

多空论剑

# 根本逻辑未变 震荡不改“牛心”

本周市场处于震荡盘整之中,私募人士认为,前期估值回归行情告一段落,随着估值趋于平衡,市场分歧加剧和情绪波动在所难免,未来股指宽幅震荡将成常态,但支撑本轮行情的根基并没有发生变化。

□本报记者 黄淑慧

## 市场根本逻辑未变

**中国证券报:** 未来增量资金入市的节奏会否发生变化? 下阶段市场运行将呈现何种态势?

**李霖君:**2014年10月至今,市场行情经过三个月的快速演绎,加之决策层出台了一系列去杠杆的降温措施,增量资金进入市场的进程短期呈现放缓迹象。但中长期来看,增量资金驱动型的A股市场生态环境并未发生根本变化,未来增量资金仍将持续入市。

从居民大类资产配置的角度看,房地产、固定收益类信托或理财产品与股市之间的资产比价关系已经发生变化,大类资产配置转向股市的趋势已经形成,未来场外资金将继续进场。从改革预期角度来看,改革提速提高了投资者风险偏好,宽松政策排除了基本面恶化的风险。从资本市场国际化的角度看,沪港开通标志着A股国际化进程加速,2015年A股纳入MSCI值得期待。因此,市场长期上升逻辑并未破坏,短期的削弱性因素不会改变长期方向。并且,监管层近期一系列政策举措的目标主要还是防风险,希望维持一个相对繁荣的资本市场,并通过发展股权直接融资来支持实体经济。

**仇彦英:**从估值角度分析,经过2014年的上涨,A股估值已经站到历史均值之上,这意味着2015年股价的吸引力的确不如2014年。但2015年的上涨基础在于投资者心态已经从弱势低迷中恢复过来,在流动性支持下,估值水平有进一步提升空间。一旦经济进入景气回升周期,上市公司业绩就会出现超预期增速,从而为股市提升估值提供基础。

更为重要的是,我们将进入资本市场扩张时代,对于这一大命题的分析,有助于我们跳出对股市涨跌或者牛熊市的判断。中国正面临多方面的难题,即经济减速令通缩压力日益显现,产业结构调整、传统产业出清及由此带来的资产泡沫和债务问题。只有让资本市场快速扩张才能解决这些问题,化解这些问题后必然会有牛市。具体来讲,中国需要一

## 金牛操盘

星石投资总裁杨玲

## 最看好消费科技板块

□本报记者 殷鹏

星石投资的创始人出身公募,决定了其与新近崛起的私募相比更为稳健。如果把私募基金行业划分为不同类型,星石无疑是稳健派的代表,可以说是既想投资股市又担心风险的投资者所喜欢的类型。当越来越多的人开始关注股市投资后,星石投资如何看待2015年的市场?日前,星石投资总裁杨玲接受中国证券报记者专访时表示,2015年蓝筹大牛市行情将延续,最看好消费板块和科技板块。

杨玲表示,去年自主研发的“中国式绝对回报”方法显示周期板块景气度持续增强,消费板块也不错,由此果断加至满仓水平,自2014年11月20日至2015年1月16日取得了23%的收益(该公司旗下有30余只,采取全复制策略)。“我们说的满仓是指全部资金买入股票,仓位在九成以上。”

据她预测,2015年蓝筹大牛行情将延续,其基本逻辑包括三点:第一,改革深入推进,改革前景进一步明朗,宏观经济失速风险降低;第二,货币政策保持相对宽松是大概率事件,将为股市带来可观的新增资金;第三,大类资产配置持续向A股这个价值洼地转移。上述三个条件不会改变。对于股市资金面,杨玲判断,2015年A股市场资金将保持充裕,货币政策宽松和大类资产配置转移将为A股带来持续的资金流入,足够保证A股有充裕资金。

欧元区等外围市场推出新一轮“量宽”,她主要从两个方面关注其其对A股市场影响。首先,欧元区等外围市场“量宽”,相对坚挺的人民币和美元可能成为国际资金的避风港,国际资金的流入对A股市场构成利好;

