

## 方正证券研究所证券研究报告

## 市场专题策略

市场专题策略  
2015.05.26

策略分析师：郭艳红  
执业证书编号：S1220514070001  
TEL: 15010705788  
E-mail: guoyanhong0@foundersc.com

策略分析师：钟青  
执业证书编号：S1220514080007  
TEL: 13810278533  
E-mail: zhongqing @foundersc.com

策略分析师：胡国鹏  
执业证书编号：S1220514080001  
TEL: 15210653408  
E-mail: huguopeng @foundersc.com

策略分析师：郑小霞  
执业证书编号：S1220512080002  
TEL: 13391921291  
邮件: zhengxiaoxia0@foundersc.com

### 相关研究

5月策略《居安思危：回顾监管政策》  
二季度策略《整装待发》  
2015年度策略《潮落潮又起》

### 投资要点

台湾股市从1986年至1990年初的三年的时间里指数涨了12倍，当年的“台湾地区牛”与当前有极多相似点，很多泡沫特征都极为相似，有很大参考价值：

总结当年“台湾牛”市场表现八大特征：1) 市场热衷小市值、有故事，绩优蓝筹难以跑赢大盘；2) 政府的隐形担保；3) 散户主导，成交额攀升；4) 券商监管放松，类似于当前的金融创新阶段；5) 高市盈率；6) 地下钱庄集资盛行，类似于当前的保证金配资交易；7) 新股低价发行承销；8) 5%的较低涨跌幅限制，其效果反而是助长泡沫而非降低风险；

### 1990年“台湾牛”的背景、前奏、契机：

- 背景上，80年代的台湾地区已经进入经济换挡期，GDP从10%以上的高增速向7%-8%左右的中高速增长换挡，经济也在从出口导向进入新的转型阶段。当时台湾地区也经历过基建拉动经济，建立新竹经济园区吸引人才回流的过程，当时的工程师红利对于其后来转型电子半导体产业的发展起了很大作用；
- 而台湾牛的“前奏”，跟这一轮A股牛市一样，都是信用危机爆发导致的“最后一跌”，信用危机的产生，是旧的金融体系不再适应经济发展需求而引发的风险，信用危机出现之后的金融体系改革，也成为新一轮牛市的重要推动力之一；
- 而股市走牛的“契机”，台湾地区在于1986年台币进入升值区间，且内部货币宽松，内外部资金共同宽松催生“牛市”。这点与当前A股有一定差异，目前的人民币存在贬值的压力，但利率和存款准备金率同样存在很大向下空间。

虽然投资泡沫总会破灭，但最后经济的结果有很大差异，不同于日本90年地产泡沫破灭后的经济不振，“台湾牛”更加乐观！1990年台湾地区股市泡沫破灭给很多投资者的财富造成了极大冲击，但是台湾地区的经济在80s、90s年代实现了成功经济转型，其90年代之后的十年里其GDP稳定在6%的较高增速，产业成功转型，电子半导体等行业获得了巨大发展，相对于日本的失落，台湾地区最终通过“产业升级+出口贸易结构转型”，取得了经济上的成功。台湾地区经济的成功之处在于“成功的产业升级+贸易结构转变+新的市场”。泡沫有益于经济的转型，但是决定未来经济的核心还是在于新的支撑产业，更广阔的市场、以及更强的竞争力。（风险提示：改革不达预期，经济通缩风险）

## 目录

1、1986-1990 年“台湾地区牛”的八大特征.....	4
1.1、特征一：市场热衷于追逐小市值、有故事的股票 .....	4
1.2、特征二：政府保证了市场几乎不会下跌 .....	4
1.3、特征三：散户主导的市场，交易额迅速攀升 .....	5
1.4、特征四：券商监管放松.....	5
1.5、特征五：泡沫期的高市盈率.....	6
1.6、特征六：大量的地下钱庄集资，保证金交易盛行 .....	6
1.7、特征七：新股上市的低价发行承销 .....	7
1.8、特征八：5%的涨跌幅限制，助长泡沫而非降低风险.....	7
2、1990 年“台湾地区牛”的背景、前奏、契机.....	7
2.1、“台湾地区牛”的背景：经济转型期、增速换挡期.....	7
2.2、“台湾地区牛”产生的前奏——信用危机导致的“最后一跌” .....	8
2.3、“台湾地区牛”的契机——台币进入升值区间，热钱流入催生资产泡沫.....	9
3、“台湾地区牛”的三次回头 .....	9
3.1、第一轮回调（1987 年 9 月）：意想不到的外围冲击，1987 年美国股灾，回撤 30%.....	10
3.2、第二轮回调（1988 年 8 月）：监管冲击，征收资本利得税，回撤 36%.....	10
3.3、第三轮见顶（1990 年 2 月）：基本面拐点，台币升值趋缓，贸易顺差也未再度走高，指数 12000 点见顶 .....	10
4、泡沫破灭，但实体经济成功转型.....	12
4.1、90s 台湾地区经济转型成功，GDP 增速逐渐企稳.....	12
4.2、台湾地区经济成功之处：成功的产业升级+ 新的市场.....	12

