



券商投资策略会面面观

新年首个交易日即跌破多家券商点位预测下限

# 大盘点位屡猜屡错 机构策略报告沦为“算命”

证券时报记者 李东亮

对于在去年底给出今年上证指数运行区间的大中型券商研究所而言,新年第一周饱受煎熬。继去年12月上证指数连续跌破2300点和2200点后,新年首个交易日再次跌破许多大中型券商2200点的点位预测下限,并于上周五创出本轮调整新低,再度引发了投资者关于券商各种投资策略会猜点位犹如“算命先生”的议论。

对此,接受记者采访的多家券商研究所负责人表示,单纯从研究而言,大中型券商研究所在年末策略会上并非仅向投资者预测未来大盘点位,还提供宏观经济分析和行业前景分析等特色服务。不过,上述回应难以解释为何屡屡出现指数预测和金股推荐失败率远高于成功率的现象。

## 首日便跌破第二道防线

记者统计的数据显示,广发证券、国泰君安证券、东方证券等券商研究所低点预测值较为乐观,认为今年大盘低点在2010年7月5日创下的低点2300点附近;而中信证券、申银万国证券等较为谨慎,认为今年的低点在2200点。如果说2300点是券商预测大盘运行区间下线的第二道防线,那么2200点则成为第二道防线。

实际上,早在去年12月中旬,上证指数即接连跌破2300点和2200点,随后有所反弹,并在年末最后一天勉强收在2200点附近。这使得在去年11月份召开2012年投资策略会,并认为2012年上证指数低点在2300点的国泰君安证券、平安证券等券商研究所尴尬不已,而被投资者戏称为“算命先生”。

不过,上周市场的表现显然未让第二道防线给投资者带来安全感,即使预测值较为谨慎的中信证券、申银万国证券也难逃被戏称为“算命先生”。新年首个交易日,上证指数冲高回落,收在2169点,一举击穿众多大中型券商研究所预测区间的低点——2200点,上周五则收在2163点。众券商研究所被推向舆论的风口浪尖。

实际上点位预测失败并非首次。此前,申银万国证券、中信证券、国泰君安证券纷纷将2600点或2700点作为2011年上证指数运行区间的低点,并提出市场将呈现先抑后扬的走势。“预测全年的点位和算命差不多。”深圳某大型公募基金投资总监表示,其实没有必要预测全年,毕竟

不确定因素太多,不仅容易受到市场诟病,对券商的品牌而言也是一种伤害。

## 模型测不准

据业内人士介绍,券商研究所的策略分析并非国内券商研究所独创,即便美国的投行和共同基金同样设有判断市场是处于波动状态还是已形成趋势的策略分析师,只是国内券商的策略分析师多了一项特殊的使命,即预测下一全年的指数运行。

