

多空论剑

熔断机制暂停 底部为时不远

私募人士认为，暂停熔断机制是趋利避害的明智选择。同时，短期的极端行情，在中长期来看是较好的布局时机，对于被错杀的成长股及受惠于供给侧改革的传统优质企业，可以选择持有策略，等待长线回报。

□本报记者 徐文擎

短期扰动因素复杂

中国证券报: 熔断机制周四晚被叫停，其为何水土不服？短期的极端行情是否成为中期较好的布局机会？

吕长顺: 中国版熔断机制的5%阈值有些类似吸铁石，一旦指数跌幅接近4%，则很快迈向5%；而再次开盘，个股就直接奔向跌停。所以，尽管熔断不是造成市场下跌的主因，却在实际表现中加速了股市下跌，负面作用大于正面效应。美国的熔断机制是与股市T+0交易、无个股涨跌幅限制相配套。所以在A股，一旦跌到5%，则意味着不卖股票则在当天再也没有机会卖出。一个正常的股市应当是可以变现的，没有流动性的市场会变成一潭死水。回溯历史数据，2015年股市振幅超过5%的情况出现23次，按照前述所说的磁吸效应，如不及时暂停，可能熔断会成为常态事件。

不过，一般短期极端下跌都不会持久。一旦下跌因素消失，则股市就会出现报复性反弹，所以短期下跌，对优质且估值低的标的来说是中期布局的好机会。需要注意的是，最好等股市形成双底之后再进场。

唐祝益: T+1日交割意味着，如果出现触发第一档阈值熔断的情况，市场在恢复交易后，理性人基本不会去做与市场此前方向相反的交易，而必须做出与市场同向的选择。因为买错了不可再卖，尤其是在需要流动性的情况下，卖出成了唯一选择。再加上A股市场以散户为主，行为的趋同性强，而5%和7%两档仅差两个百分点，在第一档熔断后极易触发第二档熔断，实际情况证明了这一点。美国是3档熔断，每档间隔较大，同时T+0的交易制度让投资者保存了一定观望甚至反向交易的动能。

唐祝益：资产荒将维持较长时间，而且还会加剧。因为基础资产的收益情况短期不会好转，而其他高收益率资产接连出现问题，房地产成为目前一般百姓投资的首要之选。资产荒导致风险偏好增强，促使银行理财、保险资产，甚至实体企业在做资产配置时，必须有部分资金配置到股市中，这是距离A股底部为时不远的主要原因。

中国证券报: 如何判断一季度市场走势？哪些主题可以把握？

吕长顺: 一季度可能是先抑后扬。沪指已经二次探底，一旦沪指跌破3000点，则会引发市场恐慌，会砸出一个大底。与前期的2850点

的。但长期来看，人民币应当保持升值，因为货币可以看作是以国家信用发行的股票，人民币的背后是中国经济，美元背后是美国经济。中国经济增长6.5%以上，美国是3.7%左右。从长期来看，5年至10年内人民币会保持坚挺。同时，央行称有能力保住人民币币值稳定。

唐祝益: 2005年汇改以来，人民币一直在上升通道；2015年8月11日人民币突然大幅贬值，市场表现有所恐慌，但随后人民币汇率稳定下来，一定程度上安抚了市场情绪。2016年元旦后人民币再次快速贬值，4个交易日贬值1%，超出大家预期，对于贬值幅度和速度，投资者并没有心理准备，这是造成急速恐慌的主要原因。如果监管层能做好预期管理，让市场提前对全年贬值的幅度、速度有一定预期，并提前释放一部分风险，可能情况会有所改善。

