

多空论剑

# 静待调整到位 紧抓错杀品种

近日的大跌打破了投资者对市场“深V反弹”的期待。与公募基金高位坚守不同的是,部分私募基金在5月中旬就已主动降低了仓位,尤其是前期涨幅过高的明星品种,有的更早调换到防御性板块以躲避牛市急跌的风险。接受采访的私募基金经理认为,牛市基本格局未被打破。按照以往牛市经验,当幅度20%左右的调整到位后,上行空间还会打开。

□本报记者 徐文擎

## 大盘企稳尚待时日

**中国证券报:**目前这种宽幅震荡会持续多久?

杨玲:5月28日大跌是市场节奏变化的一个关键点,28日后A股开启震荡模式,6月18日市场再度大跌就是这种震荡模式的一个具体体现。市场近期波动加大主要原因是前一阶段涨得过快,无论是创业板还是大盘都在短时间内累计了较大涨幅。投资者在享受财富快速增值的同时,对可能的调整的担忧不断增强,这是造成近期震荡的根本原因。另外,短期资金面的不利因素是近日大跌的直接触发因素:有消息称央行没有对到期的MLF进行续作;临近年中季末,短期资金面季节性紧张;国泰君安等11新股集中申购,冻结资金量远超以往。

对于后市,货币宽松、大类资产配置转移资金涌入股市等条件没有改变,牛市向上的方向不会改变。但是市场风格可能会发生显著变化,前期涨幅滞后、业绩即将迎来反转的消费板块可能站上风口。大跌中纺织服装、农林牧渔等消费性行业跌幅相对较小,这在一定程度上印证了我们的判断。

随着市场担忧情绪逐步释放和资金面短期不利因素影响消退,A股阶段性震荡调整将结束。

**唐祝益:**本周多个交易日的下跌,基本让我确定了继续逐步减仓的思路。这轮震荡时间可能会持续长一些,资金降杠杆是震荡不休很重要的一个原因。进场的资金被压缩了一部分,流动性会变弱,只有等券商清理场外配资的工作完成得差不多,指数才会显露企稳迹象,但这会是一个比较慢的过程,因为中间会涉及一些利益纠纷需要慢慢解决,最快也要到6月底。

**中国证券报:**最近做哪些调整,回避短期风险?

杨玲:我们对仓位和持仓结构的调整,主要依据自主研发的中国式绝对回报方法的研究结果进行,牛市阶段主要依靠板块轮动来规避风险并获取收益。从一季度末开始,我们就逐步加仓估值更为合理、业绩即将反转的消费板块。正是凭借目前消费为主的持仓结构,我们基本成功规避了当前市场的剧烈震荡。

唐祝益:在“5·28”市场急挫6.5%的那波

调整中,已经将仓位降到五成左右,此后一直在密切关注资金量和成交量等关键指标,以支持后续决策。相信上行通道还会被打开,但目前需要密切观察市场演化、监管层态度,以及新股发行的速度、节奏和变化等。预计本轮调整幅度会在20%左右,这是中等级别调整的普遍指标。

目前,减仓重点集中在前期涨幅过大的个股中,没有重点行业,主要看相对的成本收益。留着的是基本面比较好的深度价值股,以及有绝对业绩支撑、对其发展有十足信心的优质成长股。仅靠事件推动的题材股,肯定早早就掉出了。

**中国证券报:**现阶段到了抄底“黄金坑”的时机吗?

杨玲:本轮牛市自启动以来,资金驱动特征十分明显。目前货币依然偏向宽松,大类资产配置转移进程仍在继续,资金快速涌入股市的态势没有变化,这一点从公募基金火爆的募集情况就可以看出。资金快速入市不变,市场向上的方向就不会变,但是随着股指走高,市场波动相比牛市初期将明显放大。短期是否出现“黄金坑”,要看市场具体情况。

