

多言论剑

# 楼市新政难阻资金入股市 私募配置转向蓝筹股

近期市场上涨过快蕴藏一定的结构性风险。私募人士建议,若投资者本身不擅长在创业板中挖掘好股票,则不应该冒着风格漂移的风险去追逐。风格对冲是良好的实现手段:通过创业板获得超额收益,配置蓝筹价值股实现稳健增长。

本报记者 徐文擎

## 楼市新政抽血效应弱

中国证券报:本周楼市出台连环新政,短期会对股市产生抽血效应吗?

滕泰:楼市新政对于当前库存高企的房地产市场是一个利好,有利于中国房价软着陆。但从不同资产的风险收益关系看,过去十年十倍涨幅的房地产,在未来居民资产配置的结构中不会大幅增加,面对当前高风险、低收益的房价,投资者应该保持谨慎。根据万博大类资产配置定律,以及目前利率的变化趋势,在当前处于全面降准降息、从高利率到低利率的变化过程中,股票的持有收益将远远超过其他资产。

如果说过去10年投资房地产是居民财富增长的主要方式,那么未来股权与股票将是财富再分配的重要工具。房地产市场持续流入A股是大势所趋,节奏不会变慢。从短期数据来看,3月通过银证转账、融资融券以及公募基金等渠道流入股市的资金超1万亿元,各方资金流入股市的趋势不断强化。

黄建平:楼市连环新政主要是受到整体经济下滑影响,管理层出手拯救二三线城市的房地产业。但中长期来看,新政难以抑制行业下滑趋势,因为供需关系已经发生逆转。除一线城市外,其他城市房地产供大于求的现状将使整个房地产项目的投资收益率丧失吸引力,而一线城市楼市的投资性需求没有得到改善。在这种情况下,无风险利率处于下降趋势,股市的估值尤其是蓝筹股估值会继续上升,所以楼市新政分流股市资金的概率不大。

中国证券报:近期市场热点轮动明显,一带一路、互联网+、环保被提到的频率很高,有知名私募提到看好保险和银行这两大蓝筹聚集的板块,怎么看后市蓝筹和成长股的角逐?

滕泰:风格轮动是牛市的最大特征,熊市或者震荡市中风格切换一年都难以实现一次。牛市中大部分板块都有机会,只不过启动的次序不一样。短期内,万博兄弟会更多配置蓝筹、消费主题风格的资产,兼顾成长风格。

黄建平:目前我们的资金一半在港股,一半在A股,我们看重静态市盈率较低,但未来几年

确定性比较高的股票,比如以前的水电股才10倍左右市盈率;银行和涉足公用事业的企业,比如港股里有一些依靠收租的公司,便宜但收益稳定;同时,消费领域里10倍左右市盈率、未来确定会增长的公司,我们也很青睐。2014年,我们重仓了低市盈率的蓝筹股,以及部分成长股里的蓝筹,取得了80%以上的回报。我们不会过分看中市值、不贵、预期收益率会超过10%的股票我们都会买。

## 警惕结构性风险

中国证券报:近期市场上涨很快,4000点似乎指日可待,怎么看待其中的风险?

滕泰:牛市之中投资机会是普惠性的,风格轮动能够让投资者持续受益,但牛市之中不会没有风险。牛市有两大主要特点,同时有三大主要风险。

第一,宽幅波动。牛市中的调整幅度大、震荡剧烈,即使盘中调整也有数十点甚至上百点,即使在良性调整阶段也会出现百点以上的大跌。回首过往牛市行情,每次调整都是抄底的时机,但如果此时波段踏反,则带来交易上的风险。