A股底部为时不远

中国证券报: 有人认为，资产荒将在一季度持续，这会为A股市场带来增量资金，这部分增量会由哪些资金构成？

吕长顺: 从投资角度看，目前国内可以投资的产品种类非常少。首先，过去居民热衷于配置房产，但由于房地产存在产能过剩问题，房价不再大幅上涨，房产投资价值打折扣。其次是实体投资，目前很多资金从传统行业撤出，但由于每个行业投资都是有壁垒的，不熟悉的买卖不能做，所以现在从传统行业撤出的资金，很难寻找到高收益品种，而债券市场投资和货币基金收益率普遍不高，所以这些资金最好的去处是股市。

唐祝益：资产荒将维持较长时间，而且还会加剧。因为基础资产的收益情况短期不会好转，而其他高收益率资产接连出现问题，房地产成为目前一般百姓投资的首要之选。资产荒导致风险偏好增强，促使银行理财、保险资产，甚至实体企业在做资产配置时，必须有部分资金配置到股市中，这是距离A股底部为时不远的主要原因。

中国证券报: 如何判断一季度市场走势？哪些主题可以把握？

吕长顺: 一季度可能是先抑后扬。沪指已经二次探底，一旦沪指跌破3000点，则会引发市场恐慌，会砸出一个大底。与前期的2850点

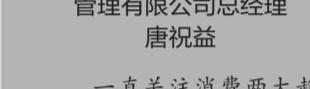
一样，构成双底结构的概率很大。如果这次跌下去，最好的投资标的是次新股。

唐祝益: 政府倡导供给侧改革，支持力度较大，关键看过剩产能以什么方式退出，是否有实际转型成果可追溯。从大类资产配置的角度看，黄金是重要的投资方向。



北京大君智萌投资
管理有限公司董事长
吕长顺

一季度可能先抑后扬。沪指已经开始二次探底，一旦沪指跌破3000点，构成双底结构的概率很大。如果这次跌下去，最好的投资标的是次新股。



上海长见投资
管理有限公司总经理
唐祝益

一直关注消费两大趋势，一是中产阶级的消费升级，二是新生力量的新型消费方式。从大类资产配置的角度看，黄金是重要的投资方向。



是中产阶级的消费升级，二是新生力量的新型消费方式。从消费升级的角度看，随着居民收入提高，服务消费的比重越来越大，教育、医疗、旅游、文化娱乐、体育等领域必然随着需求推动快速成长。没有物质短缺记忆、伴随互联网长大的新世代已经开始成为消费另一股主力，他们呈现出个性化、小众化的品牌消费、娱乐消费趋势，这给很多新公司、新商业模式提供了发展机遇。

投资非常道

走在价格曲线前面

□金学伟

1999年“5·19”行情起来第一周，我在中国证券报撰文称1640点将成为新的价值中枢。当时大盘刚到1170点，反弹还是反转市场尚无定论，因此有朋友说该观点太胆。

但是当大盘超过2000点后，再提1640点是价值中枢，又有人嘲笑起这个狗屁价值中枢和平衡波动理论。因此按1640点的中轴算，“5·19”行情的平衡目标在2250点左右，远远达不到人们心中的“牛年牛市”期许——每一波牛市末期都会有“黄金十年”之类的预言出现，这是我比较感兴趣的。

这个1640点是从何而来？本期我们就通过它的来历，介绍价值中枢理论应用的最后环节：如何从已知推测未知，让我们走在市场前面和价格曲线前面。

1995年我第一次读到市场轮廓理论，首先映入眼帘的就是1993年6月到12月的777点至1044点的整理。根据“时间+价位=价值”，这6个月的密集整理无疑是一个价值中枢。所以就用月CDP算了一下，这6个月的平均值是894点。894点就作为第一个可见且明确的价值中枢，记录到我的股市档案中。

其后，大盘又在325点至1052点至524点至926点至512点，经历了18个月的宽幅震荡。这18个月的月CDP平均值为664点；以(年内最高收盘价+年内最低收盘价+年收盘价)/3计算，1995年的CDP是661点（一直以来，我都是用这种方法计算年CDP，直到近几年才从了俗，改用大家习惯的K线计算法）。

