

多空论剑

# 市场逻辑未变 风格转换尚难

在经历 8·16”事件后,本周上证综指微幅下跌0.35%,深成指下跌0.02%;创业板指则大涨7.75%, 创出新高。

大盘股能否适时买入? 创业板指放量创新高后,能否继续上行? 上海汇利资产管理有限公司总经理何震、鼎锋资产管理有限公司市场交易主管徐汇川就上述问题发表了看法。

□本报记者 黄淑慧

## 市场出现新变化

**中国证券报:**对于近期信息设备和互联网金融强劲的走势,怎么看?

**何震:**上述类型的股票我们并没有太参与,这只是与个人理解有关系。现在只要上市公司触及时髦的大数据、手游、移动互联网题材,都会引起资金关注。这一现象背后显然有虚火成分。但不可否认,这确实可以实实在在地对资源配置产生引导作用。

**徐汇川:**我们对互联网、信息设备相关股票涉及不多,纯概念、没有业绩的公司我们关注较少。对于消费电子股涉猎较多。但实际上我们看到一些互联网金融概念股,只是卖卖基金,门槛很低,这种价值增值并不明显。

**中国证券报:**最近市场的氛围和走势是否出现了变化?

**何震:**最近市场确实有些新变化,比如在中小盘股票恐高症明显的背景下,蓝筹和周期股出现一些脉冲性机会。8·16事件”显现市场有一些蓝筹股潜伏者。不过,这种大小切换的预期再次破灭,创业板指数又创出新高。

在这种走势之下,市场的核心逻辑仍然没有发生改变,只是在这个位置徘徊一下而已。市场的资金选择还是原来的TMT、医药以及由政府引导的热点板块。这体现出多数资金还是在买代表未来产业方向的品种,而不愿意沉淀在传统周期行业中。

**徐汇川:**最近的变化是经济面比市场预期要好,资金面还是值得担心。另外,近期铁路、金融、医疗行业的改革已经启动。在铁路改革方面,在持续的政策推动下,不应当期望该板块会一步到位。这些都是新

的变化。

需要注意的是,创业板指数本周五创出新高,虽然权重股业绩不错,业绩差的公司股价没有下跌,这显示创业板的调整并不充分。

## 大盘底部有望抬升

**中国证券报:**扰动近期股票市场的最主要因素是什么?

**何震:**海外市场QE退出的抉择、8·16事件”以及汇丰8月PMI预览值重上50%以上,这些因素看起来对市场的扰动都在变小。目前市场的热点还在,成交量良好。多数投资者对改革存在乐观预期,相信这方面的因素对于市场的影响会越来越强。

**徐汇川:**近期亚洲市场普遍下跌、印尼货币贬值、美联储QE退出的强烈预期等因素都是外围大环境的问题。当前经济是向好的,具体看中观的行业,例如水泥、发电量、钢铁价格都在回升,这些对经济都具有支撑作用。但资金面问题仍然是一大不利因素。如果央行的货币政策不调整,若逢季度末,会对资金问题相当不利。

**中国证券报:**当前的操作思路是什么?

**何震:**尽管我们认为大小盘股票风格切换还比较困难,大盘股出现持续上涨比较困难,但是底部会逐渐抬高。在市场上买周期和买成长是两类不同的思路,中小盘股票不可能一直涨下去。重要的是搞清楚自己买入股票的原因和逻辑。我们的操作思路仍然是轻指数。对于某些战略性看好的品种,我们会持有好几年。总体上我们对消费、医药股进行长期挖掘。