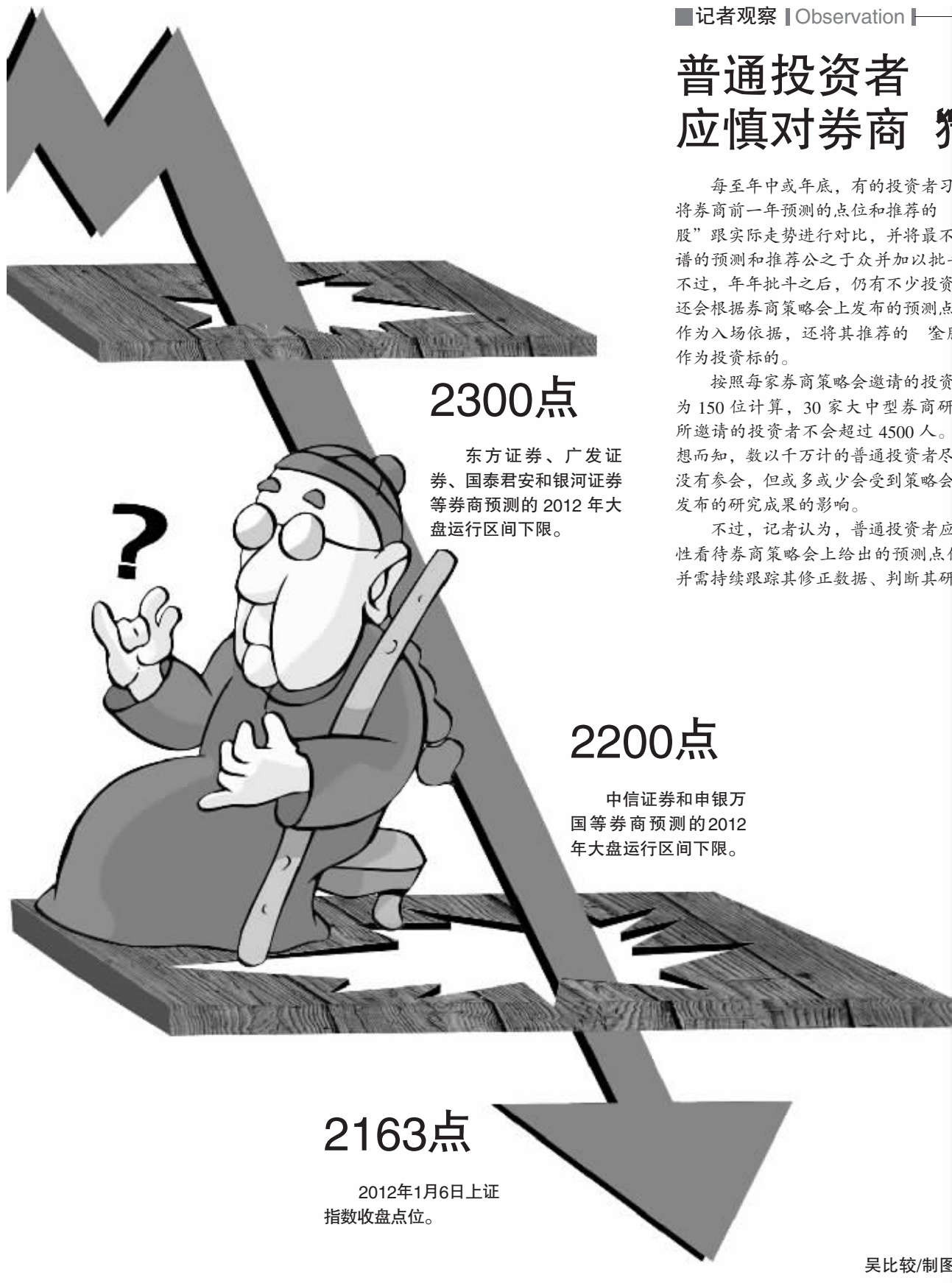
别说是投资者,我们的策略分析师也觉得没有必要预测未来一年指数运作区间。”北京某大型上市券商策略分析师表示,但是国内的券商研究所认为只有宏观、策略、行业和公司研究齐全才能称得上是研究体系,在年度策略会上预测点位不可或缺。

不过,也有业内人士认为,上述原因固然重要,但更为重要的是预测大盘点位是策略分析师的生存逻辑所在。上海一家上市券商研究所负责人表示,国外策略分析师和宏观分析师界限不甚分明,但国内宏观经济分析师较为强势,导致策略分析师在功能上去宏观化,考核的最终目标即为趋势预测。

尽管从结果上看券商大盘点位预测屡屡失利,个别年份预测的点位与实际点位误差甚至高达500点,甚至被投资界戏称“算命”。但据记者调查,多数券商的策略研究是建立在科学的数学模型之上的。

据记者调查,大中型券商研究所预测未来一年运行区间的上限和下限,主要考虑宏观经济形势、货币政策和财政政策影响下的企业盈利情况,货币政策影响下的资金面情况以及市场情绪等指标,并结合历史数据进行分析,最终得出运行区间。

不过,投资者普遍质疑的是,基于科学指标进行预测的策略研究为何屡屡出错。对此,上述北京券商策略分析师给出的答案是,企业盈利情况决定着全部上市公司的市盈率,而资金面和市场情绪则决定着市场需求,此类因素基本框定了指数运行的空间。但抛开市场情绪等很多指标均不能量化不说,一切预测均基于一定的假设,而各种假设条件是有限的,真正影响市场的因素却是无限的,且在变化之中,有时这种变化又是剧烈的。因此,尽管点位预测建立在科学模型之上,但屡屡预测出错的的结果的确给人以算命的感觉。



吴比较/制图

■记者观察 | Observation |

## 普通投资者 应慎对券商“猜”点

每到年中或年底,有的投资者习惯将券商前一年预测的点位和推荐的“选股”跟实际走势进行对比,并将最不靠谱的预测和推荐公之于众并加以批斗。不过,年年批斗之后,仍有不少投资者还会根据券商策略会上发布的预测点位作为入场依据,还将其推荐的“选股”作为投资标的。

按照每家券商策略会邀请的投资者为150位计算,30家中大型券商研究所邀请的投资者不会超过4500人。可想而知,数以千万计的普通投资者尽管没有参会,但或多或少会受到策略会上发布的研究成果的影响。