第二,风格轮动。风格轮动带来机会,但同时蕴藏风险。牛市中市场的风格快速切换并带有不确定性,如果想要捕捉每一轮风格轮动的机会,容易造成风格踏错使投资效率下降。

第三,结构性风险。创业板和中小板阶段性涨升过快,会有阶段性和结构性的调整风险。整体而言,目前蓝筹股估值较低,中国股市处于牛市初期,谈系统性风险为时尚早。

黄建平:目前A股的结构化风险严重,特别是创业板现在90倍左右的市盈率,10倍左右的市净率,可以算是中国证券史上最大的泡沫之一,也可能是近几年主要市场最大的泡沫之一,甚至超过当年的纳斯达克、台湾股票市场。相对而言,目前主板一些股票很便宜,价值被低估,其实他们的长期收益率为10%以上,这类股票值得关注。另外,港股方面,有很多便宜的股票,港股整体相对于A股有折价,所以港股整体收益率未来会高于A股。

从整体上看,目前市场快速上攻,风险快速积累,比如两融余额迭创新高,中小板、创业板



万博兄弟资产管理公司  
董事长 滕泰

创业板和中小板涨升过快,会有阶段性和结构性的调整风险。整体而言,蓝筹股估值较低,中国股市处于牛市初期,谈系统性风险为时尚早。

上海利檀投资管理有限公司  
总经理 黄建平

群体性的情绪无法预测,股市其实就是人的情绪的投票结果。这种情况下,我宁愿不趟“浑水”,因为在创业板里面我找不到便宜的企业。



很多企业已经被炒得过高。但市场短期怎么走难以预测,不可知性太大,而且在牛市言顶的意义也不大。不过,作为机构投资者,在制定交易策略时,我们会随时考虑当市场走势和自己的判断相左时,我们需要采取怎样的方式回避过高的风险。

中国证券报:目前远离创业板的呼声较高,但创业板指却越走越高,所以机构认为可以先顺势而为。怎样看待“顺势而为”的时间节点问题?

滕泰:从对经济的影响上来看,创业板有一定的泡沫有利于大众创业、万众创新,但过快上涨会在回调时带来一定风险。提倡“顺势而为”的人肯定是有便宜的筹码,有着丰厚的收益作为安全垫,他们有顺势而为的成本;而目前仍没有参与创业板或者说获利较少的投资者则没有顺势而为的基础。即使在牛市中的投资也要讲

求安全边际,要在自己擅长的领域最大化地获得超额收益,如果创业板不是自己擅长的领域则不应该冒着风格漂移的风险去追逐。如果一定要说如何去防范创业板风险,风格对冲是良好的实现手段,通过创业板获得超额收益,配置蓝筹价值股实现稳健增长。

黄建平:创业板未来肯定会形成非常大的泡沫,但它对整个市场有什么影响,目前还不能判断。很多人提倡“顺势而为”,看成交量放大,也跟上去,但困难在于谁也不知道市场什么时候会出现转折点。比如2007年,沪指从4000点涨到6000点的过程中,有多少人是及时下车的,有多少人又是尝到甜头继续加仓然后被套七八年的人。人的情绪不可控,群体性的情绪更无法预测,股市其实就是人的情绪的投票结果。这种情况下,我宁愿不趟“浑水”,因为在创业板里面我一直找不到便宜的企业。

## 金牛操盘

# 金融股变革孕育投资机会

金百临咨询 秦洪

近期热钱主要围绕小市值股、新兴产业股进行布局。但是随着时间推移,变革正在赋予金融股等大市值品种新的做多能量,从而有望吸引增量资金涌入到金融股之中。

对于当前金融产业来说,面临着前所未有的变革。

一是存款保险制度的推出,意味着我国银行业经营格局将发生翻天覆地的变化。此前,储户存款是有国家信用担保的,所以储户不用担心银行倒闭。而监管部门为了储户利益,要求商业银行缴纳存款准备金。存款保险制度一旦生效,说明存款准备金率制度将面临变革,有可能会根据经济形势降低存款准备金率,从而提升银行资金使用效率。与此同时,存款保险制度的推出意味着利率市场化步伐在加快,从而带来银行业经营格局的变化。