## 图表目录

图表 1 台湾地区 1986 年开始，成交量大幅上升.....	5
图表 2 14 年以来 A 股成交额暴涨.....	5
图表 3 台湾地区持牌券商数量从 1988 年后井喷.....	6
图表 4 台湾地区整体市盈率在 1989 年达到 100 倍.....	6
图表 5 台湾地区经济在 80、90 年代进入转型换挡期.....	8
图表 6 台币从 1986 年开始进入升值区间.....	9
图表 7 台湾地区地产投资从 1986 年开始泡沫.....	9
图表 8 台湾地区 1986-1990 股市泡沫.....	9
图表 9 台湾地区“牛”的三次冲击 .....	11
图表 10 台币在 1990 年升值趋势基本结束.....	11
图表 11 台湾地区信贷利率从 1989 年开始回升.....	11
图表 12 台湾地区经济增速从 80 年代开始下移.....	12
图表 13 90 年代开始台湾地区出口增速基本稳定 .....	12

台湾地区股市从 1986 年至 1990 年初的三年的时间里，指数三年涨了 12 倍，当年的“台湾地区牛”与现在有极多相似点，甚至连信用危机爆发导致的“最后一跌”的牛市前奏，以及后期的泡沫特征都极端相似。而最大区别在于，当时牛市的背景是台币的升值趋势，而目前人民币存在贬值压力。虽然投资泡沫总会破灭，但最后经济的结果有很大差异，不同于日本 90 年地产泡沫破灭后的经济不振，“台湾地区牛”更加乐观！1990 年台湾地区股市泡沫破灭给很多投资者的财富造成了极大冲击，但是台湾地区经济在 80s、90s 年代实现了成功经济转型，其 90 年代之后的十年里其 GDP 稳定在 6% 的较高增速，产业成功转型，电子半导体等行业获得了巨大发展，相对于日本的失落，台湾地区最终通过“产业升级+出口贸易结构转型”，取得了经济上的成功。

## 1、1986-1990 年“台湾牛”的八大特征

### 1.1、特征一：市场热衷于追逐小市值、有故事的股票

**市场热衷于追逐小市值、有故事的股票。**当时的台湾地区市场，很多没有内在投资价值的股票遭到爆炒，投资者都将注意力放在各种内幕消息之上，热门股票包括壳公司，以及市值足够小，可流通股数量足够少，有故事以及有“幸运的名字”的公司。例如 1989 年初，一只叫做“新奇毛纺”的股票，该股在 1 月份价格低于 7 元新台币，没有内在价值，仅具有壳资源。从 3 月份开始，该股在 25 个交易日中有 22 次涨停，13 个交易日中只有涨停价成交。在大牛市中，小盘投机性较强的股票，以及只有很少或完全没有潜在价值的空壳公司，通常会跑赢大盘，比那些指数股票和蓝筹股表现的更好，主要原因为小盘股在这样的市场中更容易被操纵。

**这种背景下，绩优蓝筹股难以跑赢大盘。**当时台湾地区很多的蓝筹股票，虽然有很好的增长潜力，强劲的资产负债表以及有远见的管理层，但往往表现不佳。例如台塑集团等，台塑集团在 1989 年 1 季度仅温和上涨 18.8%，收益远低于指数的涨幅 44%。1989 年 Q1，代表大盘蓝筹的 A 级股涨幅 39.5%，但更具投机性的 B 级股则涨幅 74.8%。当时的股票市场价格已经完全脱离了价值基本面，而股价一旦脱离了现实约束，对于有意愿参与这场游戏的人来说，再高的股价都不会是障碍。

### 1.2、特征二：政府保证了市场几乎不会下跌

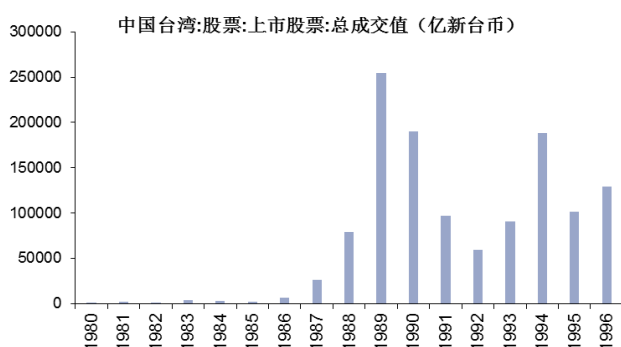
**国民党将股市繁荣当作竞选口号，政府对市场监管投鼠忌器。**当时的台湾地区政坛，当权的国民党当局将股市繁荣当做是他们的竞选活动广告，选举口号就是“丰厚的利润、伟大的繁荣”，市场将这种

标语看作是防止市场下跌的保证。另一方面，投资者热情高涨，1989年由于征收资本利得税导致市场大跌，投资者包围“财政部”表示抗议，引发骚乱，政府随后很快取消了之前征收资本利得税的方案，并且变得十分小心。