个强大的资本市场平台,增加直接融资,降低社会总体资产负债率;通过资本市场可优化资源配置,促进新产业发展,促进产业结构调整,出清过剩产能。

## 宽幅波动成常态

**中国证券报:**近几个交易日人民币大幅贬值,连续逼近日内交易区间下限。人民币贬值会否对A股市场构成较大冲击?

**仇彦英:**本币处于强势状态,是一国股市走牛的基础,也可以理解为必要条件。2005年到2007年的A股牛市,很大程度上是人民币强势升值带来的热钱流入。人民币汇率的确可以视为一个重要的观察指标。这周人民币大幅贬值,一定程度上加大了对A股市场的压力,成为影响市场的一大扰动因素。虽然人民币的调整压力难以对股市上涨提供更多支持,但我们并不认为人民币进入贬值周期,维持年内区间双向波动的判断,只是双向波动幅度有所加大。

**李霖君:**在美元升值趋势确立的背景下,人民币兑其他主要货币一直以来都呈升值趋势,适度的人民币贬值对于改善中国的出口会有所帮助,A股市场可以找到对应的阶段性机会。对于A股市场的整体影响,我们认为会增加市场波动,但影响力度有限。一方面,中国没有完全开放外汇账户管理且有大量外汇储备,期间并不需要担心热钱大幅流出;另一方面,人民币贬值是阶段性现象,中期内人民币市值将保持稳定,长期升值趋势不变。随着近期人民币国际化进程不断加速,央行倾向于保证人民币作为国际货币的市值稳定性。

**中国证券报:** 与2014年相比,2015年市场的波动性是否显著加大?

**仇彦英:**从经济增长的角度看,2015年经济面临的问题是多方面的,经济增速回落压力比2014年大,通缩压力日益显现。换个角度看,这种通缩的压力让投资者产生了对货币宽松的预期,降息、降准成为2015年影响股市的主要因素。但对于经济的不稳定预期,会增加股市波动性。按照我国股市在牛市属性下的波动幅度或区间,2015年的振幅不会小于40%。整体而言,2015年存在较好的投资盈利机会,大幅震荡的可能性很高。

## 谈股论金

# 人民币有序波动不会挫伤A股

□晓旦

2014年5月7日,欧元兑美元汇率是1.39934,创出3年来新高。其后9个月,欧元步步走低,呈现持续下跌趋势。受上个月希腊议会选举结果影响,本周一,欧元兑美元一度跌至1.10966,创出11年新低。本世纪初,欧元曾经跌至低于和美元平价的水平,现在人们又开始谈论,欧元会否再次跌至与美元平价。

欧元持续走低的原因在于美国经济度过金融危机后已经全面复苏。经济数据表明,美国GDP经过2014年一季度因恶劣天气下降后,随后两个季度平均增速达到可观的4.8%;就业情况持续好转,最近六个月达到2000年以来最强劲增长水平;薪资水平也有所增长,最近的数据为2012年以来最佳,收入的增加促进了消费增长,1月美国核心消费额环比增幅高达0.7%,是10个月以来新高,显示出强劲的增长态势,消费成

其次,欧元区等外围市场采取“量宽”措施,进一步增加了中国央行降息、降准的可能性,这同样利好A股。

杨玲认为,房地产会否崩盘是今年最大的不确定性。“中国式绝对回报”方法将市场划分为周期、消费、科技和防御四大板块,借助这一方法得出的研究结果显示,目前最有可能爆发持续行情的板块是消费和科技板块。

据了解,星石投资2007年高点成立至今近8年时间最大回撤仅5.69%,2014年全年净值最大回撤控制2%之内。当变为满仓操作后,这样的回撤水平还能保持吗?如何控制满仓操作的风险?这是很多投资者的疑问。

杨玲表示,去年开始进入满仓操作阶段,一方面,判断市场已经完成牛熊转换,大牛市行情开启;另一方面,“中国式绝对回报”方法完成升级并投入实际运作,新方法下星石对满仓操作的风控控制颇有信心。以1月19日上证综指暴跌近8%、两市超过200只股票跌停的极端行情为例,星石当日满仓运作,净值仅下跌3%左右。

