

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%,则很快吸向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,卖出了是唯一选择。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。短期的极端下跌为优质标的提供了较好买点。但是考虑到海外压力仍大,市场扰动因素较为复杂,建议投资者短期谨慎观望,多看少动。

中国证券报: 人民币汇率持续下跌,是否成为A股今年的核心风险?

吕长顺: 人民币汇率持续下跌,造成市场一定程度恐慌,甚至国际金融市场也出现一定程度动荡。我们判断,首先,不排除短期内人民币继续贬值,这是由国内国外多重因素造成

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年以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,人民币一直处于在上升通道;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,人民币贬值、地缘政治问题导致大家对黄金需求增加,全年黄金都会有比较不错的投资机会。

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。

谈股论金

# 春季收获仍可期

□晓旦

由于过度使用杠杆以及估值泡沫的破灭,2015年股票指数波动幅度超过5%的次数明显增加,波动远大于以往。

由于稳定金融市场的目的,监管层在股票市场交易已有涨跌停板限制的情况下,于2016年推出了股票交易的熔断机制,意在稳定股票交易,或许是为A股市场设立“双保险”吧。然而,这种稳定机制在新年第一个交易日并没有起到预期作用,沪深300指数连续触发5%和7%的熔断点,并提前收盘,这是中国股市自开市以来,最糟糕的开年行情。而1月7日悲剧再度上演,这对股市2016年的前景来说,不是一个好兆头。

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,人民币的适度贬值会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532,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

们可以预期,在人民币适度贬值后,会对中国经济增长起到正面作用。最新财新PMI和中采PMI数据再次出现矛盾走势,财新PMI出现向下波动,中采PMI数据则表现比较正面,2015年12月制造业PMI虽然处在收缩区间,报49.7,较上月上升0.1个百分点;非制造业商务活动指数则升至54.4,为2015年的最高点。比较引人注意的是,2015年12月钢铁行业景气度出现明显好转,12月钢铁行业PMI为40.6,较上月回升3.6个百分点,脱离了2015年11月创下的近7年低位,或许转折就此开始。

在多重因素扰动下,市场恐慌情绪引发股票市场快速调整。但在调整之后,也意味着反弹机遇已经临近。此外,证监会已经明确规范大股东减持行为,这使得市场对减持禁令到期后的恐慌有所缓解。未来市场仍会有震荡,但会有所震荡上行的态势。

态比较稳定,不会急于随大流卖出股票,逢低的盘叠也很坚决,所以股价稳定。即使瞬间被错杀,恢复起来也非常迅速。在以后的交易中,优质股的优势将更加明显,在整个市场不稳定性 and 不确定性未见减弱的背景下,这些股票的抗跌性将是资金最为看重的。趁市场处于非理性阶段,可以逢低吸纳,这些股票的价值会随着时间逐步体现。而那些基本靠讲故事的高估值品种,从两天熔断的情况可以看出,卖压巨大,未来的调整压力仍旧很大。不管未来有无熔断机制,对投资者来说,越早远离他们越安全。

总之,熔断机制的一次短暂实验,可能把我们吓了一跳,也付出了不小的代价。但是这次小波折正好给了我们一次认识买股票要重质的机会,盲目追涨杀跌和跟风投机都是不成熟的表现,最终将付出惨重代价。

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大胆。

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“半年牛市”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廊理论,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÷661×894=1209点,以此作为下一个价值中枢,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÷894×1212,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÷1212×1531=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。

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÷661×1531=3546点。由于3546×2—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点成功底构筑底部。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÷2136×2852=3808点,这与200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成形,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。我经常做的就是:6202÷3—3538≈2=3034点。其中,3200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3202×2—3538=2866点作为期望中的抄底点位。

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股的涨升空间有限。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,进一步回落的空间也相对有限。毕竟我国是全球重要出口国,获取外汇储备的能力全球首屈一指,人民币汇率进一步急挫的空间不大。所以,2016年初的腥风血雨,反而为全年股票市场、汇率市场打下了涨升的扎实基础。

放眼长远,A股市场的流动性宽松逻辑并未改变。2016年将继续降准,出口将保持强劲,人民币贬值进一步增强了我国产品在国际市场上的竞争力。所以,流动性还会回来,风有望继续吹。

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、居民财富等因素所作出的逻辑推理。经过持续多年的发展之后,我国经济正在