二是我国经济体量迅速膨胀,成为全球第二大经济体,未来的经济体量有望进一步增长。这不仅仅是因为勤劳的国民,还因为经济体制改革的深入。但是金融产业的发展与经济体量的发展并不匹配,我国金融行业企业在国际金融行业中的地位是大而不强,缺乏强有力的竞争实力。对于一个处于持续成长的经济体来说,我国保险行业投资范围进一步拓展,可以投资境外资本市场,其中包括港股创业板,说明我国金融行业已全方位面向全球,从而打开金融企业的成长空间。

如此变革对于当前金融行业的参与者来说,是机会也是挑

## 谈股论金

# 股市仍有上升空间

晓旦

最新公布的经济数据没有人们预期得那么糟糕。此前公布的汇丰中国制造业PMI3月预览值为49.2%,令人们对3月官方PMI较为悲观。然而国家统计局公布的3月制造业PMI为50.1%,比上个月回升0.2个百分点,表明制造业重新回到扩张区间,预示着中国经济的调整或许见底。然而3月汇丰中国制造业PMI终值比预览值虽有小幅回升,至49.6%,但仍是3个月的低点。目前的宏观经济环境下,股市仍有上升空间。

最近两个月,两个PMI数据明显表现出波动的不一致性。就PMI的回升原因看,主要是受春节后企业集中开工因素影响,带动生产指数回升,成为推动PMI上行的力量;压制PMI回升的因素则是需求仍然疲弱。两个PMI中的新订单指数和新出口订单指数均小幅回落,

战。因为原先金融行业中的银行业,并无产品价格制定权,无论是贷款利率还是存款利率,监管部门已经确定。随着存款保险制度的推出和利率市场化的展开,银行业会面临较为惨烈的竞争。有数据显示,美国等发达国家在利率市场化之后,引发一批中小银行的倒闭潮。未来我国实施利率市场化,是否出现中小银行倒闭潮尚需观察。但是,利率市场化后,一大批缺乏进取心、缺乏市场化经营动力的银行、保险企业将面临严峻挑战。

当然,变革会改动金融行业的蛋糕,监管部门会对相关金融细分产业予以政策上的扶持,以壮大他们的身体机能,迎接挑战与考验。例如在前期关于银行业获得证券牌照,证券业将进一步放开资产管理制度等,这些信息不仅意味着金融行业变革在不断深入,同时意味着那些拥有敏锐的市场反应能力的金融企业有望成为变革、洗牌中的胜利者,这些胜利者将凭借自身强大的竞争优势,成为我国金融行业的强者,甚至会在全球金融行业竞争中获取较高的产业地位。就如同美国利率市场化之后,涌现出美林等诸多全球领先的金融企业翘楚一样。

当前A股市场的金融企业处于前所未有的变革中,未来的盈利能力、成长前景存在诸多变数。变数,并不是坏事,因为变中会淘汰弱势企业,催生更具生命力的高成长股,从而给A股市场带来投资机会。

建议投资者可从两个角度寻找金融强者:一是在过去竞争中已保持着市场领先地位的金融股,例如保险股中的中国平安、新华保险,银行股中的兴业银行、民生银行;二是积极利用现有制度、技术,有望实现弯道超车的金融股,例如在互联网金融、移动支付布局的平安银行、锦龙股份,积极利用资本市场壮大竞争实力的中信证券、华泰证券。

反映国内外市场需求偏弱,未来制造业仍存在下行压力。此外,PMI中的结构性分化也在继续,例如,钢铁行业的PMI3月为43.0%,比2月跌落2.1个百分点,连续11个月处在收缩区间,说明经济结构调整的影响仍在继续。从历史经验看,在经济的拐点附近,更多反映中小企业景气度的汇丰中国制造业PMI有更大的波动性,3月汇丰中国制造业PMI终值也较预览值向官方PMI有修正的趋势,预期未来月份制造业PMI仍会缓慢回升。

3月PMI的正面解读无疑对股市走势起到正面作用。人们疑惑,为什么经济下行,股市却大幅上行,PMI的触底表现给了人们预期经济面好转的底气。当然随着行情的持续,特别是创业板指数迭创新高,投资者在欢欣之余,心中难免犯嘀咕:股市是否会重蹈上证指数6124点的覆辙;盛极而衰,走回头路。