不过,笔者认为,普通投资者应理性看待券商策略会上给出的预测点位,并需持续跟踪其修正数据、判断其研究

的前提是否合理以及逻辑是否严密,否则盲目参考大中型券商的点位预测也难免会导致投资失败。

首先,作为对未来一年市场运行的预测,由于其预测的前提、市场情绪以及上市公司经营的环境等指标均处在变化之中,券商研究所往往会于年度策略会上的观点适时修正。而普通投资者并非研究所服务的对象,因此未必能收到适时修正的结果,如仅将初始数据作为投资A股市场的依据,成败可想而知。

据记者统计,北京某上市券商虽在2010年底做出2011年运行中枢为2800点的判断,但在2011年上证指数从2825点跌至2199点的过程中,不断提示机构投资者减仓或建立谨慎仓位,仅在6月份和10月份提示了两次加仓的机会。而普通投资者如果未得到此类减仓提示,仅根据该券商最初的预测进行投资,那将付出不小的代价。

更为重要的是,机构投资者一般会拥有自己的买方研究所,该买方研究所人员听取券商的研究成果,首先会判断其研究假设是否合理,推出研究成果的逻辑是否严密,然后再有所选择地提取研报的精华,而基金经理则根据买方研究的研报精华结合自身投资经验判断投资时机。然而,绝大多数普通投资者往往没有判断券商研究成果研究假设合理性和逻辑严密性的能力。因此,券商研究报告并非适合所有的普通投资者。

此外,众所周知,市场走势的决定性因素为市场供求关系,而机构投资者显然是影响市场需求的决定性因素。因此,机构投资者在判断券商预测点位是否合理时,往往会判断该券商研究所所覆盖的机构投资者范围、在机构投资者中的影响力以及其他机构投资者对于该运行区间的判断,并根据这些因素作为其形成最终投资决策的依据,而多数普通投资者并不具有此种优势。因此,对于仅能按照券商的预测结果进行投资,而无法获知主力投资者对此预测结果看法的普通投资者来说,该预测结果的实际价值或将大打折扣。(李东亮)

■特写 | Feature |

## 再也不想当算命先生”

每到年末和年初,对大盘点位预测明显不准的券商策略分析师往往会遭到投资者和媒体的批评。深圳某券商策略分析师李彤(化名)称,策略研究这份工不好干,没有宏观经济分析师的光环,亦不具备行业分析师“研而优则投”的光明前途,时刻做着争议更大的工作。”

李彤告诉记者,他已当了好几年的策略分析师,但不太喜欢现在的工作。原因不仅在于该岗位的未来不如行业分析师,更重要的是难得到别人的尊重,甚至有时候觉得自己像个算命先生。

李彤感叹道,宏观经济分析师主要根据宏观经济运行的各项指标,结合历史数据对宏观经济未来的发展进行预测;行业分析师主要将精力集中于某个或者某几个行业进行研究,只要把几家市值较高的上市公司研究透彻,不仅可以提升自身的名气,得到买方研究的尊重,未来转投私募或公募基金的机会也不少;而策略分析师什么都研究,却什么都难研究透彻。

李彤称,策略分析师既要判断宏观经济的走势,货币政策和财政政策

的预期,又要研究大市值上市公司盈利情况,还要判断市场情绪对股价的影响,同样不能忽视融资、再融资、解禁等因素对市场的影响。几乎把宏

观经济分析师和行业分析师的工作重复做了一遍,但涉及深度均有限。有的策略分析师很偷懒,甚至直接照搬宏观经济分析师和行业分析师的研究成果。”

而更让李彤心里不舒服的就是投资者对策略分析师这个群体的看法。他告诉记者,在目前的研究体系中,策略分析师地位较低,不仅收入低于宏观经济分析师和明星行业分析师,在投资者心目中,策略分析师几乎是可有可无的。因为在投资者最为关注的年度策略会上发布的大盘点位预测常常出错,且逻辑推理过程与宏观分析师和行业分析师存在诸多重合之处,策略分析师自然难受到投资者的关注。

不仅如此,李彤还认为,媒体对策略分析师这个角色同样较为轻视,每当有宏观经济政策、货币政策出台时,媒体往往只会采访宏观经济学家或宏观经济分析师,基本直接绕开策略分析师。

对于将来的打算,李彤告诉记者,他看不到所在岗位的未来,或许转行当宏观分析师是不错的选择。他笑称,“再也不想当算命先生了”,券商研究员就应该集中精力、深入下去做踏实的研究,而不是像策略分析师那样广泛涉猎,却又浅尝辄止。(李东亮)

证券时报记者 李东亮

在去年底各券商召开的2012年投资策略会上,尽管宏观和策略研究内容基本在会议举行的首日上午发布,但却受到包括机构投资者在内的与会人员重视。在iPad上玩游戏、与邻座聊天、偶尔为趣闻鼓掌等等,成为不少与会人士参加券商宏观和策略研究报告会时的写照。

