

多空论剑

# 利好因素引质变

# 提高仓位不含糊

本周大盘蓝筹股保持强势，指数稳步上涨。对于市场出现的变化，私募人士指出，宏观经济持续改善夯实后市基础，未来行情走势相对乐观，应采取较为积极的高仓位策略，以抓住整体性机会。

□本报记者 黄莹颖

## 资金面将持续改善

**中国证券报:**从宏观经济角度出发，如何判断下半年资金面？

**何辉:**今年4月以来央行实施了两次定向降准，市场流动性呈现相对宽松的局面。考虑到央行货币政策基调已转向“适时适度预调微调”，下半年定向微刺激宽松政策举措有望陆续推出。在经济增速有所降低和投资增速下滑的背景下，资金需求偏弱，预计下半年市场流动性将处于中性偏松状态。

**曹素生:**从宏观面上看，7月中国制造业采购经理人指数（PMI）为51.7，连续5个月回升，表明制造业进一步扩张。PMI数据的改善说明宏观经济已经出现明显改善迹象，预计决策层会保持宽松政策，以巩固经济复苏态势。

**中国证券报:**沪港通下半年即将推出，会

给市场带来哪些影响？

**何辉:**证监会的相关政策文件显示，沪港通计划将于今年10月正式推出。作为中国资本市场开放过程中的重要一环，沪港通将成为一个锚定参照，在估值体系、投资理念、金融制度、法规建设、市场监管和资本流通上为A股市场融入国际金融体系提供参照坐标，推进国内资本市场与国际市场接轨，并很可能成为A股市场走向国际化的重要契机。而前期AH股比价创下历史新低，短期有利于A股主板回暖。

**曹素生:**短期会有影响，主要是增量资金对于大盘蓝筹股的支撑性作用，增强市场信心。不过，境外资金投资A股市场已有十几年历史，肯定不会贸然加大投资，对市场实际影响的力度并不会太大。而从长期来看，通过沪港通进来的资金对于改善市场的资金博弈结构肯定有帮助，将起到正面作用，力度则仍需观察相关政策的落实情况。

## 高仓位抓住机遇

**中国证券报:**从目前公布的中报情况来看

看，创业板业绩增速已有下滑迹象，如何判断创业板未来走势？

**何辉:**现阶段创业板整体估值偏高，由于去年业绩基数较大，今年半年报的同比增速压力较大。我们对创业板的整体看法依然偏空，认为板块系统性风险有待进一步释放。当然，对于少部分成长性相对确定且具备业绩支撑的创业板优质标的，值得继续跟踪和关注。

**曹素生:**创业板此前已经调整过一轮，不少股票调整到位。从基本面看，新兴产业是今后数年经济的主要发展方向，而创业板恰恰是新兴产业公司扎堆儿的板块。

未来创业板的趋势是个股之间的分化会越来越明显，一些成长性强的个股会继续上涨，而一些伪成长个股则会深度调整。但总体而言，涨幅达到五倍、十倍的股票仍会大量存在于创业板之中。

**中国证券报:**对下半年的市场风格、大盘

走向有哪些判断？蓝筹股是否有持续性机会？

**何辉:**宏观经济企稳、稳增长微刺激政策的持续发酵以及改革红利的逐渐释放，有利于市场环境转暖，我们对下半年大盘的走势持乐观态度。我们更看好低估值蓝筹股，因为随着国企改革、ROE提升以及沪港通的推进，有利于形成低估值蓝筹股的估值修复行情，部分优质蓝筹股可能会出现持续性机会。

**曹素生:**近期蓝筹股上涨主要是因为宏观经济面改善。从蓝筹估值来看，不少蓝筹股尤其是权重股已经跌破净值，使得它们有突破向上的动力。

由于场内资金的博弈是此前市场的主旋律，未来随着海外资金入场，以及其他资金入场，A股流动性有望继续改善。这会使得银行、地产股可能存在阶段性反弹机会，最近市场的表现验证了这一判断。但是行情能否持续，要看增量资金入场的动力。

**中国证券报:**目前看好哪些主题或板块？

在仓位上采取何种策略？

**何辉:**结构调整、转型升级是未来中国经济

运行的主要特征，也是现阶段投资的背景基调。在经济转型升级的大背景下，我们看好食品饮料、家电、医药等大消费类板块。因为扩大内需、促进消费是国家一项长期政策，在居民收入倍增计划和消费需求升级的大背景下，这些公司更容易获得发展机遇。现阶段应采取高仓位策略。

