



新华社图片 数据来源/Wind

## 三大积极变化浮现 A股底部蓄势待发

□本报记者 牛仲逸

春节过后，上证指数走出倒“V”形态，两段相反的走势，反映主导市场运行的因素发生明显切换。机构人士认为，随着各国疫情管控举措逐步升级，疫情拐点出现的概率正在快速提升。同时，各国相继出台有力的经济刺激计划。在此背景下，A股市场情绪逐步好转，底部震荡之后有望重回上行趋势。

### 积极因素显现

上证指数自2646.8点低点反弹以来，虽然量能并未放大，表明市场仍有观望情绪，但从市场运行看，积极变化正在不断显现。

首先，可以看到，3月以来大幅流出A股的北向资金，近期逐步开始恢复净流入。

前期北向资金大幅流出，主要是基于避险或流动性拥挤等交易层面因素考量，是流动性危机下的被动卖出，被动卖出行为之下，资金在全球无差别抛售资产继而兑换成美元补充流动性。

随着3月23日美联储推出无限量QE，黄金立即止跌，3月24日A股以上证50为代表的板块强势收涨，市场普遍认为这是流动性缓解的重要拐点。事实上，北向资金有过多次单月巨额卖出情况，但随后没过多久，又恢复净流入

本周表现较好的申万一级行业指数					
名称	本周涨跌幅	今年以来涨跌幅	20日涨跌幅	60日涨跌幅	120日涨跌幅
医药生物	5.61%	8.99%	1.74%	11.93%	13.41%
食品饮料	5.34%	-6.73%	1.53%	-3.07%	-5.44%
银行	2.89%	-13.52%	-3.76%	-12.92%	-6.95%
房地产	2.20%	-12.18%	-4.13%	-8.32%	-3.49%
纺织服装	2.16%	-2.14%	-2.55%	1.24%	-1.62%
商业贸易	1.50%	-2.70%	4.39%	-1.81%	-4.77%
建筑材料	1.38%	2.65%	1.78%	9.42%	23.82%
轻工制造	0.75%	-5.99%	-3.61%	-4.48%	0.58%
汽车	0.69%	-6.09%	-9.49%	-4.70%	-0.23%
农林牧渔	0.59%	6.66%	2.64%	11.81%	8.62%
家用电器	0.51%	-14.43%	-9.26%	-12.81%	-2.93%
有色金属	0.44%	-11.87%	-8.90%	-7.88%	-7.14%

数据来源/Wind

状态。

其次，一些科技龙头股开始筑底企稳。大盘自3月6日调整以来，半导体板块调整明显，部分龙头股阶段跌幅超30%，而近期这些个股开始止跌企稳。

科技品种走势强弱，直接反映出市场风险偏好的好坏。这或许表明，当前市场的风险偏好已经度过最低落时刻，目前正处修复当中。

科技股是今年市场公认的投资主线，在国盛证券策略分析师张启尧看来，支撑逻辑来自四方面：一是，宽货币环境持续；二是，基金发行持续带来增量资金涌入；三是，再融资放松周期来临，科技成长最为受益；四是，从基本面看，科技成长同样具备较强支撑和景气优势。

最后，医药、白酒等板块开始走出独立行情。从历史经验看，在大盘筑底阶段，往往会有部分板块走出独立行情，进而由点到面，带动市

资产走势将根据各自基本面出现分化，中国基本面趋势与海外不同，中国经济的中观数据指标近期已经开始出现边际改善。

光大证券策略分析师谢超表示，在国内疫情基本结束之后，工业生产和消费的恢复情况可能是需要关注的重点，近期六大发电集团日均煤耗量在逐步回升，但从汽车的周度高频销售数据看，恢复程度仍低于市场预期。在“数据弱”的情况下，需等待更明确的“政策松”才能为市场提供上行动能。

至于底部震荡的时间长短，有机构认为，可能贯穿于整个二季度。天风证券策略研究表示，市场整体底部探明之后，未来可能形成的反弹，其性质判断是全球最悲观预期和情绪缓解之后的超跌反弹，其节奏是脉冲式的，而力度取决于国内央行的态度和国际的信号（疫情的拐点、LIBOR-OIS利差是否持续收窄）。因此，对于A股二季度的整体判断仍然是区间震荡。