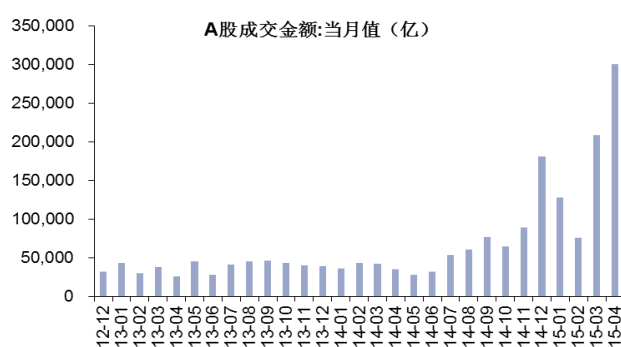
### 1.3、特征三：散户主导的市场，交易额迅速攀升

当时台湾地区市场 90% 的交易量都是由散户完成，导致台湾地区证交所的交易量非常巨大。1989 年台湾地区证券交易所的每只股票平均年换手率接近 600%，而纽约证交所 80 年代的股票年换手率仅 50% 左右，最高纪录也没有超过 100%。

图表 1 台湾地区 1986 年开始，成交量大幅上升



图表 2 14 年以来 A 股成交额暴涨



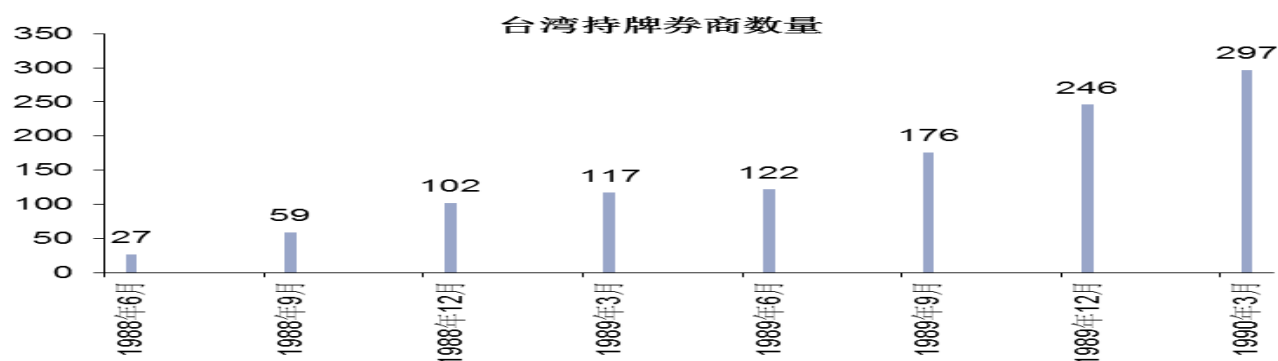
数据来源: wind, 方正证券

### 1.4、特征四：券商监管放松

1988 年后台湾地区券商准入放开，券商数量爆发。1988 年之后，台湾地区券商准入规定再次放开，券商营业部数量迅速扩张，伴随着大量股票交易。1988 年 6 月持牌券商数量为 28 家，到 1990 年券商数量扩张到 197 家。为抢占市场份额，券商为各色人等设立专属投资网点，例如有专门针对家庭主妇、医生、农夫、大学生的网点；并且揽客手段层出不穷，大肆广告宣传等。

近两年国内券商监管同样大幅放松，互联网券商的出现，以及“一人多户”等政策的放松带动国内券商数量的“隐形扩张”。与当时情况类似的是，近两年国内的券商监管同样大幅度放松，例如“互联网券商”的兴起带动了远程开户，佣金费率大幅下调，同时深交所、上交所陆续放开“一人多户”等等措施。实际结果是股票开户数量的大幅上升，以及股票交易额的迅速攀升。

图表 3 台湾地区持牌券商数量从 1988 年后井喷

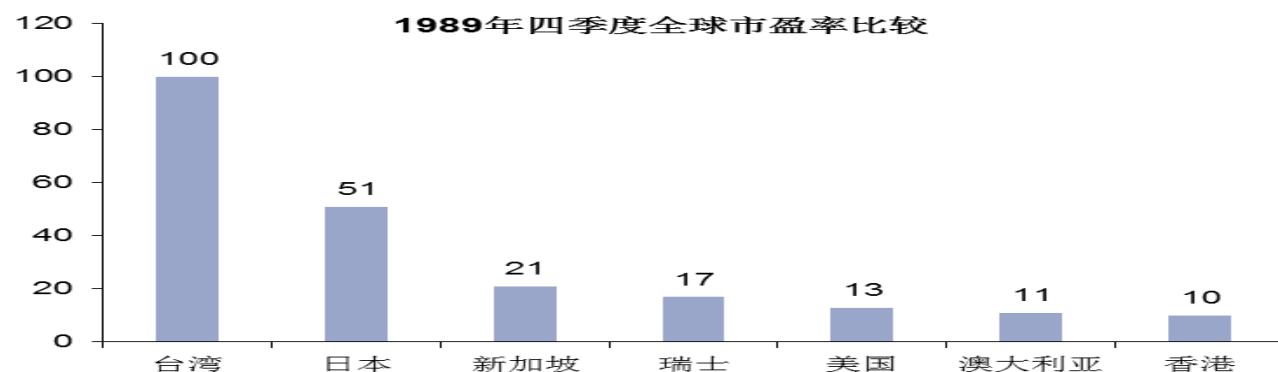


数据来源: wind, 方正证券

### 1.5、特征五：泡沫期的高市盈率

泡沫时期台湾地区股市整体市盈率达到 100 倍。1989 年四季度，台湾地区市场整体市盈率接近 100 倍，高于当时的日本 51 倍，也远高于其他国家的 10-21 倍的市盈率区间。另一个案例是当时台湾地区中国国际商业银行，总市值相当于摩根大通、美洲银行、第一银行公司、富国银行和美联银行等五大美国公认优质银行的市值总和。