她进一步解释称,“中国式绝对回报”方法包括三个部分:板块选择、价值选股、绝对回报模型。通过板块选设和价值选股完成组合构建,通过绝对回报模型测算组合风险,根据测算结果决定是否对组合进行调整。这套方法经过多年的测试与实践,她认为满仓后风险依然可控。

按照星石投资的划分方法,食品饮料、医药等消费板块以及传媒、软件等科技板块是其看好的板块。在熊市周期中,星石产生的年化收益率为10%,未来牛市加上投研方法完成升级,杨玲认为星石的投资机会把握能力会进一步提升。

牛市与赚钱似乎是两个概念,最近怎么赚钱成为大家热议的话题,指数涨跌涨跌,赚钱却变得困难。一轮牛市一定有其主线思路,就像6000点那波牛市的主线是股改,本轮牛市的核心就是国企改革。

国企改革是个由点及面,星火燎原的过程,目前点点星光已经闪烁。国企改革的逻辑与控股股东——国资管理部门的利益有关。当前,各地政府卖地财政已经失效,适当减持一些国有股,同时不影响控股地位或者直接退出竞争性行业,不失为弥补财政的一个最快、最有效的办法。国企减持的脚步即将迈出,只不过就像当年民营企业一样,国有股不会在这么低的位置抛出,减持理所当然要卖个好价钱,所以国企股价上涨的动力是毋庸置疑的,在此过程中的套利机会是我们可以去把握的。



**李霖君:**2015年市场上行过程中的颠簸和起伏不可避免。一方面,外围经济较为动荡,国内宽松货币政策虽在预期之中,但降准、降息出台的时点难以把握;另一方面,杠杆型资金借助金融创新通道涌入股市,驱动2014年下半年指数快速上涨,在前期累积涨幅过大、监管层出台“去杠杆”政策降温的情况下,市场短期波动加大在预期之中。

## 看好增长明确行业

**中国证券报:** 现阶段重点看好哪些投资标的?

**仇彦英:**考虑到当前A股估值已得到明显修复,重点看好能够提供稳定增长预期的行业。制造业方面,看好具有持续稳健经营历史、具备长期发展空间的机械、电气设备、

家电、汽车等;消费服务业,看好银行、券商、保险、食品饮料、乳品、传媒、旅游等成长空间较大的行业。此外,看好医疗服务板块,健康和医疗等面对的是万亿元计的市场发展空间,优势企业将具有持续增长空间。

**李霖君:**看好保险板块,该行业业绩增长预期较为明确,投资端和负债端目前看均是正反馈,开门红的销售情况基本确定2015年寿险保费将延续2014年的较好增长趋势;2015年险资权益类资产配置比例提升,将推升2015年保险公司投资收益率趋势向好。在一轮牛市中,随着牛市行情的明确,保险公司逐渐增加股票配置比例,与市场上涨形成共振,从而体现出极强的业绩弹性。成长股中,看好TMT领域中偏软件的标的,同时看好互联网对传统行业的改造。

为推动美国经济最强劲动力。

与之对应的是欧洲经济处于低迷状态,高企的失业率等因素导致市场对经济增长缺乏信心,通胀持续走低。欧盟2014年12月CPI终值为-0.2%,是2009年以来又一次跌至零以下水平,欧元区CPI连续22个月低于欧洲央行设定的2%目标。2015年1月,欧洲央行推出了不设限额的量化宽松政策,向市场注入流动性,防止欧元区陷入通货紧缩的泥潭,促进区域内经济复苏。

欧元区的量化宽松政策,再加上市场对希腊大选的担忧,将欧元推下悬崖,美元指数升至95左右,与12年前水平相当。在可预见的将来,美元指数升至100或100以上水平并不是天方夜谭。

