

多空论剑

# 多留现金 抓跌出来的机会

本周最后两个交易日市场走势跌宕起伏，创业板指更是在本周五创出历史新高。周期板块的强势能否延续？创业板是否还有后劲？本期两位受访私募均不看好。

□本报记者 李晓辉

## 多保留现金头寸

**中国证券报：**你对大跌后这两周的市场走势怎么判断？

**陈海峰：**最近市场的表现仅仅是预期得到舒缓，在心态上有所修复。下周公布的数据难有亮点，同时改革首先是去杠杆化的过程，传统产能过剩的行业要出清，加快重组破产、兼并收购，现在有了信号，但是时间需要很长，这些都制约反弹的出现。

**中国证券报：**本周四周期板块集体大涨，本周五有所修整，上涨背后的原因是什么，是否可持续？

**陈海峰：**反弹难以持续。反弹的原因还是对国内经济增速及美国量化宽松退出的忧虑情绪有所缓解。经济结构转型和美国QE退出的影响始终会传递到资本市场。市场要出现趋势性机会，首先得改变市场流动性预期。

**中国证券报：**很多创业板明星股票持续创新高，其推动因素是什么？

**陈海峰：**创业板体现出很强的趋势性，参与创业板的人更多是一种趋势投资者。有一部分激进的、有偏好的投资者愿意去买方向是新经济的股票，由于创业板一直都有赚钱效应，确实有一些公司有业绩，同时热点层出不穷，市场一直在击鼓传花往上推。但从成长的角度讲，很多公司的成长性肯定是不够的，当你看得很清楚的时候，反而不愿意去参与。

**中国证券报：**现在你最关心的影响市场走势的因素是什么？

**陈海峰：**现在大家最关心的是改革进程以及货币政策。其中货币政策不仅仅是国内的问题，这要放在全球背景下通盘考虑。

**中国证券报：**下半年市场是否有投资机会？

**陈海峰：**下半年的机会与上半年根本没法比，虽然6月经历一波急促的下跌，但是风险释放还不完全，下半年还处于风险释放过程中。改革一定要经历经济阵痛期，去产能化的过程是缓慢的，当政府想要维持高的GDP，又想经济转

型，这很艰难，会造成去杠杆、去产能的节奏变慢，难度增大。

投资的核心问题是资产价格的变动，资产价格变动的影响因素除了宏观经济、供求关系外，货币因素非常大。流动性宽松是最直接和实在的影响因素，很明显的是下半年“钱”的成本和数量都明显比上半年要高、要少，而且还有国内、国外经济面的不确定性因素。同时，经济调整结构，长期对于中国经济是有利的，但是中短期对于资产价格的影响显而易见。

**中国证券报：**在当前市场背景下，你有什么样的建议？

**陈海峰：**基于对国内外宏观环境的担忧，我们现在的策略是持有尽可能多的现金头寸，可以做逆回购，但股票方面我们非常谨慎。因为这种环境下，经济和政策的不确定性因素有很多，各种类型的资产价格要有所表现都很难，即便是市场偶尔有表现，也只是反弹而已。想要抓住较大的机会，难度比上半年大很多，需要等待最好的时机。

## 创业板有见顶迹象

**中国证券报：**最近周期股有所表现，你们怎么判断？

**吴险峰：**周期股最近是有所表现，开始走稳，一方面是成长股继续上涨的动力不足，另一方面也有对政策的某种预期在起作用，有点超跌反弹的味道。一些周期股确实不错，但是需要认真挖掘，总体还需要观察。

**中国证券报：**一些明星个股股价是否还会不断刷新纪录？

**吴险峰：**最近创业板明星公司的走势有些强弩之末的味道。创业板很多公司如果从估值角度看，很多确实早已脱离了估值体系。

对于估值问题，需要放在不同的背景下看。要估值很高，一定要在流动性很高的大背景下。下半年的流动性或者说风险偏好明显不如上半年。总体而言，在流动性不充裕的情况下，对于估值应当更加苛刻。

