

多空论剑

人气逐步恢复 齐涨后防震荡

市场企稳信号再现，权重题材共舞，军工、国企改革等板块近期表现尤为活跃。私募人士认为，下半年市场料将开启全新改革牛模式，那些真正能将改革创新落地的公司才能重获人气。但是市场还需要时间去积累更多人气，因此短期震荡为市场的主基调，投资者不能太过乐观。

□本报记者 徐文杰

市场人气逐步恢复

中国证券报：前半周市场上涨呈现递减之势，但周四涨幅2%，升破4100点，实现6连阳，市场情绪企稳了吗？

唐祝益：已经基本企稳，如果说上周三、周四市场信心还不足的话，这周市场情绪明显好转。从表现形势来看，本周一、周二还有盘中调整，但到周四几乎没有盘中调整，两市一路上涨，并且权重和题材股都表现出明显的赚钱效应，有些板块涨幅较大，例如军工、国企改革等。

张媛媛：如果把本次剧烈调整比作一场地震，破坏力度最强的时刻已经过去，余震也即刻过去，秩序在慢慢恢复，信心也在重建，当下市场情绪可以说是基本企稳了。但是还需要时间去积累更多人气，因此短期震荡为市场的主基调，投资者不能太过乐观。

中国证券报：国企改革、军工等主题最近似乎成了震荡市里的避风港，怎么看这些机会？尤其是军工股10天反弹70%，短期还适合参与吗？

唐祝益：军工连续十天猛烈反弹，一部分原因是前期跌幅较大。以20个交易日来计算，军工的涨跌幅目前刚好排在第十名，银行、医药、食品饮料排在比较前面的位置。其次，外部因素造成军工股近期的反弹。总体来看，近期行情本质还是反弹，前期谁跌得多，近期谁就涨得多。另外，综合类行业、钢铁行业之前也跌得比较多，但前期反弹较少，从周四开始涨势不错，带有补涨性质。

国企改革是一个主题性投资机会，下半年会持续发酵。“一带一路”板块近期表现良好，虽然龙头股中国中车涨幅不大，但其他个股表现不错。

张媛媛：下半年市场风格变化速度、板块轮动频率会加快，各种题材在接下来的市场里会层出不穷。军工板块短期涨幅过高，不建议投资者过多配置，国企改革是本轮行情最受关注的主题投资机会，在被错杀之后不少有价值、业绩有支撑的品种值得关注，建议投资者多看上市公司基本面，注重选股，而非跟风操作。

金牛操盘

局部牛”模式开启

□旭诚资产总经理 陈贊

由于本轮跌幅较大，对中期趋势的结构具备较强破坏力，但是对长期趋势难以产生较大影响，可视为道氏理论中主要趋势下的次级折返走势。

目前不能简单地以“反弹”或是“反转”来定义：从长期趋势角度而言，并没有显著的趋势终结信号出现，在没有确认长期趋势扭转的情况下，应首先判定为趋势延续，在这一层面，应视为长期趋势的持续；从中级趋势层面看，由于市场已经完成较大幅度调整，并在主要技术支撑位企稳走强，基本可以判定中期调整结束，新的中级上升趋势开启，在这一层面，应认定为趋势反转；而“反弹”应是立足短期趋势所进行的描述性用语，在技术意义上，“恢复性反弹”应比“报复性反弹”更准确。

有一点是可以确定的，就是市场运行的方式和节奏会发生成显著变化。尽管牛市根基未受动摇，但大幅下跌对中大客户打击沉重，不仅是场内，也对场外人气形成打击。虽不致命，但俗语说伤筋动骨一百天，要得到恢复需要一个不短的周期，中期底部构筑成形，在时间跨度上需要相当长时期，该过程会贯穿三季度，甚至延伸至四季度。因此，三季度整体行情难乐观，市场格局从整体牛向局部牛，从快牛向慢牛的转变已得到市场共识。

在缺乏增量资金的情况下，市场将以存量博弈为主，场内个股分化明显。一是个股强弱程度分化，主要依据事件性投资主题催化短期热点；二是波动节奏分化，主要是短线资金和中线资金的操作风格差别，在这一条件驱动下，市

板块轮动更频繁

中国证券报：怎么看下半年行情？

唐祝益：去年下半年到今年上半年的行情是杠杆带来的资金牛市，但现在资金牛不成立了。大体上，场内去掉了9000亿元杠杆资金；场外配资基本全部停止，估计场内场外全部清理了一万多亿元规模。国家队资金填补了这一缺口，达到现在的均衡状态。如果后续没有增量资金，市场想大幅上涨会比较困难。所以下半年或开启全新改革牛市的模式。从创新角度来看，上半年基本把所有创新题材都跑遍了，下半年市场若要继续上涨，还需找出真正能够落地的创新，而不是讲故事的创新。