美元指数持续走强影响到人民币汇率变动,跟随非美货币的普跌,人民币也出现了明显的向下趋势。仅就过去一周来看,虽然期间也有反弹,但是人

## 投资感悟

# 国企改革是行情核心主线

□中秦

俗话说,猪养肥了才能杀,国企股也是一样,由于传统行业的衰退,目前国企上市公司市值普遍处于低位,因此,国企改革的第一步基本以注入高估值的资产为主,这些资产的共同点是体量大,估值有一定泡沫。比如之前已经完成公告的一些国企改革上市公司,注入的资产基本以当地国资数一数二的大型地产公司或者金融类资产为主,这些资产质量不错,有一定成长性,符合市场兴趣,值得给予高估值。但是长期看具有一定风险,将这些资产证券化,相当于既给国资带来了流动性,又化解了未来的不确定性风险,是一桩划算的买卖。因此,在这一步的重组和资产注入过程中,也是投资者赚取超额收益的阶段。

接下来的重点就是如何选取标的,我总结了几点,供大家参考。

区域选择很重要。国企改革要做大市值,优质资产是必须的,那么,股东拥有优质的国资资产是个必要条件。优质国资本系基本存在于经济发达地区,例如北上广、江浙沪、珠三角,还有一些拥有优质资产的中央集团公司也值得我们仔细研究。

大集团小公司。有些大型国企集团下面有一些非常小的上市公司,对于大体量资产来说,选取一家小型公司借壳或者注入资产,对于股价市值增长是显而易见的。这些小型上市公司重组剥离难度较小,如果这家小型公司的国有股东拥有较大体量的优质资产,就值得我们注意。

选择有多重题材共振的标的。国企改革的投资属于事件性投资,投资的期限很难确定,有时会等待很长时间,这时候,如果公司本身具有多重题材,那么至少在等待的过程中会比较愉快,比如上海的国企改革个股,大多数与迪士尼、自贸区有关,这些个股经常获得资金关注,股价抗风险能力强。此外,最近市场上有些国企改革个股因为与体育、足球、军工等题材沾边,涨幅较大,这就是多重题材叠加的优势。

## 投资非常道

# 当前选股基本思路 得天时占地利有人和

□金学伟

经过一段时间狂热后,市场出现分歧。分歧的要点在于,谨慎方认为A股估值优势已经丧失,进一步上升需要公司业绩支撑;乐观方认为场内外资金很多,至少还有5万亿元要入市。两者之间并无矛盾,区别只在牛市会一路前行,直到悬崖之巅,然后纵身跃下;还是会一站一站,翻山越岭般地前行。

在这多与空之间,我略偏向于空。因为从去年1月的1849点开始,这轮牛市已进行19个月。其中1849点到2270点历时3个月;1991点到现在是8个月,时间上构成2.66倍关系。同时,大盘依托2000点盘整的时间是6个月,突破盘局到本月也是6个月,突破后的上涨时间和盘整时间对等,构成1比1关系。

比较两可的是上涨目标:按底部整理区间的最低和最高收盘价计算,量度目标已经超过;按盘中的最高、最低价计算,尚有200点左右的空間。在这种情况下,大盘的波动会比较频繁、紊乱。

这是我前周在公司内部就大盘写的一段评论。至于个股和板块,我的基本观点是:新的一年会有新的投资机会。

如何寻找这种新的投资机会?我想通过\*ST天威,提供一个案例。

\*ST天威是我元旦期间找出来的,也是2015年买的第一只股票。由于所有股票都经过一轮大幅上涨,且大盘将面临剧烈动荡期,因此,我将尽可能“占有全面优势”作为选股基本思路,通过一个个模型筛选,比较,最终写出了如下几个要点。

1、增发成功,兵装集团成为控股股东,持有33.47%股份,和保定天威合并持股56.43%,这使得公司有了军工股题材。虽然军工概念已经退潮,但特高压放量、核电空档期结束,都有可能成为该股的市场驱动力。

2、目前总股本15.34亿股,但扣除两家持有8.65亿股后,实际流通股只有6.68亿股,自由流通市值45亿元(元旦时做的,所以是节前的数字)。大盘股,小市值,容易得人和,聚人气,好做。