图表 4 台湾地区整体市盈率在 1989 年达到 100 倍



数据来源: wind, 方正证券

### 1.6、特征六：大量的地下钱庄集资，保证金交易盛行

由“金融天才”经营的月息 4% 的地下钱庄盛行，保证金交易活跃。当时除了股市投资的热潮以外，台湾地区还盛行多种金钱游戏。当时的台湾地区的投资回报期限一般用月来衡量，且地下钱庄盛行。有很多非法但公开经营，且不受当局监管约束的地下钱庄，每个月能赚到 4% 的收益，一些名叫“标会”的共同储蓄计划，则能够获得 6% 的月度收益。地下钱庄一般是由一些号称的“金融天才”的后台老板经营。大量地下钱庄盛行的同时，台湾地区股市同样存在大量的非官



方的保证金交易，这给其股市带来了更大的杠杆系数和不稳定性。

与当时台湾地区地下钱庄筹资的模式相类似，现在国内配资业务盛行。目前国内基本已经形成了“信托融资-股票配资资金供应商-渠道商-C 端客户”的一整条完整资金链，且银行资金也同样配置了两融收益权、“伞形信托”等多种类型的结构化产品。当时“台湾地区牛”的背景是宽松的监管环境，现在的国内则是金融创新、直接融资大发展的市场背景。

### 1.7、特征七：新股上市的低价发行承销

类似于现在的 A 股市场，90 年初的台湾地区，新股发行价格同样是由证券交易委员会确定，而非市场决定，结果同样导致很多股票承销以低于市场的出清价格完成，新股发行往往超额认购，打新股基本都能获得无风险的快速盈利。

### 1.8、特征八：5%的涨跌幅限制，助长泡沫而非降低风险

当时台湾地区为了避免市场剧烈波动，将其涨跌幅限制设定为 5%，这样的限制只能延缓而无法消除价格限制，而且阻碍的市场出清，导致了不必要的风险。过度的价格限制，反而是促进了投资泡沫的发展，而不是降低风险。1987 年台湾地区股市遭受美国股灾冲击，其随后为了保护投资者，将涨跌幅限制进一步提高到 3%，结果导致问题的更加严峻。由于跌停板上的股票没有成交量，投资者无法卖出股票以补充保证金缺口，导致市场进一步恐慌。

## 2、1990 年“台湾地区牛”的背景、前奏、契机

### 2.1、“台湾地区牛”的背景：经济转型期、增速换挡期

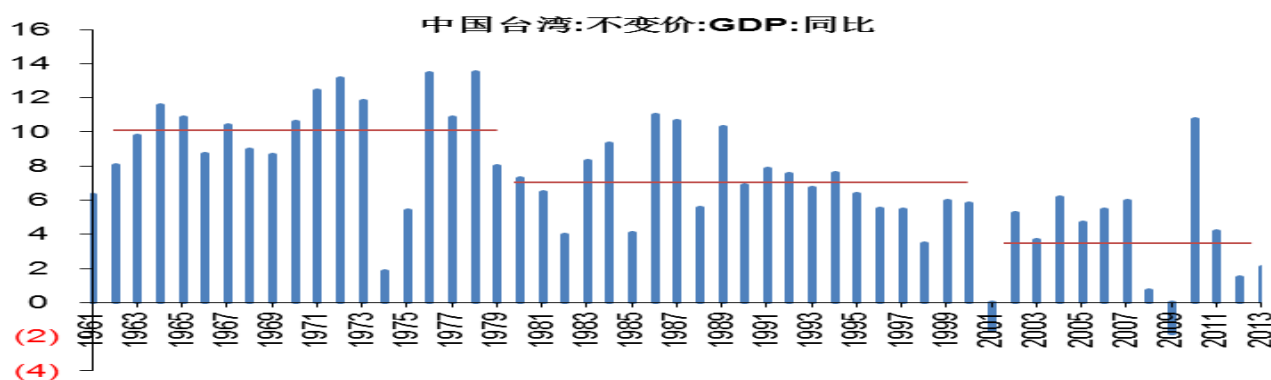
80s 台湾地区经济进入经济换挡期，经济从出口导向进入转型期。从 1960 年开始，台湾地区经济向“出口导向”转型，经济快速发展。到七八十年代台湾地区已经成为“新兴工业地区”，逐渐跻身“亚洲四小龙”之一，但从 80 年代之后，台湾地区经济增速开始逐渐放缓，主要原因在于基础设施压力，以及来自东南亚等低工资国家和地区的竞争，即台湾地区经济在 80 年代进入了 GDP 从 10% 以上的高增速向 7%-8%左右的中高速增长的经济转型阶段。