**中国证券报：**你对最近市场的一些热点有何看法？

**吴险峰：**上半年的炒作，先是炒概念，接着炒

这次周期板块上涨难以持续，虽然6月上证综指经历一波急速下跌，但是风险释放得还不完全。现在我们对股市看法非常谨慎，尽可能多持有现金头寸，适当做逆回购。

深圳龙腾资产管理有限公司首席合伙人 吴险峰



上海国富投资管理有限公司投资总监 陈海峰



这几年好像都是下半年不如上半年，在流动性不充裕的情况下，对于估值应当更加苛刻。创业板有些见顶的味道，现在我们是先减仓观望，如果市场出现恐慌性下跌，就会买入。

金牛操盘

圆融方德董事长冉兰：  
坚定看好新蓝筹

□本报记者 黄莹颖

深圳圆融方德投资管理有限公司董事长冉兰表示，IPO重启本身既非利好也非利空，而市场也已经用下跌来释放风险，所以真正推出反而可能是靴子落地。目前代表未来经济运行发展方向的新蓝筹股将会有较大机会。

**中国证券报：**你看好蓝筹股吗？对蓝筹的定义是什么？

**冉兰：**坚定看好新蓝筹股，他们代表着未来经济运行的方向。重点包括两个方面：收入倍增计划带来的大消费行业机会，医药、文化传媒、消费电子等；城镇化带来的新型产业投资机会，环保、现代农业、新型建材、食品产业链等。看好理由有两个，一是产业迁移的客观规律，从第一产业到第三产业，二是政策扶持给力的方向。

**中国证券报：**流动性下半年似乎看不到转好迹象？对此你怎么看？

**冉兰：**过去10年M2持续超发实际造成了货币泛滥格局，但由于监管不到位以及思路不对，过往都是发新债偿旧债。现在央行开出“盘活存量，用好增量”的药方，是正解。这种“钱荒”表象只是因为银行过去适应了货币超发局面造成的，一旦调紧将逼迫银行将表外资产调回表内，最终会适应这一货币政策节奏。

不过预期既然已经改变，势必会在未来改变各方行为。希望是在风险

可控的情况下做的主动刺泡泡动作。若真如此，资本市场实际面临的是短空长多的局面，6月非理性下跌，或许恰恰为今后的行情埋下伏笔。因为我们相信，刺泡泡并不是目的，如何更好地推动经济结构转型才是关键。有前瞻性的投资者需要考虑的是，中国下一个经济亮点在哪里？是收入倍增计划？还是城镇化？

**中国证券报：**与此前的急速下跌相比，本周市场有了明显反弹，原因是什么？

**冉兰：**上一波情绪性的宣泄和预期的不明朗叠加，导致A股呈现崩盘式急跌，长期来看这是构筑中长期大底部的必要条件。股市的基本原理是，只要还存在，跌多了就是机会。

我们坚持目前市场“短空长多”的看法。三季度是个承接的季度，经济数据的解读与消化，货币政策的调整与落实，经济结构的深化与调整，都决定了三季度是较为混沌的，因此操作上我们采取防守反击策略，以控制仓位参与结构性机会为主。

市场根本性好转需要风险的充分释放，已经释放大半，经济着陆成功、证券市场制度的制定与实施能真正做到有利于投资者而不是融资者。

**中国证券报：**若IPO重启，会给市场带来哪些影响？

**冉兰：**IPO重启本身既非利好也非利空，关键是以什么样的姿态重启？从此前征求意见稿来看，市场化程度让人失望，因此市场用下跌来释放风险，所以真正推出反而可能是靴子落地。

**中国证券报：**你如何进行资金管理，对于投资你有哪些心得？

**冉兰：**投资不是百米冲刺，而是一个不间断的马拉松赛跑，因此资金的管理好比体力的分配。自然规律告诉我们：月盈则亏，水满则溢。因此，资金管理的要义是无论牛熊，总要留足现金。想想巴菲特，为啥危机了总统都找他借钱？

对每一次盈亏的理解。业余投资者对每一次交易都全神贯注，并且上一笔的交易结果会极大程度影响下一笔的交易行为，往往陷入情绪化交易，交易结果自然也会情绪化；职业投资者会合理分配每一笔交易的头寸，交易前做好计划算好收益风险比，把每一次盈亏视为交易的一部分，避免情绪化干扰。这点从本次指数大涨，而小



