

多空论剑

# 政策底显现 市场底将至

近期A股出现剧烈调整，市场恐慌情绪蔓延。不过，私募人士认为，目前A股已经严重超跌，质优品种投资机会显现，无论从基本面还是技术面观察，调整已经到位，未来可演绎改革慢牛行情。

□本报记者 黄莹颖

## 政策底显现

**中国证券报:**造成暴跌的原因是什么？

**李云峰:**前期上涨过快，A股自去年行情启动以来强势上涨，未曾有过真正意义的调整，涨得太快，加上获利盘回吐，调整是情理之中的事。

证监会要求券商对场外配资业务进行清理，引发市场恐慌。本轮牛市的一大特点就是杠杆交易，大量的伞形信托、结构化产品、民间配资等在市场下跌的情况下爆仓，恶性循环引发市场踩踏，加速下跌。

市场上存在一些人，利用股指期货恶意做空市场。期指市场被认为是股票价格发现者，对股价有引导作用。而目前做空股指期货的杠杆很高，一些投机者裸空股指期货，带动A股的恶性下跌。

**黄道林:**当前市场暴跌的主要原因有两个。一是对前期涨幅过大的行情进行自然修正，这与证监会发言人的观点是一致的。创业板从585点上涨到4037点，涨幅的确惊人，市盈率从20多倍涨到神一样的150倍，这种泡沫必然会得到市场修正。主板从1849点上涨到5178点，这个幅度也足够引发市场自然调整。二是市场强行去杠杆，如果说涨多了自然修正，市场参与者应当是可以接受的，但在如此高位强行去杠杆会引发暴跌。杠杆牛被强行去杠杆，做过期货的人都知道这要承担崩盘风险，可惜在市场出现大幅调整后并没有合适对策。对于第二个原因，我认为这不但是下跌的原因，而且是暴跌的根本原因。

**中国证券报:**请预判此次市场调整空间和时间？

**李云峰:**短短半个月，大盘从5000点跌至3700点，短期行情进入暴跌模式，已经出现市场失灵，短期行情很不稳定。基于管理层会积极干预，纠偏市场失灵，“政策底”已经显现，但暴跌当中的“市场底”尚不明确，要视管理层的调控力度和效率，以及市场融资盘清理状况而定。

**黄道林:**此次调整的空间极限应当是这轮行情涨幅的50%，也就是在5178高点减去杠杆资金会面临爆仓局面。

**中国证券报:**对下半年市场的总体判断？

**李云峰:**从总体来看，A股牛市趋势不变，主要源于本轮牛市的逻辑未变：CPI仍处低位，量化宽松政策料将持续；改革仍在继续，通过资本市场来实现经济转型升级的意图未变；存量财富再配置存有较大空间。

立足中期看此次调整的性质，这是此轮长期牛市的中期调整，接下来大概率进入季度性

1849低点的涨幅为3329点，这个幅度的50%就是1664点，那么5178减去1664点也就是3514点是这轮调整的极限空间。在3514点以上的调整都可认为是牛市的正常调整。时间上，由于这次调整是与上轮“5·30”式调整很相似，估计都是快跌慢涨的节奏，7月中就可能完成这波大级别的调整。

## 改革慢牛仍可期

**中国证券报:**剧烈调整会给今后市场运行带来哪些新变化？

**李云峰:**首先是市场风格的切换。牛市上半场主要是中小板、创业板主导的行情，那些具有新兴概念的成长股获得资金青睐。剧烈调整之后，投资者风险意识会急剧上升，那些具有低估值、有业绩支撑的蓝筹股可能有更多机会。

其次是市场前进的速度。牛市上半场，很多投资者通过加杠杆的方式入市，表现的特点是资金规模大，市场上涨快。经过这轮大跌之后，很多投资者得到教训，会变得更加理性，表现在市场上，牛市会变得缓慢、平滑。