广东乾阳投资董事长  
何辉



深圳玖阳投资总监  
曹素生



扩大内需、促进消费是国家一项长期政策，在居民收入倍增计划和消费需求升级的大背景下，食品饮料、家电、医药等大消费类公司更容易获得发展机遇。现阶段应采取高仓位策略。

的高仓位策略。

**曹素生:**下半年经济的主旋律仍是调整结构，诸如高耗能等落后产业仍会淘汰整合，新经济是发展主线。另外，军工、国企改革存在整体性机会。军工企业的改革整合、国企改革很大程度上都要依赖于资本市场的助力，而对投资人而言，这会带来相当大的投资机会。

金牛操盘

## 钛白粉题材有望卷土重来

□牛仔网首席分析师 张彦

过去两年，钛白粉行业的日子并不好过，全行业处于亏损边缘，价格在底部徘徊，因此触动了行业内强烈的提价意愿。在宏观经济大背景不景气的情况下，2013年国内外企业尝试过多次提价均告失败。

但是进入到今年二季度，钛白粉需求悄然发生变化，先是海外市场持续复苏，国际巨头提价，紧跟着就是国内需求持续回暖，部分龙头企业开始提价。根据我们的跟踪显示，近几次提价下游企业的接受程度明显提高，在一定程度上反映出当前经济形势转好。

全球钛白粉产能增长主要集中在中国，随着中国钛白粉产能扩张带来市场规模的扩大，出口数量逐渐增大，国际钛白粉市场的波动将直接影响国内钛白粉行业发展。由于钛白粉在工业界使用的普遍性和广泛性，钛白粉需求的增长也与一个国家或地区GDP的增长密切相关。

今年以来，以美国为代表的房地产市场复苏拉动钛白粉外需增长，带动全球钛白粉贸易的流向和价格变化。根据海关总署公布的数据，1至6月我国钛白粉累计出口数量27.5万吨，仅6月就出口5万吨，分别同比增长56.7%和53.9%，出口维持高增长，累计进口9.10万吨，同比增长2.70%，增速明显放缓。出口复苏拉动钛白粉需求增长，预计全年出口在60万吨左右。2013年我国钛白粉总产能290万吨，产量215.5万吨，出口40.3万吨，进口19.4万吨，库存约30万吨，实际消费量为164.6万吨。

从国内市场来看，2013年是房地产市场销售相对火爆的一年，地产销售回暖，全年增长17.3%。商品房销售面积是钛白粉行业的领先指标，虽然2014年地产周期性调整，销售降温，但从钛白粉市场相对于商品房销售1年左右的滞后期来看，2014年将是国内钛白粉需求回暖的一年。因此，我

谈股论金

## 市场进入周期性上升阶段

□晓旦

7月24日出炉的7月汇丰中国制造业PMI预览值为52，高于预期值51，高于前月终值50.7，创下2013年1月以来新高。这成为压垮肆虐一年多的空头气势的最后一棵稻草，股指随后创出今年以来新高。

股市此次走高，是一段时间以来各方面利多因素累加所致，最后在汇丰PMI预览值的刺激下彻底爆发。如果我们要预测股市上升的趋势能走多远，还是要注重这些因素的动态变化，具体包括经济面、政策面和股市自身因素的变化。

从经济面看，中国经济在未来几个月仍会表现出企稳向上的局面。具体来看，虽然房地产投资下降已成定局，但是基本建设领域的投资增长已经可以替代房地产行业的投资下降。

从中国经济的发展不平衡来看，基本建设投资的天花板仍然很高，还有巨

大的发展空间。而且随着城市化进程的推进，基本建设的发展空间会进一步扩展。最近，国务院发布《关于进一步推进户籍制度改革的意见》取消了农业、非农业户口区分，随着各项政策的对接，会使城镇化深化发展，进而促进经济增长。

预期下半年外贸会成为推动经济增长的亮点之一。随着全球经济复苏步伐加快，我国对外出口也会恢复性增长。

从股市自身因素的变化看，今年以来，虽然股市在大部分时间表现得相当弱势，但是值得注意的是，股指在头6个月里一直在5%的幅度内小幅波动，如果再把时间向前推一年，股指也只是在不到10%的幅度内波动，这种状况，只有在2005年4月到12月之间出现过。我们知道2006年开始了一轮波澜壮阔的上升行情。

股指在小幅度波动反映出，一方面，市场对经济前景的悲观情绪；

另一方面，股票估值水平已经降到一个很低水平，没有更悲观的事件可以进一步压低股票的价格和估值，在这种情况下，只要股票市场情绪得以改观，股指上扬就是水到渠成的。

在政策面，可以预期，下半年政府仍会以“微刺激”措施支持经济增长，三季度经济数据会进一步向好，这些都会有利于维持股票市场走出两三个月的上升态势。

不过，我们应该看到，中国的经济转型只是处在起步阶段，引起股票市场长时间调整的经济方面、结构方面、制度方面的问题还只是处于开始着手解决的阶段。只有这些问题解决了，股市才有可能走出长期上升趋势。对此，我们要注重观察，及时调整投资策略和方法。盲目地说股票市场已经进入大牛市，或者盲目悲观，都会影响我们对市场的客观判断，这对投资是有害无益的。