谈股论金

# 期待PPI降幅持续缩减

□晓旦

6月CPI同比上涨2.7%，环比持平，涨幅比5月扩大0.6个百分点。此前，人们普遍预期6月CPI上涨2.5%，实际值超出市场预期0.2个百分点。CPI在经历3个月的低位波动后，出现了较为明显的回升。

然而CPI涨至年内新高，并不意味着通胀威胁再次临近。数据显示，6月CPI同比涨幅中，翘尾因素占据1.9个百分点，比5月增加0.6个百分点，新涨价因素与5月相同。去年6月CPI环比下降0.6%，是今年6月CPI环比下降0.6%，是今年6月CPI翘尾因素增加的原因，也降低了今年6月CPI数据的比较基数。尽管今年6月CPI环比持平，但受对比基数降低0.6个百分点的影响，6月CPI同比涨幅要比5月实际扩大0.6个百分点。考虑到6月是CPI中翘尾因素最为明显的月份，下半年翘尾因素影响CPI同比的作用将

下降。

今年上半年CPI同比上涨2.4%，现时没有看到CPI会大幅反弹的潜在威胁，相反，PPI持续维持负增长态势，会对CPI的涨幅有所限制，所以今年下半年CPI仍会保持在2.5%左右的较低水准。从经济政策看，虽然央行会谨慎使用货币政策，并不能预期货币政策会过于宽松。但是

CPI的趋势还是给央行使用宽松的货币政策预留了较为充分的政策空间。不排除经济增长出现意外大幅下滑时，央行会重新审视货币政策，采取降息、降准的措施。

人们对PPI数据的关注程度较之前有大幅提高，原因在于它预示着经济下滑的程度变化。6月PPI同比下降2.7%，较5月的2.9%有所收窄，但是环比下降0.6%，说明工业企业制造仍受到市场价格走低的困扰，影响企业利润。去过剩产能和去库存仍是工业企业生产的主旋律。

PPI持续下降约20个月，说明经济调整期已持续相当长时间，从去年四季度起，PPI曾连续4个月出现降幅缩窄的态势，与此相吻合，股票市场也展开了一波较大幅度的反弹。但是进入2013年2月，PPI恢复降幅扩大趋势，与此相对应，股票市场也重回跌势，并瞬间创出新低。

PPI的持续下降，反映社会总需求不振、实体经济效益下降。预期三季度，由于美联储已明确要退出QE，引起全球大宗商品不振，而中国存在去过剩产能的需求，这些都可能造成PPI进一步下滑。不过，随着美国经济的好转，以及大宗商品的价格跌幅已反映出市场对美联储退出QE的预期，大宗商品市场可能出现持稳并有所回升的态势。如果这种情况出现，则有利于PPI回升。6月PPI降幅小幅缩减，是否会成为一种趋势性的变动，还有待于后续数据的指引。

投资感悟

# 7月底或阶段性见底

□中秦

本周金融权重股一度大涨，终于在市场普遍失去信心时迎来了真正意义上的反弹。显然，这个惊喜让很多投资者无所适从，不知道是该逢高减仓，还是加仓迎接新行情的到来？对此，我谈谈对目前市场的一些看法。