在股票市场上,提示风险在任何时

间都没有错,但是股票市场现在是否就会重蹈覆辙值得研究。或许人们可以抱怨市盈率高了,短期涨幅过快,这些都是股市回调的原因。但是深究起来,两者还是有诸多不同。

重要的一点是两者所处的经济周期阶段不同。在上一个股市顶峰时,中国经济处在经济增长周期的顶点——2007年中国经济增速达到14%以上,经济明显呈现过热景象,与此相对应的是,CPI涨幅为年率8%以上,PPi增幅达7%。在2007年至2008年,央行基本开始紧缩货币政策,存款基准利率和贷款基准利率处在上升周期中,存款准备金率也在上升。新增贷款则出现大幅下降。而现在的经济环境却与那时相反,经济仍处于在增长周期的底部,通货紧缩的阴影若隐若现,利率和存款准备金率运行在持续下降的轨道上,货币政策或许会进一步宽松。在这样的宏观经济环境下,断言股票市场已经走到顶点或许过于谨慎。

切换。根据以往经验,市场会在中小盘股狂欢到极致时来一次明显的板块轮换,避险资金大幅从小市值品种中退出,涌入稳健型的蓝筹品种,其中一些具有独特估值空间的蓝筹股将走出令人咂舌的牛市行情,涨幅不会输给小盘股。因此,防范小市值品种的短期下跌风险,实际上就是资金逐步买入绩优蓝筹股的一种内在动力。

笔者看好的品种包括银行、保险和券商等金融股板块。这是一个市盈率最低的板块,由于存在混业经营以及“互联网+”的改革预期,其估值有较大上升空间,最近某些著名私募大比例增持银行股说明这个思路的可行性。但是这些个股未来走势和空间是不一样的,比如券商、保险可能是根据A股行情的发展不断提高估值,银行股则会在混业经营、分拆上市等利好消息刺激下拓展估值空间,更具投资价值。同时,笔者看好大消费领域的低市盈率优质个股,包括医疗、保健品、汽车以及奢侈品等行业的优质公司。

## 投资非常道

# 3800点震荡有重要意义

金学伟

牛市走到这一步,持乐观态度的人越来越多,调门越来越高,看好的理由五花八门,粗看都有道理,实际上大多牵强附会。

其实,行情走到这一步,理由已不重要。世界股市200多年,沪深股市20多年,已一再证明:只要看涨,总会找到看涨的理由;只要看跌,也总会找到看跌的理由。而且趋势延续的时间越久越强,看涨或看跌的逻辑也越是强大。

我是一个喜欢在趋势开始之前和之初,讲一些高大上的理由,一旦趋势成为现实并被大多数人接受后,就变得鼠目寸光的人。因为只有这样,我们才能在最后的狂欢中避免安乐死。

就目前市场来说,可继续看好的唯一理由就是:新增开户数还在增加,股票保证金余额还在上升,动量指标再次创出新高,相当部分的股票还需补涨以完成其正常的价值回归,指数还没有涨到让人觉得意外的地步。这些才是牛市尚未结束的真正原因。

与此同时,市场的击鼓传花游戏也在逐渐进入高潮。截至本周四,沪深股市的流通市值40.17万亿元,与2月末的30.50万亿元相比,增长31.7%,其中位数大约在35万亿元。而整个3月沪深股市的日均成交额近1万亿元,也就是日均换手2.85%。如扣除非自由流通股,日均换手率已超过5%。这是什么概念?是平均每个月,自由流通股就换一次手,年换手率高达1200%。这样的换手率说明,市场热的是股票交易价值,而非它的持有及投资价值。或者说,在大多数参与者心中,绝大多数股票都已没有了长期持有并投资的价值,有的只有交易价值。