投资感悟

## 混合所有制是投资主线

□中秦

本周市场强势突破上涨，上证指数一举突破2100点和2200点整数关口，大有牛市来了的感觉。那么，A股牛市是不是真的来了？资金可以大胆冲进去了吗？现在看多可能还为时过早，目前行情大概率还属反弹性质。

本轮市场大涨主要是受主板指数大涨带动，创业板和中小板指数涨幅和个股表现一般，创业板还没有从前期的暴跌阴影中缓过神儿来。而这次主板市场的主力军是金融、证券股，其中本周一市场强势突破的龙头是交通银行，其股价飙升的原因仍然是混合所有制，也就是笔者一直强调的混合所有制将是中期市场的主线，围绕这条主线的板块和个股将持续走牛，而这类个股大多处于主板市场，因此，主板市场走出强势行情在情理之中。在其带动下，A股出现反弹是非常合理的。从创业板走势上

看，本轮反弹并没有走出下跌通道，同时不少个股逆势下跌，整个板块抛售压力较大，后市向下寻找支撑的趋势没有改变。

混合所有制是一个全新题材，也是一次全新探索，必然吸引资金追捧，其中带来的无论是交易性机会，还是投资性机会都很多。因此，这些资金的聚集将带来局部牛市行情，我们需要把握好与之相关的个股和板块，积极参与炒作。从今年下半年到明年的资本市场主线，基本就将围绕混合所有制展开，而且随着中央、地方混合所有制的不断推进，将延续以往炒地图行情。但是我们必须清醒地认识到，混合所有制的炒作仅仅是整个市场的一个局部现象，难以代表整个市场趋势，更难以支撑整个市场估值。由于经济基础的低位徘徊和高估值板块的价值回归，A股的熊途还没有走完。

本周后半周的成交量出现了高

位，本轮反弹并没有走出下跌通道，同时不少个股逆势下跌，整个板块抛售压力较大，后市向下寻找支撑的趋势没有改变。

因此，不能因为短期急涨就盲目冲进去抢筹，牛市并不排除快速的反弹。我们的最佳策略是逢低小幅仓位参与抄底，拉升中出货，而不是在市场急速拉升的关头追高建仓。目前可参与的板块多集中在与混合所有制相关的个股和板块中，创业板中前期涨幅较大的个股将继续遭遇抛压，必须回避。

投资非常道

## 牛市不可阻挡

□金学伟

这波行情的性质我们已经说过，是牛市启动，而非一般的反弹。

既然是牛市，就有了两个问题：一是牛市依据或基础何在？二是行情的终极目标和阶段目标在哪里？本期先回答第一个问题，至于第二个问题，可先说两个数字：2400和2700，从这两个数字可以看到阶段性目标。

对任何一波行情的判断首先要有一般面依据。宏观基本面的依据是高善文有一篇《股七年之痒》演讲稿，发表于今年6月。我从微信上读到后立即推荐给了朋友们，并感叹道“高博毕竟是经得起考验的。”这篇演讲从微观角度入手，对当前的宏观经济形势作了比较客观而全面的剖析，可以作为当前这轮牛市的宏观基础的解答。

基本上另一个基础是我近期一再提到的估值。几乎所有的宏观研究者在做股市基本面分析时，都会忽略一个问题：宏观经济只是股市基本面的乘数之一，它对股市的影响大小取决于两个乘数：一是政府的宏观决策、货币政策、可调用的资源等，二是股市整体估值。

如果宏观经济的严峻程度可以达到最高等级的-10%，而政府宏观决策与调控能力可以消除其中的50%，那么，政府的乘数就是0.5，宏观经济对股市的影响等级可以减少到-5%。

相比之下，股市整体估值是一个更重要乘数。因为外因是变化条件，内因是变化根据，外因必须通过内因起作用。估值越高，对宏观经济良好程度的依赖性越高，哪怕没有大的利空，仅仅是“低于预期”，就足以让股市遭到重大打击。如果股市估值处于中间状态，那么轻微的宏观利空就难以击倒股市，需要更高等级的利空才行。当股市估值处于低位，那就需要超高等级利空才会对市场产生负面影响。如果估值已到了极限呢？显然，再高等级的利空恐怕都难以撼动它。因为估值对宏观利空的放大乘数已成了0，再大的数字，乘上0总是等于0。这就是前段时间我一再提起大家都已遗忘、抛弃了的估值问题的原因。