海通证券策略分析师荀玉根认为，当前市场正处于蓄势待变阶段。市场在短期快速下跌后，目前A股估值已经具有较大吸引力，中期坚定信心。往后看，市场重回升势需要时间盘整蓄势，需要等海外新增确诊高峰及金融市场稳定、国内基本面数据重新回升，短期保持耐心。

“1990年以来A股经历了五轮牛熊周期，平均5-6年一轮回，这次牛市始于2019年1月，才涨了一年多，目前A股估值仍然较低，牛市还没走完。”荀玉根认为，上证综指2440点开始的牛市没有结束，2440-3288点为牛市1浪上涨，3288点至今是牛市2浪回调，从波浪理论看，2浪回调的整个浪形结构已经完整，3127点以来2浪c的小abc浪形结构也已经完整。

### 二季度关注三方向

A股一季度即将收官，二季度有哪些投资机会值得关注？

张启尧表示，配置层面，重点关注三个方向：首先是，内需驱动、需求将回暖、外资流出冲击缓解的消费板块，如食品饮料、医药等。一方面，消费板块受疫情影响最为严重。而随着国内疫情逐渐解除，日常生活回到正轨，消费需求也将迎来修复；另一方面，消费板块内需驱动占比较高，部分免疫全球衰退。此外，前期消费板块受外资流出冲击，后续也将逐步缓解，本周外资已重新流入。

其次是，政策对冲的方向，如地产、汽车等。随着疫情对于经济的拖累陆续显现，后续政策逆周期调节也有望进一步加码。地产、汽车、家电等板块有望受益。

最后，科技成长仍是主线。经历本轮调整，科技成长此前的超涨已消化得较为充分，无论仓位结构还是相对估值均显著优化。后续随着风险偏好修复、政策宽松加码，科技成长也将迎来新一轮上涨。从微观结构看，新基建、半导体大基金二期等也给5G、半导体等人气板块提供新的催化因素。

天风证券表示，可以从两个维度布局。超跌反弹的维度：超跌的价值白马是增量资金边际变化的方向，3月以来北向资金大幅流出，一些具有长期配置价值的白马股遭遇被动卖出，随着全球市场情绪缓和，外资回流，这些超跌的白马龙头值得关注，也是长期资金布局的好机会。中期主线的维度：复盘历史上春季躁动的主线，基本可以得到这样一个结论——景气度上行趋势的展开是春季躁动主线能够得以延续的必要条件。因此，结合二季度逆周期政策落地和中长期趋势的判断，二季度仍然建议关注5G基础设施建设、大数据中心、特高压、充电桩、医疗信息化的新基建领域。

## 美股“过山车”可休矣 抄底中国资产正当时

□本报记者 张枕河

本周美国股市和经济政策再度成为全球关注的焦点。周一美联储推出了不限量量化宽松政策，周二道指创下1933年以来最大单日涨幅。对于投资者而言，美股大起大落的走势何时能到头？投资者在当下应该如何规避风险？亚洲资产特别是中国资产会否迎来机遇？

### 大放水与大波动应接不暇

美联储本周一（3月23日）宣布，为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和机构住房抵押贷款支持证券（MBS）。本周每天都将购买750亿美元的国债和500亿美元的机构住房抵押贷款支持证券。隔夜和定期回购利率报价利率将重设为0%。这意味着美联储已开启无限量的量化宽松措施。

本周二（3月24日），美国股市大涨，道琼斯工业指数涨2112.98点，报20704.91点，涨幅达到11.37%，创下1933年来最大单日涨幅。

本周三（3月25日），美国参议院一致通过了一项2万亿美元的经济救助计划，旨在缓解疫情带来的打击，其中一系列措施有助于企业缓解资金压力，并稳定就业。这将是美国历史上规模最大的救市计划。