**唐祝益:**现在调整显然还不到位,需要用一两周观察,视配资清理情况而定。建议投资者慎抢反弹。牛市中很多的亏损,是因为满仓位参与中等级别调整所致。

## 关注错杀品种

**中国证券报:**站在二季度末的末尾,三季度在仓位、品种上会否做调整?

杨玲:延续之前的思路,继续以消费板块为主的持仓结构。

**唐祝益:**在仓位上,要等到上证指数调整到4500点以下再考虑加仓。另外,就目前情况看,日内的小波段不好做,还是偏中长期的大波段操作。

在这轮普跌中被错杀的品种,在下一波“有分化的下跌”中将会有比较好的投资机会。例如真正有估值和业绩支撑的互联网龙头股票,以及在新一轮创新周期中能走出来的转型成长股票会存在捡漏的可能性。当系统风险释放到一定程度,肯定会给投资者带来一些价值类投资标的出现大幅折价的机会。三季度,我们主要还是以“互联网+”为投资主线。



星石投资首席策略分析师

杨玲

主要依靠板块轮动来规避风险并获取收益。从一季度末开始,就逐步加仓估值更为合理、业绩即将反转的消费板块。正是凭借目前消费为主的持仓结构,基本成功规避了当前市场的剧烈震荡。

## 上海长见投资总经理

唐祝益

震荡时间可能会持续得长一些,资金降杠杆是震荡不休的重要原因。进场资金被压缩了一部分,只有等券商清理场外配资的工作完成得差不多,才会显露企稳迹象,预计最快也得到6月底才能实现。



**中国证券报:**近期有公募提出将从概念题材转到相对价值投资,金融和国企改革主题被视为性价比比较好的品种。对此,怎么看?

杨玲:市场风格转换后,消费板块可能成为市场关注的热点。首先,消费板块自牛市启动以来整体滞涨,有强烈的补涨需求;其次,消费板块业绩有反转迹象。从近期市场来看,消费板块表现相对较好,表明其正在受到市场关注。

**唐祝益:**国企改革肯定是比较好的一条

投资主线,路径可能会有三种:第一,成立国有资本投资运营公司进行国企集团整体上市,以及外延式的收购,提高国企的资产证券化率;第二,建立混合所有制,引入现代管理制度,实行股权激励方式,提升企业效率;第三,在央企有垄断优势的“高帅富”领域进行强强合并。从中长期来看,创新主线会延续,但阶段性地、以一个合理的资金仓位做相对均衡配置部分国企改革标的会是相对明智的选择。

金牛操盘

## 谈股论金

# 股市调整还会延续

□晓旦

股市正在经受6月阵痛。虽然此前我们已经预期到在“五穷六绝七翻身”的6月,股市的日子不会那么好过,但是现时下股市的调整还是表现出一些与以往不同的特点。

特点之一是一些股票持续下跌,比较典型的是6月初,恢复上市的中国中车,只是在恢复上市头一天有过明显上涨,而后的交易就一直在持续下跌。每一次略有反弹,就被更大的卖压压制。特点之二是许多股票的价格大幅跳升或跳跌,一日涨停接续的就是跌停。股市在调整中呈现这种状态,除股票的估值水平外,一个重要的原因是股市的杠杆率达到了一个极限水平。

据统计,现在股票市场的融资融券规模约在2.2万亿元;同时,社会配资规模大致在1万亿元至1.5万亿元。融资融券的配比一般在1:1至1:2之间,而社

会配资的配比一般在1:4至1:9之间。这股涌进股市的钱流借势在股市中闯荡,股市的向上趋势又使得杠杆资金的盈利放大,即使是新手,也觉得在股市上赚太容易。这就更加激起了热钱的涌入。

不过,当股票市场中,杠杆率达到一定限度后,谨慎的情绪出现就会引发市场回调。股票市场价格的上涨,让杠杆投资者大赚一笔,这会激发更加乐观的情绪,而下跌也很容易加剧杠杆投资者的恐惧情绪,当他们争相解除头寸时,市场便会出现连续下跌。对于杠杆投资者来说,如果他们被套牢,对股市的信心就可能受到严重打击,许多人会赔钱,这是一个新入市者应该上的一课。从这个角度看,股市的调整在未来几周还会继续。在调整中,市场杠杆率会降至一个较为合理的水平,并且以长期资金作为融资主体,市场才会稳定下来,并酝酿再一次回升。