**徐汇川:**近期上证综指往下跌的话,就会出现比较好的买入机会。如果是涨的话,就需要等



上海汇利资产管理有限公司总经理 何震

鼎锋资产管理有限公司市场交易主管 徐汇川

一等。从本周五盘面的走势看,未来股指下行的概率较大。在大小盘风格方面,小盘股风险比较大,资金大都集中在小盘股里。机构持有的成长股比

例有些太高。若创业板中的绩差股出现下跌,创业板整体才会恢复健康。现在还是等待创业板分化的阶段。

金牛操盘

## 泽龙投资杨振邦: 2500亿元交易额 是市场风格转换分水岭

□本报记者 黄莹颖

今年以来,杨振邦所管理的阳光私募基金收益率排在第二位。私募排网网数据显示,截至8月2日,厦门信托·聚富二号(泽龙投资)收益已达55.93%。杨振邦所在的深圳泽龙投资管理有限公司于2011年成立,去年9月10日才成立第一只阳光私募产品,彼时正值股市加速下滑,而他的产品一度浮亏超过10%。不过探底之后,杨振邦掌舵的聚富二号”净值迅速攀升。

杨振邦重仓的并非创业板,六成以上是白马股,以沪市蓝筹股为主,而中小板、创业板股票配置比例不高。”杨振邦认为,应该从市场中寻找一些优秀的、低估值的民营企业,那里存在少数被错杀的股票,这才是转型成功的希望,代表未来中国经济转型的方向。

杨振邦的选股策略可以归结为12个字:品牌消费、安全进攻、首战必胜”。其中,品牌消费就是把精力专注和聚集在那些泛消费、泛服务行业里的品牌消费类的公司,统称为泛金融、泛健康、泛消费。

其中,杨振邦把泛消费分成精神消费和物质消费。凡是创意性消费可视为精神消费,而物质消费则是产品消费。不管是精神消费还是物质消费,都要重点考察品牌,毕竟有品牌的公司才能保证公司在较长的时间内获得良好的回报,尤其是短期内遇到困难但是品牌优势明显的公司,更是具备投资价值。医药属于泛健康范畴,以中药和中医为主,这个行业的空间大到无法想象。

对于变化纷繁的市场,杨振邦则化繁为简,量化成三个行之有效的判断标准。

其一,从市场交易量的情况判断。比如要判断当下市场是反弹还是反转,是主板行情还是新经济行情,2500亿元的交易额是一个重要指标。之上是主板行情,之下则是围绕新经济的行情。”目前沪深交易额仍在2000亿元左右,也就是说,一些代表新兴产业的上市公司仍会继续走强,资本市场毕竟是经济的风向标。此外,目前深市交易量仍然超过沪市交易量,也能表明代表新兴产业的上市公司仍会继续走强。

谈股论金

## 经济复苏获进一步确认

□晓旦

最新公布的8月汇丰中国制造业PMI预览值为50.1%,达到4个月高位,预示着制造业重新回到扩张水平。虽然此前我们预期8月汇丰制造业PMI会有所反弹,但反弹幅度仍低于50%的荣枯线水平。而实际公布的8月汇丰制造业PMI预览值反弹幅度之大,实在出乎意料,经济复苏得到进一步确认。

8月汇丰制造业PMI预览值实现大幅反弹,得益于新订单指数初值和产出指数初值的大幅回升。其中新订单指数初值较7月的46.6%回升了0.9个百分点,至50.5%,达到4个月高位。汇丰PMI预览值的回升缓和了市场对中国经济增长的悲观预期,有利于提振市场信心。

PMI所反映的中国经济整体回暖,其主要原因是此前出台的稳增长政策及政府对流动性的微调对经济增速的恢复起到作用,呈现企稳迹象。

投资感悟

## 黑天鹅事件带来投资机会

□中秦

本周市场在 8·16事件”影响下保持震荡,人气聚集在创业板、中小板,同时不少低价主板的科技股开始活跃。在光大证券暴跌影响下,券商股全线走软。对于该板块遭遇的黑天鹅事件,不妨换个角度思考,或许意外中枪孕育一次好机会。

回顾之前影响重大的黑天鹅事件,一般都会成为好公司股价腾飞的起点。大家记忆深刻的例子包括:三聚氰胺事件对应的奶制品企业、瘦肉精事件对应的肉制品企业等。其中的龙头个股,比如伊利、双汇等,当时可能是大家义无反顾、无情抛售的对象,后来都创出历史新高,甚至成为机构的宠儿。