应该说，这波行情从银行、有色、地产等板块开始并非偶然。在宏观经济处在两个极端——极度繁荣和极度严峻时，托宾Q比例（股价/资产重置成本）具有重大意义。而这3个板块中Q比例上是最有优势的。尤其是银行，我们曾经说过：一个13亿人口、GDP排名世界第二的国家，其上市银行的总市值竟然只有3.6万亿元（要知道，它们的资产总量占到我国银行业的90%以上）。除非明天我们不再需要银行业，或者不再需要这16家银行，而要另起炉灶，重新办银行来取代它们，否则，哪怕它们的年报翻出一片烂账，所有的银行都巨亏，它们照样不止3.6万亿元。按我的看法，它们至少应在这个水准上翻一番才对。

不懂得从微观角度去研究宏观经济，其实是不懂得宏观经济为何物。不懂得将估值乘数引进股市的基本分析中来，其实是不懂基本分析。不懂得从重置成本角度看估值的，其实是不懂估值。

估值太低，需要回归，给一点阳光就灿烂，这就是牛市启动的基本依据。牛市第一波，从来就是从价值回归——回归均值、回归正常估值水准开始的。而这一回归还远未结束。

技术面上的依据可能是绝大多数技术分析者都无法理解和接受的。去年我提出1849点是熊市最低点后，反对者既有基本分析者，也有技术分析者。而后，许多真正有智慧的基本分析者逐渐趋向中性、趋向偏乐观。而大多数的技术分析者依然认为1800点、1600点必破。因为从传统的技术分析理论，比如波浪理论中，我们找不到1849点是熊市结束的依据：岂有C浪不破A浪的道理？

其实，波浪理论的出发点是能量运动的自然规律，比如C浪和A浪达到1比1，或1.62比1，这并没大错。但它没有考虑到一个问题：能量运动的方式，因此，它的1比1或1.62比1是线型的、垂直型的。而混沌（分形）理论认为：永远有一种看不见的结构，影响并决定着能量运动的方式，使相同的能量可以做出不同的功。

你想要1比1吗？我们上期讲过，大盘的月线分形早在1949点时就已达到C浪和A浪1比1的比例。这是能量对等，不同的只是能量运动的环境变了，6124点的下跌犹如在平滑的地面上推出，因此可推出更大的距离。3478点下跌犹如在坑坑洼洼的路面上推出，只能推出前者的1/3而已。

有一种波浪分形法是去年1849点后我就想介绍给大家的，因看到大家实在无法接受1849点是熊市底的结论，而且情绪十分激昂，所以作罢。

所有的能量运动都离不开时间和空间这两个基本要素。艾略特提出了“绝大多数熊市回调都会达到此前牛市上涨的0.382倍”，离开了时间要素，就成为单纯的直线距离，于是我们就很不满意：每一次熊市回调都远超过0.382的比例。

但是把时间作为一个乘数呢？呵呵，结果完全不一样。1989年11月23点到1993年2月1558点，是中国股市的第一轮大牛市，上涨1535点，历时39个月， $1535 \times 39 = 59865$ ；其后回调到325点，跌1233点，历时18个月， $1233 \times 18 = 22194$ ； $22194 \div 59865 = 0.37$ 倍。325点到2245点，再到998点，后者的时空乘方（面积）是前者的0.375倍。998点到6124点，再到1664点，后者是前者的0.373倍。知道了这一点，你就可知，为什么几次重大的战略底部，我们都敢逆市场潮流而动。包括1664点时的全线满仓，死了也认。这不是故意反群众，而是有波浪分形依据的。

现在我们来回答为什么牛市已开始。6124点到1664点，时空乘方 $53520 \times 3478 = 1849$ 点，下跌到1949点，时空乘方为A浪的1.14倍，可以满足，但不太满意，所以行情火爆，但又下来了。跌到1849点，时空乘方相当A浪的1.4倍，是个比较尴尬的1.382倍的比例。因此，接下来就应有而且只有两个选项：一是继续震荡整理，直到时空乘方满足1.62倍的比例；二是在1949点的1.4倍基础上再加1倍，变成2倍于A浪的比例。由于本轮牛市启动前最后一次探底的月线分形低点是1月的1984点，最低点是3月的1974点，于是就有了两个时空乘方：1.61倍和1.67倍。老实说，在这两个时空乘方见到后，我也一直怀疑：是否会震荡到两倍的时空比例，才会真正启动牛市？但7月下旬的长阳告诉我们：已经不可能了。大盘已在悄无声息中，完成了C浪等于A浪1.62倍的调整。牛市，也就不可阻挡地开始了。

（作者系上海金耕信息运营总监）