**黄道林:**牛市大级别的调整都有熊市特征，此次也不例外，现在市场开始出现怀疑牛市结束的声音很正常，当然我们说很难有人能避过牛市大级别调整，或多或少都会吐出部分利润，这与市场调整过程中的复杂性和惨烈程度有关，特别是政策、行业、公司、指标参数，甚至至人的情绪、突发事件等无时无刻不在左右着市场，影响市场的诸多元素，比如基本面、技术面、情绪面都有着极强的弹性，股价在诸多元素强烈弹性作用下上窜下跳，投资者很难掌控，涨停跌停这些极端情况变为常态。这种市场变化没有高超的操盘技术，投资者想获利是非常困难的，操作不好会出现大幅亏损，一些杠杆资金会面临爆仓局面。

**中国证券报:**对下半年市场的总体判断？

**李云峰:**从总体来看，A股牛市趋势不变，主要源于本轮牛市的逻辑未变：CPI仍处低位，量化宽松政策料将持续；改革仍在继续，通过资本市场来实现经济转型升级的意图未变；存量财富再配置存有较大空间。

立足中期看此次调整的性质，这是此轮长期牛市的中期调整，接下来大概率进入季度性



昭时投资合伙人  
李云峰

A股牛市趋势不变，主要源于牛市逻辑未变。此次调整的性质是长期牛市的中期调整。接下来大概率进入季度性甚至年度性的盘整、震荡。较长一段时间内，A股将呈现指数箱体震荡、个股分化的行情。

深圳国诚投资总监  
黄道林

从基本面看，下半年宏观经济数据应当在货币宽松条件下向好；从技术面看，牛市调整的结束时点应当就在7月；从情绪面看，去杠杆造成的主动或者被动恐慌抛售行将结束，下半年告别杠杆疯牛，演绎改革慢牛可期。



## 革慢牛可期

**中国证券报:**当前应如何采取何种策略应对？

**李云峰:**不要轻易抢反弹，等待市场企稳再行动。如果手中仓位较重，建议利用股指期货等衍生品进行对冲保值。

**黄道林:**当前的策略应当是为下半年布局服务，标的选取上以优质蓝筹股为主，重点关注“金三胖”——银行、保险、证券。

金牛操盘

## 为未来寻找高成长产业股

□金百临咨询 秦洪

近期A股市场宽幅震荡，成交量、沪深两市融资余额随之萎缩，说明市场的杠杆行情持续褪色，A股短线面临估值回归压力。但是A股历史告诉我们，调整是释放风险而不是聚集风险，调整意味着新的希望。所以，在调整中需树立对未来的信心，积极做好功课，为未来寻找希望的种子。

此波A股市场的演绎的确超出市场预期。在前期大幅上涨过程中，出现了非理性的买、买、买行为。是泡沫总有破灭的时候，尤其是5月中旬，降杠杆的政策信号发出后，部分先知先觉的资金开始考虑撤离。因为驱动着创业板或者整个A股市场出现市销率过20倍、30倍的现象，主要来源于加杠杆的资金，一旦降杠杆的政策信号发出，就意味着市场浮力减弱，对高估值的容忍度大大降低，股价随之出现非理性下跌。

市场希望已经开始浮现。一方面，A股市场以往经验告诉我们，急跌释放风险，越急跌，越意味着风险在加速释放，市场指数在加速赶底，市场机会也随之渐增；另一方面，市场急跌影响着参与者情绪，为稳定市场情绪，相关各方会出台一系列政策。据此，经过一段时间的肃杀后，市场将迎来新生机。

但是，对于未来A股市场的机会来说，仍然主要体现在新兴产业的高成长品种中。因为从股票市场的本源来说，股票有两种功能。一种功能就是分红的权利，主要是指高现金流的相关产业股，比如水电、高速公路、金融、铁路运输等，这在海外市场同样颇受欢迎，尤其是港股的高速公路股、金融股的H股股价长期超越对应的A股股价就是最好的例证。另一种功能就是集资畅享未来企业高成长的权利。这其实也是股票的起源，因为股票起源于相关各方看好企业的未来而用现金换股权，目的就是