再看看股市的经济环境,已经公布的5月宏观经济数据显示,工业增速已经出现回稳,但固定资产增速仍未企稳,制造业处在去库存、去产能和去杠杆化过程中。我曾与一些企业主交谈,企业现在的利润基本上被不断下降的PPI所吞噬,企业只是在维持,以不失去市场份额。在这种情况下,企业没有增加资本开支的动力。工业领域下行的压力较大,未来投资企稳有赖于基建加码。

5月CPI涨幅年内首次出现回落,且连续9个月维持在1%附近。5月CPI同比上涨1.2%,较4月回落0.3个百分点。加上PPI同比继续负增长,都为政策进一步宽松提供了空间。随着政策对经济支撑力度加大,以及消费的增长表现较为稳定,制造业有望缓慢复苏,经济有望在未来几个月出现反弹。经济增长的反弹有利于股票市场寻回支撑,股市仍有机会上升。

经济黯淡中透着曙光,股市繁荣中掩盖着风险。

多空论剑

## 投资感悟

# 国企改革红利是重要盈利点

□中秦

在A股史上最大一波新股发行周期里,上证指数出现连续大幅调整,很多股票短期跌幅超过30%。对于当前的调整,并不能看作是整个牛市的终结。

新股发行提速之后,大盘升至高位后,股票的供求关系开始发生了微妙变化,新股赚钱效应带来了巨量的套利资金。同时,A股在5000点附近随着估值的升高和获利盘的累积,兑现压力逐日加大,投资者买入的欲望降低,这就很容易造成短期供给失衡。虽然我们一直说牛市发新股影响不大,但是,随着发行节奏的加快和发行绝对数量的增加,影响开始越来越明显。

大盘新股的发行数量和节奏的加大,对市场的短期交易产生了影响。最近新股发行出现的最大不同就是巨大市值的新股开始发行,从东方证券到

中国核电,再到这次的国泰君安,这些超大市值个股的发行预示着未来新股不仅仅是那些小盘股的供给,主板市场的供给也会增加。由于目前新股采用市值配售,因此,我们可以发现,在大市值新股申购的前几天,投资者会因为需要市值而去买入股票,反而让市场保持强势,在申购日需要大量的资金去申购,于是大幅卖出之前的市

场进行套利,导致市场短期出现急跌。这个规律在未来的操作中需要引起重视,以免在这个阶段中出现错误的追涨杀跌。次新股板块的迅速增加造成这个板块的供给迅速增大,短期失衡导致次新股下跌。之前笔者提示了次新股的风险,那些被投机资金炒高的次新股短期集聚了巨大的获利回吐压力,最近两周该风险出现集中释放,很多前期上市的次新股接近腰斩。随着新股发行的加速,每个月可能都有50家以上的次新股产生,市场哪有那

投资非常道

## 投资不是逞英雄

□金学伟

本周市场经历了惊魂一刻,让我们充分领略了股市威力。一些平时笑话、牛话、大话不断的微信群里闻风丧胆。投资,也许在这一刻,才真正恢复了它的严肃性。

表面看,这次暴跌和两融新规有关,很多文章都是把罪魁祸首的指向两融新规。

但我们听到的关于市场言论,90%以上都是谎言(如果没记错,这应该是拉瑞·威廉姆斯说的)。最新公布的两融征求意见稿与原先传出的内部征求意见稿相比,并没有更严厉,反倒变得宽松一点,用分析师们喜欢的话说,好于预期,顶多算是中性。因此,本周的暴跌不能从外部寻找原因,只能从市场本身来找。

摘几条6月9日在公司内部QQ群发的数据分析。

从最原始的23点,根据上证指数首日100点的加权平均股价推算的1989年11月17日最低点起,上证指数的几轮大牛市都有N+4特征。即,不管前面的波动节奏如何,最后一波都由4条月阳线组成:23点至1558点,最后一波386点至1558点,4条阳线;512点至1510点,最后一波855点至1510点,4条阳线;1047点至2245点,最后一波1893点至2245点,4条阳线;998点至6124点,最后一波3404点至6124点,4条阳线。前面时间是N,最后一波是4, N+4,几乎构成上证指数的不变模式。