在一个成长性的行业中,比如伊利和双汇都是大消费行业中的重点公司,本身就是一个热门的投资标的,筹码的需求量很大,突发的利空让筹码的供求关系骤变,大

在未来一段时间内,政府出台的相关政策。仍会对市场走势起到积极作用。我们注意到在上半年经济数据发布之后,迎来了一个政策密集发布期。7月20日至8月20日,国务院先后推出开发贷款利率管制、月销售额不超过2万元企业免征两税、营改增”试点扩至全国、加快发展节能环保产业、促进信息消费、金融支持小微企业发展、宽带”中国战略、改革铁路投融资体制等8项重要政策措施。这一系列改革措施长短结合”,兼顾稳增长和调结构。在未来很长一段时间内,市场都会从改革中获得红利,维持市场稳定。此外,从宏观经济政策的节奏看,央行有可能选择在三季度对流动性进行微调,目的是对冲外围流动性紧缩风险。

在超出预期的8月汇丰中国制造业PMI公布当天,市场没有出色表现,在很大程度上缘于对外围流动性紧缩的担心。美国将

逐步退出超宽松货币政策的强烈预期,给过去5年来享受国际流动性盛宴的新兴市场带来巨大压力。尤其是那些经常账赤字较大、依赖海外融资的经济体,短期内会经历资本外流和经济转型带来的阵痛。

随着美联储可能在9月缩减购债规模的时点日趋临近,新兴市场的退出病”明显加重。虽然中国经济的稳定性要优于其他许多新兴经济体国家,但是几个月来外汇占款也出现明显下降,说明存在资本流出迹象。许多新兴经济体国家股市大幅下挫,货币、债券市场也难以幸免,这在心理上给中国投资者造成压力。在此情况下,投资者对超出预期的8月汇丰中国制造业PMI保持谨慎也是可以理解的。预期在9月美联储QE消减计划最终披露后,全球股市将回归经济基本面,中国经济增长的前景将有助于A股走强。

露出来,导致行业格局改变。股票反映的是对于未来收益的预期,对一个长期增长的企业来说,只要行业继续存在,即使偶尔一年不分红,长期看也不会影响其合理价值。

从上面的分析可以看出,并不是所有的黑天鹅事件一定是抄底良机,而是在一个成长性的行业中,具有龙头地位的公司往往在黑天鹅事件中获益,在短期股价暴跌时,往往出现很好的买入机会。

就拿目前跌幅较大的券商板块来说,券商创新业务还要继续,只是会更加规范并对风控更加重视,那么其他创新类的券商是最大的受益者。当然,再好的机会买入时点非常重要,短期内黑天鹅事件会让股价低迷,过早买入可能会让你受不了下跌带来的精神压力。你可以耐心等待股价逐渐平稳,成交量恢复到正常水平之后,逐步介入那些好标的。

投资非常道

## 大牛市需要大底部

□金学伟

在沪深股市中,筑底是一个被用滥的词。当人们吃不准最低点在何方,感觉上又像底部已近,就会用筑底来搪塞。严格地讲,当最低点尚未探明——不管是客观上已经探明还是主观判断已经探明之前,哪怕确实底部已近,也只能用寻底来形容,不能用筑底言之。

最有价值的寻底走势是一种“落底波动”:从一个低点反弹之后,每创一个新低就反弹,每次反弹总是回到前一个高点附近。低点与低点之间的时间跨度通常在几周之内。比如2003年9月30日,上证指数见1348点,再反弹到1411点,其后连续几次创新低就反弹,每次反弹都在2411点附近结束,最终在当年11月13日找到真正的最低点——1307点,其后一路上涨到1783点。

1949点之前也有一次落底波动。从2012年9月5日见2029点开始,其后每创一次新低,不出5天就会反弹,最终在12月4日找到真正的低点1949点,开始了一波行情。还有2012年初的2132点之前,也有这样一次落底波动:2164点、2149点、2134点,每创一次新低就反弹,最终在2132点寻到了波段最低点。