分享企业未来的高成长，然后或出售股权，或享受企业由高成长步入稳定成长之后的现金分红权利。

对于实力雄厚的大机构，例如保险资金、社保基金等，他们既可能配置高现金流股票，也可能配置高成长产业股。对于一般市场参与者来说，主要看中新兴产业股的未来高成长所带来的股价高差价收益率。所以，现代证券市场上，涨幅最为惊人的往往就是高成长的中小企业股票。近7年来，道琼斯指数上涨100%，标准普尔指数上涨200%，纳斯达克指数上涨300%多。近3年来，上证指数上涨100%，最高上涨150%，但是创业板指上涨400%，最高上涨550%。

如此数据说明具有高成长性的中小企业股才是A股的未来，也是一般投资者梦寐以求的高成长股。所以，未来的新兴产业仍然是A股市场牛股的摇篮，是A股市场众多投资者追捧的标的。

在操作中，一方面，要正视近期震荡所带来的股价风险；另一方面，以相对积极的心态，加大对新兴产业的研究力度。

目前，两大新兴产业领域值得跟踪。

一是生物技术领域。这是未来出现3倍、5倍甚至10倍以上涨幅个股的领域，该领域正处在技术加速突破的时点，精准医疗、基因测序等产业化前景愈发美妙。

未来感冒患者可能会享受定制的药品，这些美好的事件一旦成为现实，那么生物技术产业领域就会迸发出高成长产业股。达安基因、润达医疗、新开源、中源协和等个股，如果再度急跌，可以纳入建仓的股票池。

二是新能源动力汽车领域。

□谈股论金

## 金融衍生品是把双刃剑

□晓旦

过去几周，股指向下调整速度之快历史罕见，下跌幅度已经接近30%。更为吊诡的是，虽然自上个周末起，相关部门不断释放利好股市的消息。先是央行宣布下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，同时定向降准；后续又有证监会对两融风险喊话，提示目前证券公司融资融券业务风险总体可控，强制平仓压力很小，以及养老金可以入市的愿景；有保险公司喊话，市场已有投资价值，四大蓝筹ETF出现大幅净申购。然而面对这些利好股市的消息，市场并不领情，在短暂回升后，大跌仍然持续。以至于有戏言说，开市前都是利好，开市后却是利空。

市场走势如是，从表面看有以下几个原因。

市场趋势发生了改变。我们在5月曾说过，市场已经演变为情绪市，先是盲目乐观的情绪主导了市场，继而悲

观情绪笼罩了市场，特别是短期快速下跌，更强化了极度悲观的情绪，改变了市场趋势。趋势的惯性强大，使得政策上的引导在短期并不能改变跌势。

虽然当前有关部门表态要稳定股市预期，但是对市场所担心的新股大量发行并没有明显表态减速，7月首批新股发行仍然继续，后续发行未有明确减速的说法，大量资金仍从市场流出去打新。

在大幅下跌、股市向淡的环境下，资金观望情绪浓重，场外资金流入股市的速度放慢，这既包括新入市资金的放慢或下降，也包括融资规模缩减。

由于这些原因，尽管当前救市政策不断，但是市场情绪很难在短期修复，所以股市仍会震荡调整，探明市场底部。

以上几点，只是最近股市波动的表面原因，从深层次看，是中国股市在金融衍生品的发展、监管等诸方面还有许多不适应。中国股市在上半年

经过了令人瞠目结舌的暴涨，随后又断崖式下跌，其中金融衍生品的助涨助跌功能不可忽视。2010年市场引进融资融券、股指期货这些杠杆式的金融衍生品，今年又开展了期权交易试点。开始使用这些金融衍生品，其目的是使投资者在金融投资时有避险工具，同时使证券公司有更多的业务渠道增加收入，另外也会增加股市活跃程度。虽然，对这些金融衍生品的风险预先有所防范，但从实践看，这些监管往往是滞后的，并且有死角。这就造成，监管部门既不能预见和预防大量运用杠杆资金引发股市暴涨的“杠杆牛”，也不能控制有人利用股指期货、ETF造成的股市暴跌，使得股市正常的调整，有可能通过金融杠杆放大了调整幅度，使得政府部门维护市场的措施难以发挥作用，或会引发整个金融系统的重大风险。