3、基本面发生了重大转折,成为一只正常股票,其股价必定回归到正常轨道中。现在价格还在价值底线之下——这是我自己做的一个价格定位指标,由价值中线、价值峰线、价值底线组成,用来观察其股价所处的位置。该股传统的价值底线位置在7.50元,因连续两年巨亏,面临退市风险,所以股价一直在7.50元之下行走,成为全市场唯一还在价值底线之下的股票。

4、其股价最高年份的均价是28.38元,市盈率为60倍;盈利最高年份是2008年,该年均价是21.28元,市盈率26.27倍。2014年前三季度盈利0.213元,全年按0.284元算,乘上26.27倍为7.46元,有11%的估值空间;乘上60倍为16.8元,有150%的估值空间。平均计算为80%,目标价位12元。

5、换手率:虽然已经历过一波100%的涨幅,但其间最大日换手率只有3.01%,最高月换手率只有23.7%,投资者的持股稳定性良好,有足够的人和。

提供这个案例,把当初的分析结果原原本本写出来,不是为了推荐,而是告诉大家经历了2014年的疯狂后,我们基本的选股思路和选股方法。

首先,股价要“接地气”,也就是我经常讲的要充分考虑价格位置和持股地位。如果你持有的股票,从估值角度说,低于其历史上的平均水平;从价格角度说,低于其正常的走势轨道,那么,你的持股地位就相当有利。持股位置越低,预期盈利空间更大,超预期的概率越高,回本的余地越大,面对股价回调和调整时的心理抗压能力就越强。这一点,在熊市中常常会被投资者放在重要位置,但在牛市中常常会被忽略。

其次,要有估值和技术双空间。估值的空间最好来自现实业绩,而非臆测。一个真正好的投资标的应该是:按现有业绩衡量,具有估值空间;按发展趋势推测,还有增长潜力。如果一只股票以现有的价值衡量已说不出口,只能用“增长潜力”来说事时,这只股票其实已到了博傻阶段,不是交易高手的最好回避。而技术上的空间也是不能缺少的,许多价值投资的绩效不理想,很大部分原因就在忽视甚至完全忽视技术分析,需知连巴菲特都是个技术高手呢。有估值和技术双空间,且两个空间充分重合,所指目标一致,那么这个股票的胜算就很高了。

其三,股票要有人和、人和不是推荐的人多,也不是所有的投行、媒体、舆论都在说它的上涨逻辑如何强大,人和是通过换手率体现的。如果一只股票上涨100%以后,最高日换手率依然只有3%,说明这只股票大多数筹码已落入长线买家手里(另一只\*ST股票——\*ST南钢更甚,涨了100%后最高日换手率只有1.29%)。相反,一只股票哪怕人人都在说好,但其换手率却超高昂人,比如券商股去年12月的单月换手率平均达200%左右,其实也是只有人气,没有人和。

其四,要有市场驱动力,也就是让市场炒它的理由,这种理由必须是估值和技术之外的。估值低、成长性好,只是提供了一个基础。形态好、走势漂亮、指标已见底等,只能吸引部分技术操作者,且大多数是散户和短线客,都构不成市场驱动力。唯有能形成共识的概念和题材,或远超预期的利润增长,才能构成真正的市场驱动力。

得天时,占地利,有人和,这是经历了一波大行情后选股的基本思路。

截至本周,沪深保证金余额1.2万亿元,自去年12月第一周超过1.2万亿元后,已过去近2个月,期间指数上涨近400点。而净融资余额却创出新高,达到1.1万亿元。净融资余额和保证金余额之差已缩小到有史来的最低点。考虑到这1.1万亿元只是券商给予的常规融资,还有大量由券商做中介的个人对个人的配资,以及其他途径融资,目前沪深股市的融资盘已占流通市值的6%左右,如按16万亿元自由流通市值计算,应已超过10%。融资盘比例过大,成为沪深股市心腹大患,一旦趋势走过头拐,一轮新的暴跌型熊市将再次来临。由此,我们即可理解证监、银监、保监“三堂会审”查融资的良苦用心。不是我不再爱你,而是你太顽皮、太任性了。