有了两个价值中枢后，心里就不安生，就开始假设是否存在这样的规律：就整体价格运动来说，所谓趋势，就是从一个价格中枢跨到另一个价格中枢；就价值中枢本身来说，它们之间在时间与空间分布上存在一定的规则性与可测性？如果存在，那么在时间上，每一个价值中枢都需要累积到一定的TPO数量后才行，而且较高的一个TPO数量不应少于较低的一个。在空间上，它们之间也许会存在一定的对称关系。于是我用 $894 \times 661 \times 894 = 1209$ 点，以此作为一个价值中枢，然后静观市场给出的答案。

1996年底1258点后的震荡印证了关于时间的构想，正是通过这一震荡，使894点的TPO数量超过了661点，然后就再没见到低于894点的点数。

而1997年5月1510点后的走势又印证了关于空间构想。从1510点到1047点，24个月的月CDP平均值为1214点；以(年内最低收盘价+最高收盘价+年收盘价)/3计算的1998年CDP为1212点。由于到1998年底，这个价值中枢累积的TPO数量已超过661点和894点，所以我就用 $1212 \div 894 \times 1212$ ，将1640点作为新的价值中枢，然后等待时机成熟，将这一结果和方法推向市场。

从已知价值中枢推测未知价值中枢，要充分考虑波浪和波浪级别。2005年998点行情启动后，一开始我还想如法炮制，将2245点到998点实际形成的1531点作为基准，以 $1531 \div 1212 \times 1531 = 1934$ 点作为新价值中枢。所以到2007年1月的2994点震荡后，我就陷入了趋势困惑。一方面，以1934点为价值中枢的平衡波动目标已到 $(1934 \times 2 - 998) = 2870$ 点；另一方面，所有的状况都说明市场很弱，牛市远未结束。如何解决这一困惑，成为当时考虑的主要问题。

由一种理论产生的困惑，无法靠这种理论本身来解决。最终让我摆脱困境的是波浪理论，根据波浪形态，从1989年的23点开始，上证指数的大浪级是：①，23-1558点；②，1558-325点；③，325-2245点；④，2245-998点。998点是它的第⑤浪。

其中③浪内部的中型浪是：①，325-1052点；②，1052-512点；③，512-1510点；④，1510-1047点；⑤，1047-2245点。

如此就清楚了，894点属②浪⑥，1212点属③浪④，而661点是②浪和③浪①、②共生的价值中枢。作为②浪，它属大浪级；作为③浪①、②的价值中枢，它又与894点、1212点构成同一级别。1640点的成功，是因为894点、661点、1212点之间在波浪级别上存在有机的内部联系。而用1531点和1212点去测算998点后的价值中枢，是用中型浪套大型浪，犯了刻舟求剑错误。

根据同级对应原理，998点的价值中枢应通过④浪和②浪之间的比较获得。于是，就有了 $1531 \div 661 \times 1531 = 3546$ 点。由于 $3546 \div 2 - 998 = 6094$ 点，所以，2007年10月18日，当上证指数拉出第一根日线长阴后，我非常肯定地说“牛市结束了”，因为不仅点位达到了最重要的平衡目标，而且那天的阴线，也是最高等级的转势分形之一（以后写到分形理论，我会详细介绍各种等级的转势分形）。市场总是把秩序隐藏在混沌后面，而用妖艳的姿态来迷惑人们。对付这种市场，最有效的办法就是“重要窗口+重要分形”。

从1989年11月到2007年10月，沪深股市完成了它的循环I浪，6124点开始的循环II走得相当漫长，也相对曲折。在这轮调整中，大盘先后构建了3个价值中枢：3093点失败，2852点又下，最后在2136点成功构筑底部。这种多中枢的调整，显然给1849点开始的循环III浪带来了许多制约与可变因素。