我们应该反省现实中金融衍生品监管的漏洞，并提出应对措施。

对应的将是市场大多数浮赢的消失，这才是真正的市场底。

面对接近腰斩的股价，投资者的普遍反应是等反弹，不过，必须区分品种处理，对于那些涨幅巨大、业绩无法支撑股价的故事类个股，有机会就应该坚决卖掉，他们的价值回归之路是漫长的。而对于有业绩支撑，本身涨幅非常有限的蓝筹个股和行业龙头来说，将成为后续市场资金集中的区域，不宜盲目杀跌，但是需要控制好仓位，建议不要超过半仓持有。而对于有杠杆的资金，我建议越早卖掉越好。

虽然很多股票短期腰斩，但是对于历史涨幅看，还是有较大下跌空间。本周二抢反弹的资金，多数在周三和周四重新杀跌出局，市场在牛市结束的初期将不断上演抢反弹割肉的惨剧。既然出来的筹码就不必再次贸然进去，直到市场跌到自然底，市场的浮赢和杠杆压力基本消失，那才是真正的机会，届时股市肯定遍地是黄金。

□投资感悟

## 提防互联网+的牛市

□中秦

近期，虽然管理层出台了一系列救市政策维护稳定，但是平仓盘加上恐慌盘的汹涌出击致使市场很难出现像样的反弹。

刚刚过去的这轮牛市是互联网+的牛市，在互联网金融大行其道的当下，资金的借贷、转移非常便捷，有些券商营业部一夜之间保证金会增加数亿元，资金进场的速度比以往快得多。同时，互联网时代的各种创新金融产品提供了充足的杠杆，让各种结构性资金快速涌入。我们可以遵循这样的思路去理解，一旦牛市有结束的征兆，牛市是不是也会插上互联网的翅膀迅速到来呢？前阶段市场疯传的配资户爆仓的各种消息，是高杠杆资金的一次快速死亡，而市场的崩溃式下跌也连累到了两融资金安全，所以管理层破天荒地放开了两融的平仓限制，不希望看到大量投资者被强制

□投资非常道

## 救市不为股民为中国

□金学伟

上证指数从6月12日的5166点以来，到本周四为止，13个交易日跌去1370点，平均每天跌105点。与此相比，从1849点到5178点，24个月涨3329点，平均每月涨138点；或从2014年3月1974点算起，平均每月涨213点，那简直是个慢牛了。中国股市，终于以它的跌速，洗清了加在它头上的“快牛”恶名。

这样的下跌速度，老金事先没有料到，但已想到，因为，杠杆+波动=炸药。为此，从跨4300点后，我就一直在做几件事。一是让大脑进入高度戒备状态，许多夜晚和凌晨，我都会一遍一遍地去测算行情的临界点，考虑它的终结形态和转势分形。二是有意识地让自己形成卖股票的习惯，任何股票，只要顶背离，一回头就卖，生怕过去两年始终满仓、重仓持股的习惯改不过来，被震死。三是不断向朋友提示风险，告诫他们，绝对不能让这波牛市套牢。尤其是4986点这次回调，不仅在事先4940点后做了50%的主动减仓，且重新进去后明确告知群友，下次我将清仓。四是更严格地挑选股票，并把流动性和盘内交易的连续性作为必要条件，加到选股标准中。

为什么这样做？有两个根本性原因。

一是股价的倍加法则和相应的交易策略。倍加法是我介绍次数最多的一种股价测算方法，它的应用很简单：从一个底部区间开始，按照它的高度，分别在它的最高点上叠加1.11倍、2.66倍、3.34倍。重要的是，这三个目标定义了3种不同风格的投资：1.11倍，属于保守型投资者的专利；2.66倍归进取型投资者所有；3.34倍是激进型投资者的追求；3.34倍以上属于赌博。因此，倍加法不仅仅是一种技术工具，更是一种策略工具，这是我10多年来反复介绍倍加法的主要原因。