**中国证券报：**你如何进行资金管理，对于投资你有哪些心得？

**冉兰：**投资不是百米冲刺，而是一个不间断的马拉松赛跑，因此资金的管理好比体力的分配。自然规律告诉我们：月盈则亏，水满则溢。因此，资金管理的要义是无论牛熊，总要留足现金。想想巴菲特，为啥危机了总统都找他借钱？

对每一次盈亏的理解。业余投资者对每一次交易都全神贯注，并且上一笔的交易结果会极大程度影响下一笔的交易行为，往往陷入情绪化交易，交易结果自然也会情绪化；职业投资者会合理分配每一笔交易的头寸，交易前做好计划算好收益风险比，把每一次盈亏视为交易的一部分，避免情绪化干扰。这点从本次指数大涨，而小

股票表现有限就可以看出，中小板、创业板明显有资金在外流。

反弹之后的再次探底或许是个绝佳的买入机会。所谓利空出尽是利好，众多的不好预期集中出现并不是什么坏事，如果中报数据的打击能驱赶前期高估值板块中的资金，那对于真正有价值的品种是个好事情；对大盘来说，也是个好事情。从最近市场资金的取舍来看，产业资本入场迹象明显，而保险、国家队也频频护盘动作，这都表明了主流资金的一种态度。如果接下来市场再度探底，投资者不必惊慌失措。

未来潜在的利好较多，或有长期的上涨过程。新一届政府正在以新的方式调整经济。接下来，当一系列政策出台时，投资者的预期将逐步被扭转，而股市肯定会提前反映，今年三四季度随着一些政策的出台，市场或许会有较好表现。

风格转换或已经开始。当初社保在一片高估值的舆论中买入创业

板、中小板时，或许大多数投资者不解。如今，当创业板、中小板股价翻番之后，投资者趋之若鹜。我们不能一直犯这样的错误，所以当社保、汇金还有国家队等资金高调买入银行、石油、石化等大盘蓝筹股时，我们一定要心中有数：或许在未来的市场，大蓝筹股的表现将远远强于小盘股。从最近的市场表现看，隐约透露着这样一种信息，那就是在反弹过程中，随着以创业板为代表的中小板股的大幅度活跃，资金却出现了明显的流出迹象，这或许是因为小市值个股的资金撤离需要一个过程。如果主流资金大量撤离之后，剩下的就是“多杀多”。因此，建议大家下一步要另辟蹊径，寻找一些准蓝筹股入场，我看券商类个股，他们的整体弹性和估值都具有较强的吸引力。

总之，目前阶段我们还可以耐心等待市场二次探底过程的结束，期间选择好标的，逐步进场。

投资非常道

# 6年牛市结束了

□金学伟

每次对市场重大转折作出判断后，我都有一个习惯：去了解大众观点。过去没有网络，常去证券公司营业部听“马路股评”。有了网络之后，到网上搜寻读者对我文章观点的评论，成为最好途径。如果观点受到大多数读者的赞同，我对自己的判断就会产生怀疑，重新分析研究。如被大多数读者唾骂，那一观点十有八九是对的。

这倒不是相信相反理论，事实上，相反理论是一种漏洞百出、很难自圆其说、在实际应用中对人的个性、技巧、经验要求很高的理论，因为群众并不总是错的。而我相信，没有心理因素支持的顶和底，才是浑然天成的、真正的顶和底。如果一个观点，如1849点就是熊市底，7月就是熊市结束时，这样的观点同时存在于大多数人心中，那就说明1849点的反弹有很大成分是市场心理预期在起作用。如果这一观点不被大多数人接受，那就说明1849点是市场竭尽全力卖出的产物，其后的上涨则是市场新生力量大力买进的结果，没有丝毫心理预期的作用，大底在就是大圆满。毫无疑问，上周提出的“牛市很快将结束”，受到了大多数股民的唾骂，虽然被唾骂的力度小于2008年的1664点。而本周的走势则反映在市场竭尽全力卖出后，由新生力量导致的新趋势的开始，涨势如虹，气度不凡，6年的熊市结束了。