以基建拉动经济，面对经济增速下行问题。从 1978 年开始，台湾地区 GDP 增速从 14%左右的高增速持续下滑，直到 1982 年 GDP4%左右的增速触底，整个 80 年代台湾地区的经济增速都不是很稳定，在 7%左右上下大幅波动。核心原因在于 70 年代末期台湾地区的出口

增速开始大幅下降，即出口的经济导向开始面临困难。为了解决经济发展瓶颈问题，70 年代末台湾地区制定了“十大建设项目”来解决基础设施不足的问题，包括台北桃园机场、台中深水港、南北高速等等。

**吸引“人才回流”，构筑“工程师红利”。**在基建稳增长的同时，为了提高竞争力，台湾地区开始开发新竹科技园区来吸引高科技创业的企业入驻，以提升高科技产品的出口水平。台湾地区的迅速发展促使了“人才回流”，很多受过高等教育、在海外的工程师和管理人才回流台湾地区。

图表 5 台湾地区经济在 80、90 年代进入转型换挡期



数据来源: wind, 方正证券

## 2.2、“台湾地区牛”产生的前奏——信用危机导致的“最后一跌”

**牛市的前奏：80 年代初台湾地区信用危机爆发。**80 年代早期，台湾地区金融体系仍然相对落后，银行体系极大受制于政府管制，整体金融体系效率低下。1985 年初，以国泰集团为代表的信用危机爆发，冲击了台湾地区的金融体系，引发了后期台湾地区对其金融体系的全面改革。

**1985 年信用风险爆发，台湾地区国泰危机爆发，市场跌至最低点。**国泰集团是台湾地区五家顶尖的工业和商业集团之一，涉及产业领域包括保险、建筑、塑料、信托以及租赁、食品等。1985 年 2 月，其旗下核心金融公司“第十信用社”由于财务混乱被管理当局勒令暂停贷款业务，导致客户挤兑风波，随后“第十信用社”被接管。结果信用危机波及到国泰旗下另一家“类银行”业务的国泰信托，随后政府出面平息风波，国泰信托再次被接管。直到国泰旗下第三家“国泰塑胶集团”由于吸纳“职工存款”，再次出现流动性问题，问题正式暴露，政府组织全面调查，信用风险暴露，并且波及许多私营企业，台湾地区的问题贷款数量不断上升。**国泰危机打击了市场信心，指数**

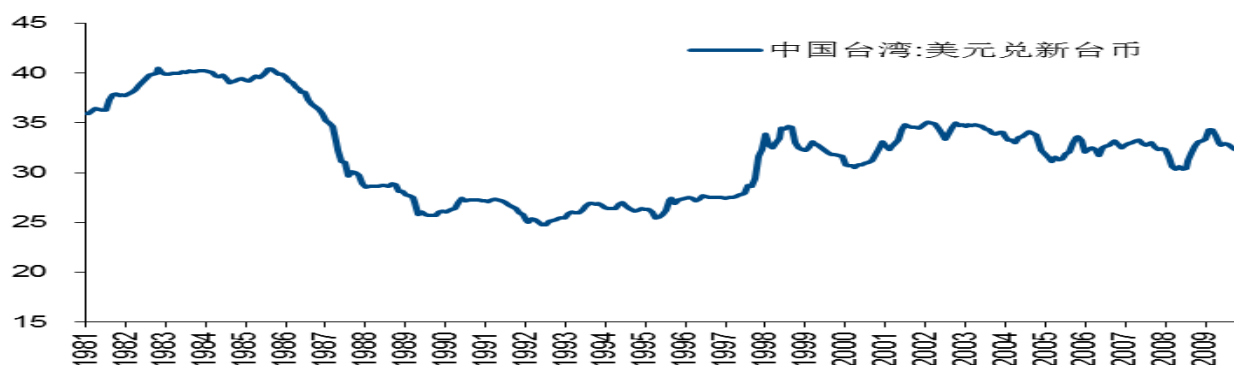


跌至 1985 年最低的 636 点，成为了台湾地区历史上最大的牛市之一的真正开端。

### 2.3、“台湾地区牛”的契机——台币进入升值区间，热钱流入催生资产泡沫

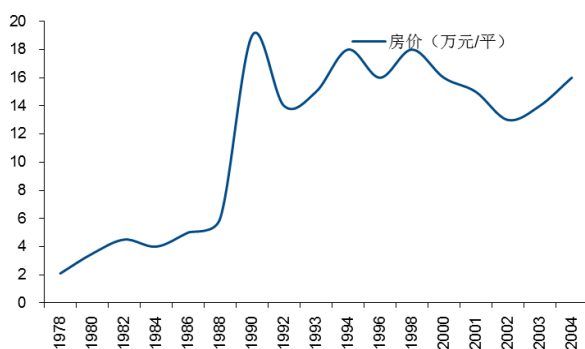
转机：1986 年之后，台币进入升值周期，“台湾地区牛”正式启动。从 1985 年初开始，新台币对美元汇率开始稳步回升，台币的升值趋势开始吸引外资回流。由于传统银行利率很低，外资回流资金更多关注地产和股市，股市和地产泡沫开始同步产生。