张媛媛：下半年市场特征之一是区间震荡，下轨在3500点，此处不仅是政策底，更是万亿元托市资金的持仓成本区，这些资金是从商业银行以一定成本融来，任其亏损的可能性不大。而在市场未经历充分震荡换手，还未积累到足够做多的筹码，以及投资者的信心还未得到充分恢复之前，连续快速上涨的动力不足，股市在上行过程中会反复震荡。

下半年市场特征之二是在震荡行情中，各板块、市场风格变化的节奏会更加频繁。以银行、保险为代表的蓝筹是稳定市场的中流砥柱。而上半年涨幅较大的中小创此轮平均跌幅达到60%，不少股票前期积累的泡沫在暴跌中已被充分消化，短期反弹诉求强烈，但要警惕二次去泡沫风险。以消费、医药为代表的防御板块本轮大跌之前涨幅相对落后，此轮平均35%左右的跌幅凸显其投资价值。近期像军工、农产品、国企改革等题材轮动在接下来的市场里会不断出现。

中国证券报：投资者该怎样参与此轮上涨？

唐祝益：这取决于下半年究竟是什么行情。如果说改革牛的前提继续成立，又能找到创新落地的企业，投资者积极参与还是不错的。类似这轮特别剧烈的下跌短期应该不会再出现，骤然下跌是流动性恐慌引发，此后出现的底会比较扎实，但往上涨能走多高尚待观察。

张媛媛：像上半年一样闭着眼睛选股赚钱的好日子已经过去，下半年建议投资者首先要保持良好心态，不要贸然追涨杀跌；同时自己操作的资金比例保持一个适度范围，大资金可以交给有良好风控体系的专业机构打理。下半年的市场中，机构比散户更有优势。

谈股论金

这次底部是“尖底”

□本报记者 常仙鹤

是如此。基于这个判断，他在市场刚出现企稳迹象时就马上把仓位加到七成。

急速反弹过后，市场分歧愈加明显。骏伟资本总经理徐炜哲认为，牛市的基础和逻辑仍然没有发生变化，这波反弹行情中，个股可以普遍反弹40%到50%，后续会出现分化，看好医药、消费、工业4.0等板块的投资机会。单靠讲故事、纯概念的股票就很难再往上走，而基本面良好的股票肯定会影响到原来的高位。

A股的这轮牛市是杠杆市，急涨急跌，在这波下跌中，杠杆资金被平仓时不计成本，导致出现非常态下跌；相应地，涨起来也会比较快，所以我们判断这一次底是一个“尖底”。徐炜哲说，过去通过对各种宏观经济数据的分析，一般会预判到拐点。但这次宏观面没有变化，是资金面出现剧烈变化，而且杠杆资金的体量缺乏准确数字，很难预判。

对于三季度至下半年的市场主线，最大的确定性预期就是国企改革主题，相关股票大跌之后价格普遍处于低位，便于资本运作，相信该主题将强化市场信心。除已经公布的国企改革标的外，二线国企蓝筹将是重点关注对象。结合宏观经济企稳运行所带来的周期改善预期，可关注电力、有色、煤炭、钢铁、航运板块。在事件性驱动下，关注军工、核电、高铁、电网等投资拉动型主题中的龙头品种。

对于三季度至下半年的市场主线，最大的确定性预期就是国企改革主题，相关股票大跌之后价格普遍处于低位，便于资本运作，相信该主题将强化市场信心。除已经公布的国企改革标的外，二线国企蓝筹将是重点关注对象。结合宏观经济企稳运行所带来的周期改善预期，可关注电力、有色、煤炭、钢铁、航运板块。在事件性驱动下，关注军工、核电、高铁、电网等投资拉动型主题中的龙头品种。

这次下跌对于投资者的信心打击较大，管理层通过各种方式托市，提供了市场流动性，但是在初期谨慎心态占据上风，所以个股反弹也是以各自由开始，比如中报高送转、维稳措施的利好等，有些特别品种反弹幅度大一些，大多数个股仍以抛压沉重。但是，从本周开始，很多一批反弹的“星星之火”在休整后继续创出反弹新高，带动了那些反弹幅度较小的个股开始补涨，形成燎原之势，大批落后的个股以及题材股在筹码交换以后开始真正反弹，市场参与度增加，推动市场继续向上修正。