首先，5178点开始的这波调整的价值中枢究竟何在？按I浪③，即325点到2245点这段走势看，应该以2852点为基准，视同894点，与底部的2136点相对应，所以，它的价值中枢应该在 $2852 \div 2136 \times 2852 = 3808$ 点，这与200天均线已出现的平移点基本吻合。

但是从历次调整规律看，b浪反弹的密集整理区会有最高的概率成为这波调整的价值中枢，那么2015年最后两个月大盘都在3500点上下盘整。显然，当年3546点的价值中枢虽然没有形成，但它的作用仍在。因此，3546点是一个可考虑的点位。

还有，一轮调整如果不是1997年和1998年这种平势型，那么其年CDP就一定会出现调整，因此也许考虑年CDP的回调比例。而上证指数的年CDP从2136点涨到2015年的3856点，涨1720点，按0.38的回吐比例，3202点是一个必须考虑的点位。

如何取舍？其实不用取舍。3800点、3500点、3200点，已勾勒出3种结局，最弱的结果就是3200点成为今年的价值中枢。在年CDP的目标确定后，剩下的事情比较简单。我经常做的是： $3202 \div 3 - 3538 = 2 = 3034$ 点。其中，3202点是预期的年CDP，3538点是迄今看到的年内最高指数，3034点以下我们就作为底部区。当然，为保险起见，你也可以把 $3202 \times 2 - 3538 = 2866$ 点作为期望中的抄底点位。

始于5178点的这波调整，时间上不会超过13个月，这一点我有相当大的把握。今年最主要的时间窗口是1月和7月，这也有相当多依据。大体点位已有，随后的一切就看我们的造化了。

谈股论金

春季收获仍可期

□晓旦

酝酿新转变，从房地产业、钢铁、水泥等传统产业，转向移动互联网、医疗服务、文化体育等新经济发展方向。经济发展使得居民财富迅速增加，有数据显示，东南沿海地区人均GDP水平已经接近甚至超越发达国家水平。所以，美国、日本等国家的居民生活方式已经在我国东南沿海地区居民生活中体现出来，健身、高端医疗、出国游、休闲游等，均显露出强劲的增长态势。2015年电影票房收入更是全球之冠，也是苹果手机在全球的重要客户分布区。如此信息、如此数据，均说明我国服务业、消费行情出现强劲增长势头，有望取代固定资产成为我国经济增长新引擎，这必然会在A股市场催生新的产业热点。

当然，股市大幅度下挫，并不能完全归咎于熔断机制，甚至主要不是因为熔断机制。造成股市大幅下挫的因素有很多，包括人民币兑美元中间价大幅走

高，甚至超过6.5的水平；财新制造业PMI明显下降；投资者更加担心的是，大股东减持禁令在元月8日到期，随之而来的会不会有大幅减持潮？

人民币在纳入SDR之后，人民币的贬值预期不仅没有扭转，反而有加速贬值趋势。最大原因是随着中国经济增速放缓，人民币的内在价值存在过度高估问题。人民币过度高估不仅维持的代价高，而且会对经济产生负面影响。因此，人民币的适度贬值对中国经济增长有利。我们从最近的一些经济数据可以看出，美元强势已经使得美国制造业出现萎缩，制造业受到美元走强、出口下降因素影响，2015年12月ISM制造业指数降至482，已经是连续第二个月出现收缩。相反，欧元在大幅贬值后，欧元区2015年12月制造业PMI升至53.2，该数据不仅创下20个月以来最高水平，也是欧元区20个月以来首次出现所有成员国制造业扩张的局面。我

们一直在关注中国消费的两大趋势，一

是中产阶级的消费升级，二是新生力量的新型消费方式。从消费升级的角度看，随着居民收入提高，服务消费的比重越来越大，教育、医疗、旅游、文化娱乐、体育等领域必然随着需求推动快速成长。没有物质短缺记忆、伴随互联网长大的新世代已经开始成为消费另一股主力，他们呈现出个性化、小众化的品牌消费、娱乐消费趋势，这给很多新公司、新商业模式提供了发展机遇。