图表 6 台币从 1986 年开始进入升值区间

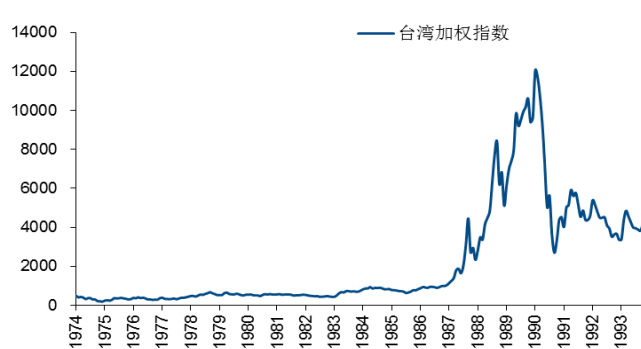


数据来源: wind, 方正证券

图表 7 台湾地区地产投资从 1986 年开始泡沫



图表 8 台湾地区 1986-1990 股市泡沫



数据来源: wind, 方正证券

### 3、“台湾地区牛”的三次回头

台湾地区股市从 1986 年起步的大牛市过程中，大的回撤总共两次，分别发生在 1987 年 9 月以及 1988 年 8 月，两次回调幅度均在

30%以上。第一次是由于外围冲击——美国 1987 年股灾的影响，第二次是 1988 年管理层出台资本利得税的影响，随后市场再次恢复上涨，直至 1990 年 1 月市场见顶。

### 3.1、第一轮回调（1987 年 9 月）：意想不到的外围冲击，1987 年美国股灾，回撤 30%

**1987 年第一次 30%幅度的回调。**台湾地区股市从 1986 年初的 800 点起步，持续上涨至 1987 年 9 月的 4000 点，在涨幅几乎接近 5 倍之后，发生了牛市的第一次回调。这场回撤在 1987 年四季度发生，指数从 4000 点跌到 2800 点，回撤幅度 30%。

**外围风险冲击，受 1987 年美国股灾的影响。**1987 年这次回撤主要原因在于外围市场波动造成的冲击。这场冲击源于日本为抑制经济泡沫开始紧缩货币，导致日本债市暴跌，风险影响到美国债券市场，结果表现为美国 10 年期国债收益率迅速上升，叠加政府再次释放美元贬值压力的导火索，最终导致美国 1987 年股市的大幅调整，风险影响到全球市场，台湾地区股市同样出现回调。

### 3.2、第二轮回调（1988 年 8 月）：监管冲击，征收资本利得税，回撤 36%

**征收资本利得税的监管风险，引发股市快速大幅回调。**第二回调发生在 1988 年 8 月，指数从 8100 回调至 5200 点，回调幅度 36%，指数下跌了一个季度。引发调整的原因在于监管的风险，1988 年 9 月台湾地区相关部门出台准备征收资本利得税的政策。之后股市连跌 19 天，从 8813 点连跌 19 天到 4645 点，几乎腰斩。由于股市暴跌，引发了投资者的示威游行和社会骚乱事件，后续管理层在投资者的巨大压力下宣布取消征收资本利得税的计划，指数恢复上涨。

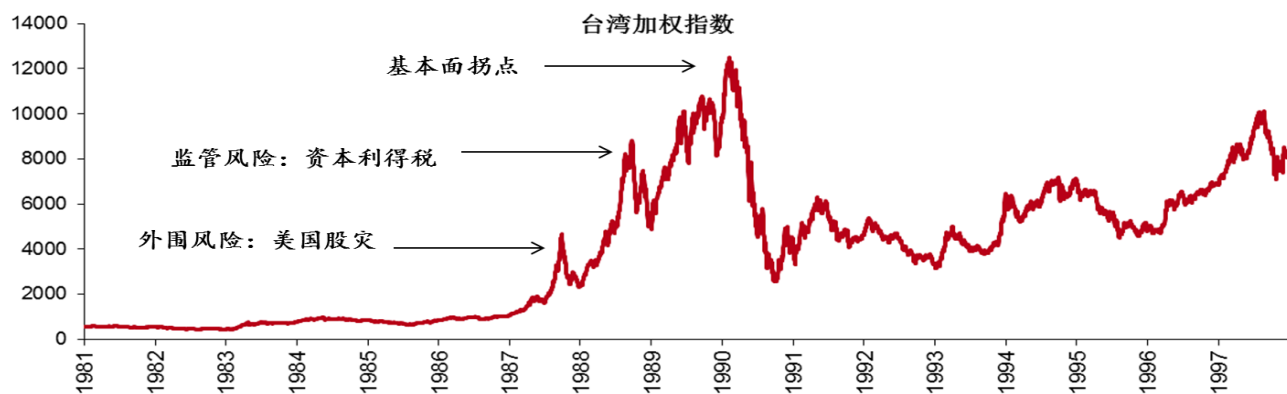
### 3.3、第三轮见顶（1990 年 2 月）：基本面拐点，台币升值趋缓，贸易顺差也未再度走高，指数 12000 点见顶