如此高换手率产生的另一结果是:按平均万分之五双向收取手续费和千分之一单向收取印花税计算,平均每天的“抽头费”就需20亿元,一年净流出5000亿元。有人说股市是一种零和游戏,这绝对是有问题的,因为股市本质上不是零和游戏,它有上市公司为我们创造价值,是一种正和游戏,最起码也是一种增长型的类零和游戏。但这样高的日均换手率确实实会让股市变成一种负和游戏。市场正在以一种自残、自杀的方式“狂欢”,这是我对近期市场的一个基本评价。

这样的评价应不会影响我们的具体操作,因为交易就是利用合理的策略抓住眼前机会的游戏,它和超越现实的评价是两码事。

就目前来说,我们的基本策略有两个。在仓位配置上,守住稳定的,追赶风骚的。也就是把绝大多数仓位放在稳定可靠的品种上,以20%到30%的仓位追随市场潮流,追打风头最健的股票。比如近期最大的风口是供应链金融,所有相关股票无一不牛,那20%到30%的重点就在这类股票上。

在风险管理上,基本仓位编制出持仓指数(在通达信软件上,编制这样的指数只需几分钟时间),进行指数化管理,只要指数的走势依然良好就不动。牛市中,烂屁股往往胜过聪明脑袋,追赶潮流的,完全按技术操作,错了就止损,并马上换股。本周二本以为金融股会整体向上突破,开盘后就追进金融B,但收盘证明错了,本周三开盘就止损,并迅速转进有供应链金融概念的五矿发展。如何评价追对还是追错?用威廉·欧奈尔的观点:一只真正会涨的股票,绝不会让你套牢5%;买进就涨,说明你有了50%的正确率。在强势股和超级牛股的投资上,没有人比威廉·欧奈尔的理解更深透。因此,对追风的股票,只要收盘价比最高价低5%以上,就迅速离场,绝不姑息,无欲而且无望。我把这套风险管理标准称为安全带,高空溜索很刺激,但须系好安全带。

从技术面看,本周市场的震荡不可避免,但具有重大意义。

首先,大盘在3406点到3049点之间整理10周,上下落差357点。这种类型的整理,我喜欢用1.11倍来把握它的第一量度目标,357x1.11=396,加上3406点,就是3802点。这是3800点震荡的技术依据和原因之一。

其次,去年6月熊市最低点是1849点,但该低点的收盘指数则是1950点。由于下影线和收盘点落差太大,因此我们取个平均值,就是1900点。按100%的上涨阻力位,也是3800点。

其三,2007年和2008年一牛一熊的长阳和长阴,其年均值分别是4642点和3002点,它们的中间值是3822点。大多数人会把聚焦点放在最高点和最低价上,其实对超长周期走势来说,最高点和最低点只具有心理上的意义,真正在影响并制约着价格波动的是具有重大转折意义的月线或年线的平均值。对沪深股市来说,真正具有标志性意义的大盘点位就是3000点与4600点,以及它们的中值3800点。

3个重要的量度目标都集中在3800点,再加上2008年熊市的第一个反弹高点——3786点,在这里出现震荡再正常不过,没有震荡,反而让我们恐惧。因为有制约,就有前途。有畏惧,就有潜力。最怕的是2007年,上证指数涨到6000点后,一位投行的投资总监居然跟我说他“觉得股市越涨越安全”。

世之奇伟,常在险远。股市越涨,风险越大,风光也更奇伟。当市场本身的能量不足以克服大成交易带来的阻力时,通过适当的缩量来获得新的上升动力,就是一种主要途径。因此当前股市最重要的是能通过回整,将成交量缩到一个相对正常的水平,使市场不至于一直用一种自残、自杀方式狂欢。至于1.5万亿元成交额将成为常态的说法,绝对是抽鸦片抽出了幻觉,想玩举刀割脉游戏了。

有人说这轮牛市将持续3年,我认为远远不够,3478点到1849点,熊市4年,牛市无论如何得有7年。但这没有意义,有意义的是在可预期时间内,大盘会涨到多高?重复我去年提到过一个点位:4400点。毕竟,就像我们上面说的,新增开户数还在增加,股票保证金余额还在上升,动量指标再次创出新高,还有相当股票需要补涨,指数也没有涨到让人意外的地步。