

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”,下半年定向微调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。从基本面的看,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、十倍的机会仍会大量存在于创业板。

**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、稳增长微调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、ROFII扩容以及沪港通的推进,有利于形成低估值蓝筹股的估值修复行情,部分质优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力度。

**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

未来创业板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。

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。

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。由于对未来的行情走势相对乐观,现阶段我们采取了较为积极

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,先是海外需求持续复苏,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

们预计今年室内装饰市场需求旺盛。随着室内装饰旺季的来临,钛白粉内需将呈现企稳回升态势。

外需方面,美国是仅次于中国的钛白粉生产销售大国,也是我国对外第一大出口国,2013年美国新建房屋销售数量同比增长16.58%,且2014年仍然保持稳定增长。随着美国房地产市场复苏,美国钛白粉进口量增加,出口量显著减少,另外,美国钛白粉产能收缩,产量减少,也在一定程度上增加了钛白粉进口。2014年二季度以来,国内外龙头企业相继提价,钛白粉行业拐点初现,未来受内需、外需共振影响,钛白粉价格上涨将可持续,预计下半年每吨有600元至1100元的涨幅。

我们再来看看钛白粉行业生产环境的影响。钛白粉行业在国内属于重度污染行业,由于行业内小企业过多,导致重污染产能所占比重过大,单位产品排污量大,资源、能源消耗高;虽然用硫酸法“三废”治理难度不大,但治理费用过高是行业目前面临的主要问题,随着国内环保政策的不断加码,行业内小企业生存空间将进一步被压缩,预期污染防治技术和准入条件将在年内出台,届时门槛将大幅提高,行业整合大幕或开启,这有助于行业景气度持续回升。从目前来看,投入环保设施建设的合理经济规模在10万吨左右,10万吨以下产能都不具备竞争力,未来将面临整合或淘汰。因此,环保将对行业内产能无序扩张形成有效制约,相关龙头企业将受益。

牛仔网认为,在宏观经济延续向好的背景下,钛白粉行业的基本面将持续改善,需求提升以及由此带来的提价效应,将进一步促使行业进入景气周期。三季度旺季之后伴随着供需结构的改善,行业仍有提价空间,建议积极关注行业于二级市场,投资者可重点关注具备成长性的龙头上市公司。

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根稻草,股指随后创出今年以来新高。

股市此次走高,是一段时期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事。

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,或者盲目乐观,都会影响我们对市场的客观判断,这对投资是有害无益的。

住这次涨幅甚至创出新高,关键还是要看成交量的配合。如果这个位置量能缩减,说明市场追涨意愿将迅速下降,调整将随之到来。当然正常的调整是必需的,关键看后续是否能再度走强,到时候也要考察成交量的变化,一旦成交量出现缩减,市场很可能再度走弱。

未来市场趋势将是创业板的价值回归和主板市场炒作之间的相互博弈,创业板整体大调整已经开始,其调整的压力将极大地影响主板市场,并将拖累整个市场继续进入下跌通道,寻找到真正的价值底部。

因此,不能因为短期急涨就盲目冲进去抢筹,熊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看基本面依据。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另两个乘数: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。如果估值已低到了极限呢?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,1535×39=59865;其后回调到325点,跌1233点,历时18个月,18×1233=22194;22194÷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,你就可知道,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;3478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最低点是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,也就不可能阻挡地开始了。

(作者系上海金耕信息运营总监)