**指数在 1990 年初见顶。**台湾地区指数在 1990 达到顶部后，几乎没有任何征兆，甚至没有什么信息出现，一切显得很平静。如果有什么信号的话，是市场的大幅波动。从 1989 年开始，指数开始大幅的上下波动，达到 1990 年最高的 12000 点。但是如果排除市场的狂热投资情绪，从基本面来看，其实是能够发现指数见顶的端倪的。

**基本面的拐点，支撑这轮大牛市的流动性根源“热钱流入+利率下行”两个基础都已经出现拐点。**新台币的升值趋势从 1988 年开始

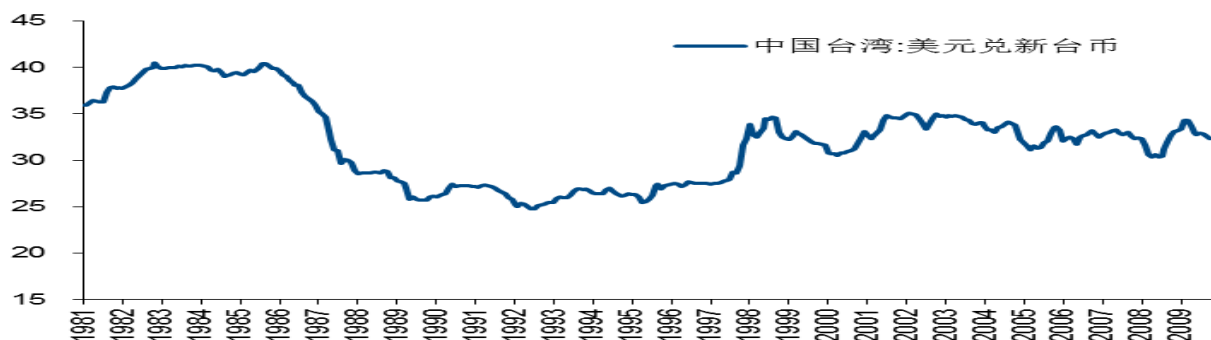
出现二阶拐点，到 1990 年已经基本触底；而流动性方面，台湾地区信贷利率在 1988 年基本见底，1989-1990 年短期两年利率处于回升阶段，期间利率从 6% 回升至 10% 左右。即流动性的两个方面，热钱流入与利率下行的基本面都已经不再支持市场的继续上涨，基本面的拐点已经出现。

图表 9 台湾地区“牛”的三次冲击



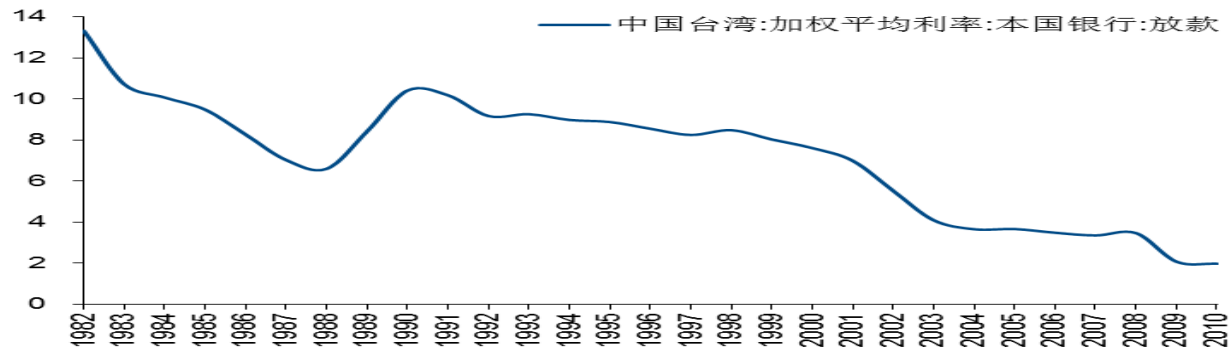
数据来源：wind，方正证券

图表 10 台币在 1990 年升值趋势基本结束



数据来源：wind，方正证券

图表 11 台湾地区信贷利率从 1989 年开始回升



数据来源：wind，方正证券

#### 4、 泡沫破灭，但实体经济成功转型

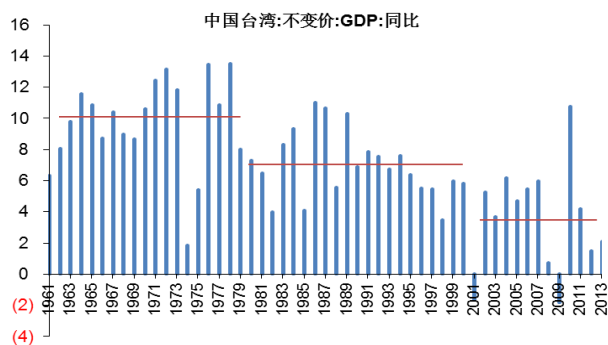
“台湾地区牛”在 1990 年初的 12000 点到达了顶点，然后在随后的 7 个月里大幅下滑到 2800 点，几乎跌到之前指数最高点的零头。虽然在这次市场下跌过程中投资者损失惨重，但乐观之处在于台湾地区的实体经济并未遭受重创，反而表现出依然强劲和稳健。