对牛市已结束这一判断，我们可以提供很多佐证。

先来看估值。前几年，用估值来论证市场底、估值底的做法非常流行，事后证明无一正确。最近有名人也在用估值说事，只是反过来，以估值的国际间横向比较，来论证市场还将调整。确实，在市场尚未充分发育时，估值是无法国际间横向比较的，因为没有合适的市场规模，就没有合理的估值。但在市场充分发育后，这种国际间横向比较虽然有了意义，却存在着如何比较的问题。因为比较讲究同等基础、同等条件，好比鸡不能和鸭比一样，其中有两个因素必须考虑。

一是指数类别。我们讲发达股市或成熟股市（就规模来说，沪深股市现在已能称为发达股市和成熟股市），比如美国股市的平均市盈率，一般都指道琼斯30种工业股票指数或标普500指数。那是一种成分指数，它们的估值并不代表市场的整体估值。就我了解，美股全市场的平均市盈率一般会在道指平均市盈率的2倍左右，最低不会低于1.5倍，就像现在沪深加权平均市盈率为上证指数的1.5倍以上、上证50指数的2倍以上这样。当我们说美股历史上最高市盈率在20倍到25倍之间，实际上是道指的最高市盈率，而全市场的平均市盈率最高曾达40倍，并数次接近40倍。拿道指市盈率来和A股市盈率比较没有道理，有意义的应该是道指和上证50指数的比较。从这一角度来说，目前A股的估值水平只能说很低。

二是历史阶段。中国是一个后发国家，别人经历过的历史发展阶段，我们正在经历或还没经历。美国在20世纪70到80年代经历过一个产业更新周期，也就是康德·杰拉耶夫周期中的宏观调整阶段。在这一阶段中，道指的平均市盈率始终在10倍上下波动，其中最低年份是1979年的6.8倍，也是美股历史上最低市盈率记录。20世纪七八十年代，人类刚刚彻底告别金本位，没有太多经验应用货币政策来应对经济的过度收缩，货币政策过于保守。同时，其遭遇的产业更新周期是全球性的，没有另外的已完成这一更新阶段或正在崛起的足够庞大的新兴经济体来对冲、平衡这一周期对经济造成的影响。但即使在这种情况下，道指的平均市盈率也只跌到6.8倍。那么，现在中国虽然也在经历这样一个历史阶段，但许多条件都比当时有了极大改善。首先，人类已更多掌握了以合理灵活的货币政策来应对过度的经济收缩；其次，欧美国家早已进入后工业化时代，拉美亚非等一些新兴经济体正在崛起，规模庞大，可对冲、可平衡、可回旋的余地很大。在这种情况下，上证指数的平均市盈率最低已跌到8倍以下，而上证50指数早在2300点时就低于8倍。因此，估值的国际间横向比较只能让我们得出熊市已经到底的结论。

再来看看时间。1993年的1558点是中国股市第一轮超大级别熊市的开始，以年线来看，1993年见顶，1994年、1995年都是阴线，粗略讲是调整两年（在计算涨跌时间时，我们要有一个零点概念，即从最高点或最低点的这条K线在时间计算上为0，而不是1）。2001年的2245点是第二轮超大级别熊市的开始，时间为4年。而6124点则是第三轮超大级别熊市的开始，到今年历时6年。小时候常做游戏，老师写出几个数字，要我们回答下一个数字。当2、4出现之后，下一个数字会是什么？3年级水平就够了：4-2+4=6，或4×2=8，一个呈算术级扩张，一个呈几何级扩张，两个答案全对。而用周期理论筛选，两个答案中最应选的是6，不是8。因为在周期上，只有2013年7月前后，或2014年12月前后这两个见底时点，找不出2015年还将下跌的证据。

时间是决定价格运动的神秘力量，说玄一点是自然的神奇力，说俗一点是上涨所消耗的能量与其后的消解，存在一种时间上的对称和扩张、收缩定律。

估值是价格运动的启动力量。当时间的自然力量和估值的启动力量互相重合时，牛市也就结束了。

（作者系上海金耕信息运营总监）