熔断机制只是交易规则，本质上不会对估值产生重大影响，股市也不可能天天被熔断，因此，该机制肯定不是所谓的重大利空。真正的利空其实是背后的那些急于出逃的资金，他们在新交易机制面前露出了心虚的马脚。由于熔断机制的存在，交易时间变成了不确定性因素，本来笃定等待一个交易日慢慢出货的就得在大盘熔断前完成，导致相关股票迅速地向跌停板跳水，对其他个股造成心理压力，从而形成恐慌。如果其他股票的持有者并没有急于兑现的欲望，股价下跌是有限的。因此，市场在熔断暂停之后，肯定会逐步恢复正常，只有那些有资金链压力的股票可能还要“跌跌不休”。

熔断机制检验了股票的真实质地。从两天熔断的过程来看，真正抗跌的是那些质地优良的股票，包括真正的蓝筹股和成长股，他们的持有者心

私募操盘

文教体卫有望成为2016产业风口

□金百临咨询 秦洪

2016年开市A股出现宽幅震荡格局，短线的剧烈波动降低了市场参与者对今年的期望值，甚至有观点认为2016年是A股最为艰难的一年。

就目前情况来看，不宜对2016年整体趋势过于悲观。甚至可以讲，正因为2016年如此开局，方才有了对2016年行情的乐观预期。毕竟当A股市场处在高位之际，比如上证指数3600点，创业板指数2800点，那么，2016年A股的涨幅空间有限。但是经过2016年初的剧烈波动之后，上证指数、创业板指数起点迅速降低，从而为2016年的后续行情演绎提供了更低起点，提供了更为乐观的空间预期。

汇率在2016年初的急剧波动之后，进一步回落的空间不大。所以，2016年初的腥风血雨，反而为全年股市、汇率市场打下了涨升的扎实基础。

乐观的投资者看到了2016年的希望所在，开始大力寻找2016年的产业风口。就目前券商策略分析师的观点来看，文教体卫有望成为2016年的产业风口。

一方面是基于我国产业

结构转变、居民财富等因素作出的逻辑推理，经过持续多年的发展之后，我国经济正在

投资感悟

熔断机制检验股票质地

□中秦

新年第一周，熔断机制让投资者措手不及，最终该机制暂停施行。那么，在这次新机制的短暂测试中，我们到底收获些什么？

A股市场最大的特点就是散户参

与程度高，这与欧美成熟的资本市场截然不同。散户市场会导致操作趋同以及趋势跟随现象。有大量投资者在交易中比较盲目，喜欢追涨杀跌。一旦市场出现较大跌幅，大量投资者会择机落袋为安。如果在此过程中发现有规则限制了交易，就会争先恐后出逃，导致跌势加剧，这是熔断机制屡次被触发的主要原因。熔断机制本身没有什么对与错，主要还是市场特征不一样，交易主体不一样，导致熔断机制的作用差别很大，该机制被暂停顺应了A股市场独有的特点。

熔断机制只是交易规则，本质上不会对估值产生重大影响，股市也不可能天天被熔断，因此，该机制肯定不是所谓的重大利空。真正的利空其实是背后的那些急于出逃的资金，他们在新交易机制面前露出了心虚的马脚。由于熔断机制的存在，交易时间变成了不确定性因素，本来笃定等待一个交易日慢慢出货的就得在大盘熔断前完成，导致相关股票迅速地向跌停板跳水，对其他个股造成心理压力，从而形成恐慌。如果其他股票的持有者并没有急于兑现的欲望，股价下跌是有限的。因此，市场在熔断暂停之后，肯定会逐步恢复正常，只有那些有资金链压力的股票可能还要“跌跌不休”。熔断机制检验了股票的真实质地。从两天熔断的过程来看，真正抗跌的是那些质地优良的股票，包括真正的蓝筹股和成长股，他们的持有者心