大多数个股反弹50%至100%是大概率事件。不少个股从高位下来打了对折或者三折，但是仔细一想，这些个股除了杠杆资金杀跌出局以外，题材没变，预期也没变，甚至原本困扰股价的大小非也不卖了，更利于股价上升。所以，一旦场外购买力开始加强买入，股价反弹就会迅速展开。因此，从最低点算起，大多数个股最终可以博回50%至100%的反弹幅度，唯一我们需要的是耐心，不要因为手头个股反弹慢就去追逐强势股，强势股很可能在短期强势后进入盘整，接下来众多滞后的个股补涨将是市场主旋律。

从现在到年底的这段时期可能是中级反弹的黄金期。前期出了很多重大利好，但是由于当时的恐慌和恐惧，大家都忽视了，等冷静下来细细一想，你会发现，接下来的半年里，IPO没了、大小非不减持、社保公募不卖股票，还有一批产业资本和高管增持，这个市场的买卖关系发生了巨大变化，预计市场将由恢复过程中逐步过渡

到明显的供不应求，本轮反弹节奏很可能从缓慢爬升到最后加速上涨。在年底前的大约半年里，是非常好的宽松时期。

证金公司退出肯定不是利空。众多民营企业都知道拉高股价减持，难道证金公司不会？难道这些托市筹码会亏着出局？不要小看了管理层的智慧。

对于正在经历行业拐点的传统行业也是徐炜哲关注的对象，比如受益于行业整合的印染、包装，虽然一个低门槛行业，但因为环保要求提高，很多小企业退出，行业存在转折拐点；同时有稳定的需求，留存下来的企业就有提升价格的机会。

徐炜哲认为，下半年国企改革会有实质性进展，只要改革实实在在地推进，牛市就一定会继续。在国企改革背景下，金融股会有一波比较好的行情。银行股和保险股质地更好，券商股在经过去年大涨后估值已经不便宜。

投资感悟

反弹有望星火燎原

□中泰

市场正在从持续下跌的阴影中逐步走出来，后市延续反弹的概率较大。对于市场中期走势，应是反弹修复过程，至于最终会否创出新高，走出更大的牛市，要根据市场环境变化跟踪评估。

这次下跌对于投资者的信心打击较大，管理层通过各种方式托市，提供了市场流动性，但是在初期谨慎心态占据上风，所以个股反弹也是以各自由开始，比如中报高送转、维稳措施的利好等，有些特别品种反弹幅度大一些，大多数个股仍以抛压沉重。但是，从本周开始，很多一批反弹的“星星之火”在休整后继续创出反弹新高，带动了那些反弹幅度较小的个股开始补涨，形成燎原之势，大批落后的个股以及题材股在筹码交换以后开始真正反弹，市场参与度增加，推动市场继续向上修正。

大多数个股反弹50%至100%是大概率事件。不少个股从高位下来打了对折或者三折，但是仔细一想，这些个股除了杠杆资金杀跌出局以外，题材没变，预期也没变，甚至原本困扰股价的大小非也不卖了，更利于股价上升。所以，一旦场外购买力开始加强买入，股价反弹就会迅速展开。因此，从最低点算起，大多数个股最终可以博回50%至100%的反弹幅度，唯一我们需要的是耐心，不要因为手头个股反弹慢就去追逐强势股，强势股很可能在短期强势后进入盘整，接下来众多滞后的个股补涨将是市场主旋律。

从现在到年底的这段时期可能是中级反弹的黄金期。前期出了很多重大利好，但是由于当时的恐慌和恐惧，大家都忽视了，等冷静下来细细一想，你会发现，接下来的半年里，IPO没了、大小非不减持、社保公募不卖股票，还有一批产业资本和高管增持，这个市场的买卖关系发生了巨大变化，预计市场将由恢复过程中逐步过渡

财经观潮

调控基本尺度应不变

□利可资产 潘伟杰

国家统计局最新公布的数据显示，宏观经济低位企稳，实际GDP增速显著超出市场普遍预期。然而，从生产来看，第二产业回落，工业下滑速度尤甚，第二产业增速由一季度的6.4%大幅下滑至5.8%。因此，实际GDP的企稳并不能掩盖实体经济羸弱的事实。二季度名义GDP增速更是由2014年的9.0%快速下降至7.1%。种种迹象表明，宽松的货币政策、积极的财政政策基本尺度不应变化。

货币政策对GDP增速的贡献比以往出现明显下降。自2001年开始，为支持经济增长，央行不断通过外汇占款方式增加基础货币投放，再通过央票发行和正回购作为主要冲销工具。然而，如今央行必须采用MLF、PSL等创新工具为市场注入流动性并引导利率下行，显然，货币政策的传导机制发生了巨大变化。