##### 4.1、90s 台湾地区经济转型成功，GDP 增速逐渐企稳

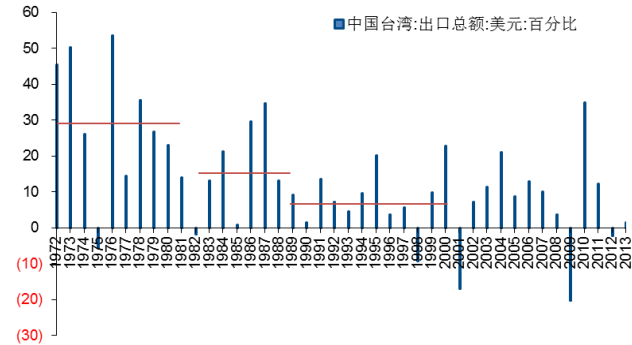
台湾地区八九十年代进入经济换挡，进入转型阶段。台湾地区从 60 年代开始的出口导向型经济发展模式，为其六七十年代的高增长奠定基础。但这一模式从 70 年代末期开始进入发展瓶颈期，从 1976 年开始台湾地区出口增速持续下行，同时台币的升值趋势也对其出口造成了不良影响，台湾地区从 80 年代开始逐渐进入转型阶段，经济增速也开始从之前 10% 的高增长期进入 6%-7% 的中速增长阶段。

台湾地区经济在 90 年代进入稳定阶段，产业升级、出口增速稳定。80 年代台湾地区 GDP 表现为非常不稳定，大幅波动；其出口平均增速也从之前的平均 30% 降至 15%，GDP 增速在 3%-10% 之间大幅波动。到了 90 年代，台湾地区进入经济增速缓慢下滑，逐渐稳定在 6% 左右的经济增速，出口增速也从 15% 降至 7% 的增速。

图表 12 台湾地区经济增速从 80 年代开始下移



图表 13 90 年代开始台湾地区出口增速基本稳定



数据来源: wind, 方正证券

##### 4.2、台湾地区经济的成功之处：成功的产业升级+ 新的市场

产业结构升级+贸易模式转变。1990 年之后，台湾地区的出口贸易逐渐形成新的模式，其对大陆的转口贸易日渐繁荣。此外，亚洲跨

地区贸易也持续增长，东盟、韩国都成为台湾地区产品的重要出口市场。台湾地区产品的种类，也逐渐从之前的鞋、衣服等劳动密集型产品转换向高附加值和科技密集型方向转移，例如电子产品和电脑相关设备。

台湾地区与日本都经历了 90 年代初的泡沫阶段，但最后经济表现迥异。台湾地区、日本在九十年代初都经历了股市和地产市场的泡沫，主要原因都在于美元经济偏弱，出口型经济体日本、台湾地区都经历了被动的货币升值，且两个地区应对出口下行冲击的应对方式均为加大基建投资力度，放松货币，宽松的流动性以及外资流入助长了市场泡沫。但是泡沫破灭之后两个地区的经济表现迥异。相对比起来，台湾地区相对于日本，成功之处在于不仅仅实现了产业升级，还受益于台湾地区的经济更容易与大陆相结合，八九十年代台商大量的大陆投资，不仅仅获得了廉价的劳动力等竞争优势，同时也获得了一个巨大的，消费习惯非常相似的消费市场，获得了国内经济快速发展带来的红利。

## 方正策略组分析师介绍

### 郭艳红 策略组组长 策略高级研究员

西南财经大学硕士研究生，2007年供职于平安证券，2009年供职于华创证券，2014年供职于方正证券，7年从业经验，负责策略统筹

### 胡国鹏 策略高级研究员

西南财经大学硕士研究生，2009年加入华创证券，2014年7月加入方正证券，4年证券从业经验，主要负责行业比较及行业配置

### 钟青 策略研究员

对外经贸大学硕士研究生，2009年加入华创证券，2014年7月加入方正证券，4年证券从业经验，负责策略研究

### 代表作：

- 1、2014年年年度投策略《否极泰来》
- 2、3月份月度报告《先抑后扬》
- 3、5月份月度投资策略《止跌回升》
- 4、2014年3季度投资策略《走出盘局》
- 5、2014年下半年投资策略《重现生机》

### 研究亮点：

方正策略始终立足于奥地利经济学在A股市场的应用，期望提供有启发的思路和独特的研究成果；

- 1) 最早最坚定判断流动性拐点，《流动性大拐点》指出货币需求下降引发的拐点具有中期性质；
- 2) 率先提出并坚持市场机会，3月《先抑后扬》，5月《止跌回升》，7月《走出盘局》；
- 3) 最早提示大金融机会，逻辑是流动性及政策拐点；
- 4) 最早提出并坚持中上游配置，3月下旬金融地产，5月有色金属及设备子行业，7月化工子行业等。



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；  
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；  
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com