电量的比重不足 5%，距离美、日、法等发达国家核电占比普遍在 10-15%而言，仍有较大提升空间。由于普通投资者对核电的危机意识和风险意识过于强大，也导致了核电板块股价的低估和风险偏好的下降，这对价值投资者而言，或许是个发掘低估的机会。随着国家对清洁能源的不断加大力度的推广，核电的复苏已经开始。

推荐：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 5-10 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。

主题投资机会推荐：国企改革与传统行业的转型

国企改革势在必行，电力、石油石化等行业将受益于国企改革。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。国企改革将带来股价上行催化剂。

中性：有色金属、煤炭等大宗商品相关行业



中国经济结构调整过程未结束，重工业化进入尾声，需求端的萎缩是有色金属价格的最大不确定性。2017年下半年大宗商品价格出现震荡调整的可能性较大。关注细分稀有金属品种的下游需求回升带来的价格拉动机会。

中性：去杠杆压力带来银行业绩收缩风险

银行股的营业收入普遍出现放缓，去年年报和今年一季度的数据显示，这不是个别现象。在2017年一季报中，25家上市银行利息净收入同比下降1.16%，营业收入出现负增长，但由于营业税减少和释放拨备，在应收负增长的情况下，却实现了全行业净利润同比增长2.89%。考虑到金融去杠杆和金融脱媒的影响，银行业绩进一步大幅增长可能性不大，甚至一些资本实力较弱的银行会出现业绩负增长的可能，给予“中性”评级。

中性：房地产行业前景中性

房地产市场的调控政策陆续推出，从供给侧改革的取向来看，限制投机性因素成为处理房地产风险的首选。另外货币政策的宽松空间边际下降，随着各地限购和限贷政策的推出，包括房地产税的重新酝酿，使得短期房地产市场出现调整的概率加大。密切关注美联储加息幅度。考虑到房地产龙头最近升幅较大，建议适当降低房地产行业股票配置比例。从大周期来看，由于政策持续反复调控，反而延长了中国房地产泡沫持续的时间，因此，我们谱段，中国房地产行业的繁荣会持续到2024年。

中性：保险

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所致，当市场出现深幅调整时，投资收益的赚钱效应无法体现。在加息周期，配置债券较多的保险公司，由于多数债券久期较大，在加息过程中，以债券为核心的资产面临减值风险，建议对保险股保持中性策略。

中性：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值较高，建议降低优质白酒公司配置比例。

中性：券商股的弹性较大

券商股的弹性较大，属于高贝塔板块，往往市场处于牛市时，券商涨幅会超过大盘指数收益，但市场处于调整阶段时，券商股也会出现超跌机会。尽管长期仍看好中国券商股未来几年的成长性，但在市场处于调整周期之时，券商股可能出现超跌机会，因此，目前时点不建议过度配置券商股，等待超跌带来的加仓机会。

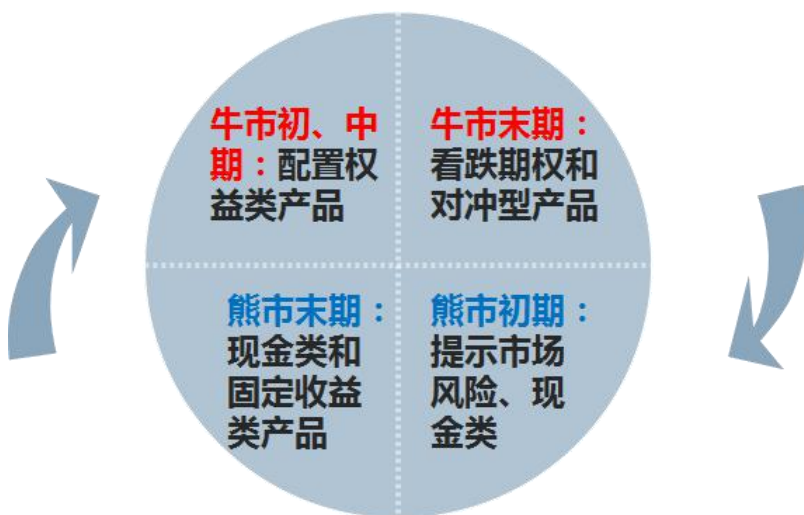
大类资产配置策略：动态平衡中寻找结构性机会

从投资时钟的维度出发，考虑到周期投资的重要性，目前中国经济仍处于调整阶段，资产泡沫风险显现，当前去杠杆、严监管的态势较为明显。目前一二线城市房价已经处于高位运行态势，随着国家对一二线房地产市场的调控加大，房价的小幅回落的确定性有利于货币政策的适当回归中性。

加之上半年加息的幅度和频率较快，预计下半年利率进一步上行的空间较小，2017年下半年股市的机会或大于上半年。可择机调低现金类资产的配置比例，阶段性增加股票资产的配资比例。但从长周期来看，仍需要提防资产价格的下行风险，需要提前做好“深挖洞、广集粮”的现金储备。



从大类资产配置轮换的角度而言，加息背景下的美元升值导致石油、黄金等大宗商品价格低迷。从历史对比来看，自 1991 年以来，沪深两市指数年化收益超过 10%，而黄金和人民币的年化收益分别为 2.9% 和 -4.1%。我们建议长期以股票、股票型基金等权益类资产作为资产配置的方向，配置比例可在 50% 以上，给予“标配”评级。





适应对象：本产品属于中高风险类产品。

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