这份2万亿美元规模的经济救助计划主要内容包括：给符合收入标准的美国人发放现金补助（每人1200美元）；大幅提高失业保障，延长失业补助至4个月（每周增加600美元）；为小企业提供约3500亿美元援助贷款；为受损失严重的

企业提供约5000亿美元援助贷款或贷款担保（例如航空公司）；为医疗系统提供约1000亿美元援助；为地方政府提供约1500亿美元的财政援助基金。

据报道，按照白宫的说法，美国本轮救市计划总额已经攀升到了6万亿美元。白宫经济顾问库德洛当地时间3月25日表示，除了2万亿美元的经济救助计划外，美联储还将提供4万亿美元以稳定金融市场，提供贷款担保支持，以及扶助一些受打击的行业。

本周四（3月26日），美股高开高走，尾盘强势拉升，道指和标普500指数收盘均涨逾6%，纳指涨逾5%。至此，美股已连续三个交易日反弹，道指三个交易日累计上涨3960.24点。值得关注的是，美国劳工部当日公布数据显示，美国3月21日当周初次申请失业金人数达328.3万，远超预期的170万，前值为28.1万。这是美国历史上首次出现百万级别的初请失业金数据，此前纪录为1982年全球经济危机时期的69.5万。换言之，美国3月21日当周初请失业金人数飙升至之前纪录的近5倍，然而该数据本身并未对美股造成负面影响，市场对于远低于预期的数据实际上已有“承受力”。

### 至暗时刻渐行渐远

对于美股市未来的前景，市场人士指出，随着各种政策出台，美股流动性和市场信心将度过“至暗时刻”。然而，真正影响美国经济和股市的还是疫情因素。只有疫情真正缓解，美股的波动才能真正趋缓，在此期间投资者还应该选择优

### 看好中国资产前景

在当前不少业内机构看好亚洲资产，特别是中国资产前景，抄底中国资产或正当时。

道富集团最新公布的2020年3月份道富投资者信心指数显示，因新冠肺炎疫情引发市场担忧，该指数由2月份经修订后的78.5点下降4.0点至74.5点。北美地区指数降2.9点至67.8点，欧洲地区指数则下降15.0点，从110.6点降至95.6点。相比之下，亚洲地区指数升8.7点至94.5点。

工银国际首席经济学家、董事总经理、研究部主管程实指出，展望未来，人民币资产有望成为新型避险资产。考虑到未来托底政策的进一步加码以及消费内需的疫后回补，中国经济有望从二季度开始逐步企稳反弹。从金融层面看，中国市场的相对韧性有望进一步夯实。年初至今，中国股市的累计下跌幅度远小于欧、美、日、韩等主要市场。更为重要的是，对于市场而言，投资是“买未来”，而非“买过去”。未来长期的经济稳健性，将会成为市场考虑的核心要素。基于此，在战“疫”下半场的全球金融震荡中，人民币资产有望成为新型避险资产，虽然不是绝对意义上毫无波动的避风港，但是凭借相对韧性和成长性，能够成为全球长线资金在风浪中的“压舱石”。

瑞银财富管理发布最新报告表示，未来新兴市场前景将不同步，该机构的环球资产配置已经结束看好新兴市场股票，但保持看好中国市场。该机构指出，疫情无疑将影响中国一季度经济增速，但相信在政策支持下，中国经济从二季度开始将加速复苏。当前，中国经济日益平稳，加上预期下半年经济增速反弹，中国有望带领亚洲新兴经济体股市今年跑赢全球新兴市场表现。

### ■ 投资非常道

## 不要再有“去散户化”的念头

□金学伟

学术问题和客观世界的评价常常会因立场和利益不同变得复杂，走向主观，而非客观。

举例说，当年林毅夫和杨小凯关于后发优势和后发劣势之争，其本身其实并不矛盾。前者着眼的是后发国家的“发之初”——可以借鉴先发国家的先进技术、先进经验而少走弯路，甚至弯道超车。后者着眼的是后发国家的“发之后”——正因为有这样一些便利条件，所以后发国家又可能会忽略一些基础性的制度建设和改革，使后发优势变成后发劣势。