以本次行情来说，它的底部区间有两个。小的一个是1849点到2270点，高度421点，它的3.34倍在3676点。但由于在3400点之前就已经经历过回调整理，因此，这个目标可以放掉。大的一个是2444点到1849点，或2478点到1849点。前者的高度595点，其3.34倍在4431点。后者高度是629点，其3.34倍是4578点。因此，根据倍加法，4431点以上尤其是4578点以上，具有赌博色彩，何时掉头不知道，需要高度戒备，要对各种转势分形做出备案。

分形，就是片段。它是在混沌市场中把握转折点的唯一抓手。无分形，不交易，哪怕有100条理由。但在一个重要时间、重要目标区间，一旦出现转势分形，就必须动手，哪怕有100个逻辑告诉你这是牛市或熊市。

事实上，本次的转势分形和2013年2月2444点的转势分形如出一辙：MACD双线背离；5个交易日内最高收盘和最低收盘的落差小于120天平均K线长度的0.66倍；从6月8日到6月16日的6条K线形成“寿司卷”。

二是制度层面的。这是一波新的、我们从来没有经历过的杠杆型牛市。说到杠杆，所有人都会说它助涨助跌。但这不是问题的实质。股指期货也助涨助跌，但它不会改变市场的供求关系，输赢只是让甲股民口袋里的钱转到乙股民口袋。而杠杆却会放大对股票的虚假需求，增加股市的虚假繁荣。举例说，张三、李四、王五各有10万元。但张三想炒股，李四却是风险厌恶者，王五的10万元要维持公司运营，输不起，一般也不会来炒股。在没有杠杆情况下，虽然社会上有30万元资金，但实际进入的只有张三的10万元。但在加了杠杆之后，李四的钱和王五的钱都有可能通过某种渠道、某种方式，经张三之手，进入股市，因为他们并不需要承担风险，只需定好强制平仓线就行了。这样，原本只有10万元的股票需求变成了20万元甚至30万元，股票的需求被虚增了，股市的繁荣也成了虚假繁荣。这种虚假繁荣一旦破灭，股市的供求关系会在瞬间出现致命逆转。在这一波下跌中，许多投资人根本就没法从许多股票中逃出，原因就在于此。

这一波牛市结局如此惨烈，管理层面和投资者层面都有各自的经验教训可总结。

首先，金融创新需要谨慎，需要走一步，积累一点经验，然后再进一步。虽说国外早有融资交易，但正因为它们早已有之，所以投资者也早已熟悉杠杆情况下的交易策略：何时、何价、何种情况下可用杠杆，会不会做得太过分。但对国内大多数投资者来说，这是生第一次遇到的盛宴，拿一位银行行长在鼓动客户融资炒股时说的：这是国家给大家发钱，不要天理难容。杠杆+国家牛市+4000点是牛市起步”的权威媒体鼓噪，像魔咒一样让很多投资者中邪。而管理层显然对杠杆尤其是场外配资泛滥认识不足，行动迟缓。

其次，不同的金融环境需要不同的管理体系。在证券、银行、保险的大金融体系日益形成的背景下，我们的管理体系却依然呈条块分割，各管一摊。中国，亟须建立一个统一的金融委或金融监管委。

今天我做了两件事。

一件是向券商朋友们了解各自营业部的融资与配资盘，评估接下来的市场风险，有没有可能产生更严重的连环炸。初步评估，像本周这样的下跌，每天都会产生1000亿元左右的强平盘，市场的整体资金缺口大约在2万亿元。现在，我唯一庆幸的是我们的客户都逃过了这一劫。但最让我心痛的是有太多的企业家把自己的企业抵押，融资再加杠杆，深陷危局中。这样的微观风险叠加，就是一个巨大的社会风险和金融风险。因此，我呼吁救市，不是为股民，而是为中国。

另一件是测算本次下跌的技术目标。根据我的研究，4浪和2浪的回折之和大多会倾向1，最高会达到1.24，即2个0.62之和。由于2浪2270点至1974点，跌去1849点到2270点的0.7031倍，因此，4浪的最大回折比例为0.5369倍。由于3浪从1974点到5178点，涨3204点，因此，5