从大的趋势看,这种类型的寻底过程可称之为筑底,但这只是一种宽泛的说法。当真正的最低点或我们认为的最低点尚未产生前,这样的波动只能称之为落底波动,是一个寻底过程。只有当我们认定——无论是事后认定还是即时的主观认定最低点已经产生,底的基桩已经打好,其后不会再有新的低点产生,我们才能把其后的来回震荡称为筑底。

比如,2005年6月上证指数见998点之后,从998点到1146点,再到1004点,形成一个双底;涨到1223点后,又在1067点、1074点构筑了一个双底,这样的波动,我们才能称之为筑底。从第一个双底到第二个双底,整个筑底过程历时6个月。还有2008年10月1664点到当年12月的1814点,也可说是筑底过程,其历时两个月,要比998点少很多。

而最长的一次筑底过程是1994年7月325点到1996年1月的512点。这次筑底在深成指和深综指上反映得尤为明显:深成指从94点又回到94点,深综指从104点又回到104点。如把沪深两个综指合成一个指数,实际就相当于指数从325点开始,兜了一个圈子,回到420点。

在趋势划分上,寻底和落底波动属于熊市或调整形态的一部分,而筑底波动则有两种情况。一种是从熊到牛的过渡形态,波动中的形态不具有牛市推动浪特征,仍表现为三段式上升和三段式下跌的调整形态,只是高低不再出现。如道琼斯指数1974年12月570点到1982年8月770点就是这种形态的典型表现:三段式上升和三段式下跌交错,形态上仍表现为熊市特征,就是不创新低。还有一种是它本身已构成牛市第一波上涨和第二波回调:上涨表现为3浪的推动型结构,下跌表现为3浪的修正型结构,这和波浪理论所称牛市第一波通常是筑底形态的一部分”是相通的。

并不是所有的行情都需要有一个筑底过程。事实上,绝大多数行情都不会有这样的过程。就沪深股市来说,经过震荡筑底,然后才展开一波真正的牛市行情的,上面提到的一共就3次。其余的都是到底之后就拉升,一口气到头。而回顾这一波波行情,我们就会发现一个有趣现象:凡是没有筑底过程的行情,都非常短命。无论是1992年的386点还是近几年的一波波中级反弹,其持续时间都不超过4个月。

反之,经历过筑底的行情,延续的时间都比较长。325点到512点,历时18个月,其后的牛市历时65个月;998点到1074点,历时6个月,其后上涨22个月;1664点到1814点,历时两个月,其后上涨7个月。当我们把这些数据罗列出来,看到了什么?

首先,牛市的时间长度和筑底的时间长度成正比。65÷18=3.61;22÷6=3.66;7÷2=3.5。其时间比例都在3.6倍左右。这样,没有筑底过程的行情不超过4个月就算正常。

其次,从大熊市到大牛市之间常常会有一个筑底过程。这是因为大熊市让市场背上了一个沉重的包袱。一是最坏的时间虽然已经过去或将过去,但是否真正过去还是个未知数。二是宏观基本面的变化总是缓慢的,不会从昨天的很糟一下子变得很好,乍暖还寒时节,最难将息,市场缺少充足的上涨理由。

最后,经历了熊市中的历次抄底、反弹后,市场早已身心疲惫,牛市已成遥不可及的往事,下跌成为人们心中最正常不过的事,至于说上涨,不跌就算好的了。所有这些都需时间来逐渐消除熊市留下的负面因素和影响,需要积极因素逐渐累积。

产生熊市的负面因素越多,熊市之后的筑底时间就越长,这是325点之后筑底时间大大超过998点的主要原因。由于本轮熊市的负面因素并不亚于当年的325点,且负面因素的多样性和复杂性要远远超过当年。因此,可以肯定地说,本轮筑底时间也会和当年325点一样,长达1年半左右,主要原因我们可以在下周探讨。

(作者系上海金耕信息运营总监)