两种观点就像我们说一个人，出身于大家，家学渊源和家境条件，他就会比一般人家的孩子具备更多优势。但因随随便便就能成功，就容易满足浮光掠影，不做持久而深入的努力。那么，这种家学渊源和家境条件很可能就会成为他成才的障碍。

但由于它们各能满足一部分人的心灵需求，所以有一段时间，围绕这两种学术观点，俨然分成两阵营，各说各话，各举各例，学术上的讨论被淡化了，各自表达其实都只是自己的愿望立场。

从来就没有纯客观的事实，我们所看到的都是被我们的理论、观点、立场污染了的事实。上周我们讲的，机构可以稳定市场也一样，它似乎有点事实的影子，但更多地是出于某种立场和利益需要，而编造的事实逻辑。

机构不能稳定市场，能够稳定市场的只有投资主体的充分多样化和分散化。无数活跃分子的充分自由活动可以组成一个稳定而有序的系统，一定的市场规模和充分多样化的投资主体，是股市稳定的两大前提条件，这才是从学理（无论是控制论还是系统论）和事理都能说得通的道理。

因此，永远不要再有“去散户化”的念头。在发展证券投资基金时，要从严控制被动型指数基金规模和数量，这是我们从这次美股暴跌中应该汲取的教训。

因为这种规模级别的股票只有美国这样的“铸币国”才能承受得起，因为它可以通过印钞来解救，反正是由全世界买单。

从某种程度上说，把美股称为成熟股市，把成熟的原因归结为是机构投资者占主体，都属于混沌理论说的把副现象当作因果关系中的因。

当一种现象或一个事件发生后，去寻找其中原因，是我们人类之所以成为万物之灵的一个独一无二的本事和习惯。但我们常常会过于关注一些宏大因素，而忽略真正煽动起翅膀，从而引发一场暴雨的那只蝴蝶，忽略一些真正重要的技术因素。

比方说，工业革命为什么会发生在英国？学界的普遍观点就是——政治上的自由。这当然是对的，也是重要因素之一，但它不是元因素。真正的元因素是薄弱的农业基础，使其只能依靠羊毛贸易去交换粮食、香料、葡萄酒等基本生活物质。农业基础的薄弱，也更方便了它的圈地运动，使它与其他欧洲国家相比，出现了一个非常重要的业态差别——土地高度集中，大土地所有者很多，而不像其他欧洲国家，以小土地所有者为主。这使得它可以采取更有利于养羊业发展的三圃轮耕制，从而促进了人类历史上第一个大宗工业——毛纺织业的发展，最后促进了工业革命的产生。

这次美股的暴跌，同样可以从宏大叙事角度去寻找它的原因，并得出相应结论。但我更愿意从一些与高大上完全搭不上边的角度去寻找它的原因。一个被动型投资规模过大，无脑化买卖，导致市场正常修正机制失灵，产生过度的过度买入和过度持有。一个是在08年后大水漫灌式的救市，在“有限市场”约束下，成为上市公司回购股票、业绩优良和盈利增长假象的重要助手。

我们知道，股市高了就要调整，低了就要回升，这是由市场本身机理决定的。就像霍华德·马克斯说的，没有周期市场也会制造出周期。因此我更愿意把这次暴跌视作市场修正机制的回归。你不愿意主动修正，最后就通过一个事件，让你来修正。至于金融危机，我觉得是想多了，因为金融危机本质上是一种流动性危机，这种流动性的枯竭会在危机爆发前就反映在银行间货币市场和拆借市场上，而这次没有。

所以在宏观层面上，这场危机更适合归结为经济危机，其广度是无疑的，毕竟由疫情导致的经济半停摆波及了大多数重要国家。它的深度则主要取决于战疫的进程。

然而，既然它是由疫情引起的停摆，那么一定会有跟以往的经济危机所不同的结束方式。通俗讲，它不是由高度紊乱和失序导致的，它更像是一条生产流水线突然停电了，虽然很多半成品会因此报废，造成经济损失，但流水线依然好，一旦来电后恢复生产也比较容易。