上述统计我采用的是单形标准:见低点的那条月K线如果是阳线,但高点没有超出上一条K线的高点,就计为0;超出上一条K线高点,就计为1。分形标准和时间零点是我们计算时间周期的两个重要概念。由于今年2月3049点后第一条月线并未超出上一条高点,因此,从3049点到本月,阳线条数也是4条。我不知道它是N+4中的4,还是N中的一部分,但预先采取一些措施是必须的。

不考虑分形问题,也不考虑总的时间和期间波动,仅计算从行情起始点到最高点的阳线总数,几波大牛市的阳线总数是:512点至1510点,11条;1047点至2245点,17条;998点至6124点,在扣除两条无意义的几乎是一字型的低位阳线后,总数22条,但在18条时出现了4335点即“5·30”大跳水。

本次牛市,几乎所有人都从去年7月开始算起。严格意义上,那只是起跳点,而非起始点。在基本面异常复杂情况下,牛市第1浪和第2浪通常都只是不起眼的底部盘整形态。从2013年6月1849点到2014年3月1974点,就是这样的牛市1浪和2浪。由于本次牛市的基本面复杂程度要远超以往任何一波——还记得,当老金说“当估值和基本面打架时,最后胜出的一定是估值,而非基本面”,以及去年8月第一周写《牛市不可阻挡》时,人们的普遍态度和观点吗?那是因为当时的基本面状况确实很差,以致人们根本看不出牛市已经开始,熊市已经结束,一轮“衰退繁荣”的牛市已在眼前的缘故。所以,即便去年3月探底1974点,2浪调整结束后,市场也横盘近4个月,才终于按捺不住。

当我们把起点放到1849点后,就会看到:本轮牛市到本月为止,其实已有18条阳线。我无法确定本轮牛市的结果,就像确定了1849点大底部和牛市开始后,无法确定是美国式的慢牛,还是依旧中国式的快牛。但股市和人一样,是有性格的,很多遗传基因很难因一些条件的变化而变化。在所有关于市场的谎言中,这次真的不同”是最大的谎言。由于过去3波大牛市,一波是17条阳线结束,一波是18条阳线出现大震荡,因此,在累积的阳线总数达到18条后,采取一些预防措施是必须的,因为投资不是逞英雄、比豪气的游戏,也不是预测未来的游戏,而是利用合理策略,抓住眼前机会,也包含规避眼前风险的游戏。

上述两个数据都与牛市是否结束或可能结束的判断无关,而只是和交易策略有关。但下面这个分析却和本轮牛市的结束有关。在《牛市终极和阶段目标》中,我们通过对第1组超级5浪——23点到6124点的解构,把本轮牛市的终极目标放在1万点。但相同的解构还可看到:在这组超级5浪中,第1浪的高点1558点并没有在第3浪中一次冲过,而是在1510点,停留了很长时间,直到3浪之5才完成突破。由此产生的一个分形推理是:6124点也不会一次超过,本轮牛市很可能在6124点之前告一段落,进入长时间整理,因此,超越6124点暂时不在我们考虑范围之内。

技术层面上,本次回调的依据其实很多。最简单的就是以3478点为颈线,与1664点比照,量度目标在5292点;与1849点比照,量度目标在5107点,两者的均值是5200点。因此,本周的回调具有很强的技术性和可测性。根据我20多年研究股市的经验,这样的回调一般都不是真正的牛市之顶,因为真正的牛市之顶从来都是“孤证式”的,即只有一种方法能测算到、能证明它,其他的旁证甚少。

虽然本周的回调不是牛市的终结,但相应的风险已经显现,而且力度颇大,留给投资者的教训也非常深刻。就像上面说的,投资不是逞英雄、比豪气的游戏,而是用良好的策略抓住机会,规避风险的游戏。策略永远比分析预测更重要,而最好的策略莫过选股。大多数投资人越到行情后期,选股的标准越低,持股的品种因此越乱。而一个真正好的投资习惯应该是越到行情后期,选股的标准越严格,持股的品种越集中,至于仓位比例倒在其次,因为严格的选股能让你的股票比大多数股票更经得起下跌,或者更晚下跌,一旦风险降临,你就有充足时间来思考,来应对了。