对于机构投资者而言,时间就是金钱一点不为过,但每家大型券商均能请到50家左右的机构投资者来捧场年度策略会。

但记者在多家券商策略会现场调查的结果却显示,与参会的上市公司高管交流才是上述机构投资者的参会重点,而券商研究所的宏观、行业研究可以作为日后的投资参考,以点位预测为主的策略研究则难受到重视——最多将策略研究的逻辑作为参考,点位预测的结果则被认为可有可无。

博时基金一位负责研究的高管接受记者采访时表示,对于券商研究所而言,年度策略会实际上是一次路演,公募基金等潜在客户自然成为各券商研究所公关的对象。而机构投资者更关注的则是券商请来的上市公司高管,这也是能否吸引机构投资者等潜在客户的关键。

中信证券一位自营业务部门人士也表达了类似观点,机构投资者不满足于参加各大券商的年度策略会重点不是听取该机构的研究报告,因为这些报告的观点有些早已透露给了机构客户,

而且次日也会在各大网站披露。机构投资者主要关心的还是其持有股票的上市公司经营情况,券商年度策略会正好提供了机构投资者与上市公司高管沟通的机会。

证券时报记者所做的调查结果显示,在上述年度策略会上,中金公司、中信证券、申银万国证券等大型券商均邀请到50家左右的上市公司高管参会,而华泰联合证券、长江证券等中型券商约邀请到30家上市公司高管。在长达2-3天的券商策略会上,宏观和策略研究会仅占半天时间,行业研究报告会占1天半到两天半的时间。在此期间,不时有上市公司董秘等高管上台介绍各自公司经营情况,而更为重要的是举行机构投资者、资产大户和上市公司高管之间的“一对一”或“对多”的沟通会。

在深圳某券商召开的策略会上,山东一家主营造纸的上市公司高管告诉记者,上市公司和券商研究所平时多有沟通,并在募资等资本运作期间需要券商研究所的支持,因此需要对券商策略会予以支持,而券商邀请到的机构投资者和资产大户无非是向上市公司了解经营情况。

值得关注的是,去年底券商召开的策略会上,国家各部委旗下研究所高管或研究员屡现身,因为他们掌握着重要数据,并可提供符合国家制定政策逻辑的观点,也同样受到了为数不少的机构投资者关注。

# 扎堆投资策略会 众机构 醉翁之意不在酒”

## 券商整固 研究市场“三角关系”

由于拥有信息优势的上市公司和拥有资本资源的买方机构较为强势,券商研究所只能在其中扮演媒介角色。

在研究市场上,券商研究所、上市公司和机构投资者之间始终存在着若即若离的“三角关系”。每年的券商策略会上,券商研究所通过搭建一个三方沟通的平台,即整固了三者之间的关系,同时向上市公司和买方机构展示自身的资源掌控力。

事实上,上市公司是券商研究所的研究对象,机构投资者是券商研究所研究成果的主要购买者。同时,上市公司不仅是机构投资者的投资对象,在资本运作中,上市公司还不得不借助机构投资者来实现“市值管理”的目的。因此,三者之间的关系被业界称为“三角关系”。

尽管三者之间存在重大的经济利益,但这种三角关系并非牢不可破。“三者平时不能走得太近。”中信证券一位不愿具名的董事总经理表示,由于内幕交易制度的存在,决定着此关

系必须是若即若离,因此也必须需要维护,每年券商的各种策略会便是不错公关机会。由于拥有信息优势的上市公司和拥有资本资源的买方机构较为强势,券商研究所只能在其中扮演媒介角色。

安信证券首席经济学家高善文日前在博客上表示,最近10年的研究市场上,销售和服务的价值在提升,基础研究的价值在衰减。

这种倾向在券商策略会上表现尤为淋漓尽致。接受记者采访的多位券商研究所所长也表示,在国内同质化的研究氛围中,券商策略会展示基础研究的意义已远不如销售和服务的价值。而在策略会上提供的各种服务中,充当上市公司与买方机构桥梁的作用也远大于提供基础研究的价值。

业界认为,券商研究所年度策略会侧重销售服务还是基础研究实际上是市场的选择。一方面,众多买方机构为卖方机构提供的价值不菲的礼品、五星级酒店住宿、旅游机会、与数十家上市公司高管沟通机会等服务而欢呼雀跃;另一方面,不少买方机构在宏观和策略报告会上玩电子游戏、盯盘炒股、与邻座东交西接耳等。买方需要什么,卖方就应提供什么。”长江证券研究所一位人士直接了当地表示。(李东亮)