经济“新常态”下，金融市场对利率定价的有效度下降。二季度开始，债券市场发生了剧烈变化，短端收益率大幅下降，期限利差扩大，收益率曲线陡峭下行，同时信用利差增大，市场利率扭曲。造成这种陡峭化的原因，表面上是短期与长期利率下行不同步；深层次来看，是市场对基本面解读的分歧。央行大量注入流动性后，资金链上的巨量沉淀压低短端收益率，但是经济本身调整进程的不确定性抑制了长端下行。风险偏好在货币持续宽松的格局下未得到有效抬升，使得货币政策效果大打折扣，金融机构贷款加权平均利率仍维持6%以上水平，流动性陷阱格局逐步显现。

财政政策方面，要提升地方政府支出水平，根本上逐步缓解债务问题。可选择的路径主要有两条：转移或是跨期。将部分地方负债转移至中央政府，减轻地方资产负债表压力，从而使地方财政获得得更多余量进行支出。亦可通过现有债务进行展期、置换等手段，拉长偿债期限，从而平滑年度债务偿还量。从长期来看，地方政府的整体偿债能力未来将保持强劲，2014年地方财政收入相比2013年增长9.9%，显著高于GDP同比增速，短期受土地财政收入放缓、经济下行存在一定压力，因此对期限上的调整有利于缓解地方政府燃眉之急。

目前，我国正处于三期叠加的经济转型过程中，经济结构很难在一两年内大幅变化。尽管国内在转变经济发展方式上取得了重要进展，但是总体上尚未取得实质性进展和突破。前两季度第二产业占GDP总量的43.6%，而美国第二产业占比仅为20%左右，据此可以认为经济结构调整还将持续较长时间。

经济或已达到临界点，防范和化解区域性风险应是财政、货币政策考虑的重中之重，尽可能避免调整进程中社会阵痛过于剧烈。宽松的货币政策、积极的财政政策基本尺度应保持不变，这是经济结构成功转型的必要条件之一。

投资非常道

刚需遇到供给萎缩催生投资机会

□金百临咨询 秦洪

在国家队资金的精心呵护下，A股市场出现了相对强劲的走势。个股行情随之活跃，以生猪养殖为核心的养殖类个股更是出现领涨态势，牧原股份、正邦科技、大华农等个股创出新高（包括复权后）。主要原因是生猪价格在近期持续上涨，激发热钱追捧热情，产品价格上涨仍然是股价上涨的催化剂、驱动力。

从行业数据来看，生猪价格上涨态势明显。据中国养猪网生猪价格数据显示，7月21日，生猪价格为17.71元/公斤。而在2月3日，生猪价格只有12.71元/公斤，6个月生猪价格大涨39.34%，涨幅接近四成。面对如此涨幅，舆论称之为涨幅强度已经超过了2011年的那波猪周期。

前些年猪价持续大跌，使得大量养殖户退出，生猪存栏数大幅萎缩。据农业部日前公布的数据显示，2015年6月全国生猪存栏38460万头，比去年同期减少10%，环比5月减少0.4%。能繁母猪存栏3899万头，同比、环比分别下降14.8%和0.6%，数据显示母猪和生猪存栏数量持续减少，这是连续第22个月下滑。而且，从生猪产业规律来看，生猪周期的时间跨度一般为3年，意味着存栏数还将下滑。

猪肉在我国肉类消费中长期处于主导地位，猪肉消费占肉类总消费量的比重自2000年以来均保持在60%以上。随着居民收入提升，猪肉消费一直处于刚性且不断增长的趋势中。据牧原股份招股说明书援引的统计数据显示，我国猪肉消费近年来一直保持2.14%的增长态势。

供给端持续萎缩，生猪出栏量降低，但居民消费存在刚性，使得猪肉价格在近期持续上涨。由于3年生猪周期因素的存在，此波猪肉价格可能会反涨至2016年底，意味着生猪养殖是当前A股市场最为乐观的产业之一。在此背景下，越来越多的资金加仓生猪养殖类个股，驱动此类个股股价大幅上涨。

生猪养殖产业股在近期的大涨，给市场参与者清晰提示。那就是供给端一旦萎缩，但需求刚性存在，并不会因为供给端萎缩而降低消费需求，相对应的产品价格就会大幅上涨，提振相关上市公司股价重心，产生较为清晰的投资机会。

该投资思路可以在部分化工产品中得到佐证，例如前两年的活性染料、分散染料价格大涨。由于活性染料和分散染料是纺织印染业不可或缺的上游产品，而纺织印染业对应的布匹、服装是社会的刚性需求产品。即使活性染料、分散染料价格大幅上涨，印染行业还得采购这些产品。前些年，由于我国加大了对环境污染的治理力度，使得生产活性染料、分散染料的关键原料——DHA等中间体的中小厂商因环保不达标而大幅关闭产能，生产活性染料、分散染料的相关上市公司从中获益。