

多空论剑

三季度机会是跌出来的

私募认为，虽然牛市大逻辑没有被打破，但短期由于强平配资以及央行宽松货币政策出台的预期降低，市场情绪正在经历这波牛市以来最低迷时刻。他们预计，三季度将以震荡为主，但震荡之后会出现强者恒强的局面。

□本报记者 徐文擎

本期嘉宾：上海积阳投资管理有限公司董事总经理王成，北京大君智萌投资管理有限公司董事长吕长顺

历史总是惊人相似

中国证券报：短期继续看跌吗？本周前两个交易日反抽有加仓动作吗？

王成：本周后半周的下跌是由于降杠杆、清理场外配资带来的。从目前和同行交流的情况及市场情况来看，投资者情绪低迷，所以在本周前两日的反抽中我没有加仓。从盘面上看，这波调整幅度大、反弹弱，但国企改革和消费板块受影响较小，而前期涨幅已达五六倍的互联网+、PPP等相关主题或概念的个股受影响最大，有些个股一周内下跌近50%。私募因为可以做套保和对冲，降杠杆会相对从容一些。公募因为目前主要还是单边做多策略，仓位降得比较慢。

虽然短期悲观，但牛市大逻辑还在。短期内的急跌可以让投资者重新认识降杠杆带来的冲击，影响力可能超出预期。

吕长顺：历史不会简单重复，但历史总是惊人相似。本次股市的调整有些类似2009年沪指见到3478点的下跌。两者技术指标相似程度很高。第一，之前都经历了超过一年以上的熊市。毫无疑问，2008年出现了长达1年多的金融危机，沪指暴跌67%；而创业板则是从1230点

跌到585点，时间长达两年多，跌幅50%。第二，股市出现疯狂拉升阶段，然后突然下跌。2009年7月之前沪指也是气势如虹，与今年初到前两周创业板的走势极其类似。

如果现在与2009年的3478点类似，则有两点很重要。第一，从下跌幅度来看，3478点的回撤超过了50%的黄金分割位，而目前创业板下跌还不到38%的位置，所以短期仍然有可能继续调整。第二，2009年小盘股的见顶实际是在2009年底或者2010年初，很多小盘股在跟随大盘暴跌之后，不仅创出了历史新高而且还翻了几倍。由于私募基金以成长型价值投资为主，所以不会特别在意短期的市场涨跌，相信持有股票年底还会继续创新高。所以既不加仓，也不减仓。

中国证券报：怎么看待4500点的震荡，与5000点的震荡性质一样吗？

王成：5000点跌下来的时候，可能是大盘调10%，创业板调20%，今年以来涨幅高的个股调30%至50%，杀伤力比较大；4500点的时候，可能是大盘调10%，成长类股票也调10%左右，尤其是前期涨幅很高的互联网品种，下跌空间应该比较有限，或者更精确地说，相对大盘的跌幅没有之前那么大。

吕长顺：5000点的震荡主要是市场过度疯狂的震荡，所以大家看到每天振幅可能达到几百点。4500点的震荡属于下跌过程中，一些融资盘反复割肉止损导致的。所以经常出现下午一点以后个股直奔涨停而去，就是一些融资盘

在不断止损。

中国证券报：普通投资者如何避免短期震荡，又不至于被洗出局？

王成：如果能做套保的尽量做，不能做的要谨慎控制仓位或者及时减仓。目前点位市场如果要再上去，更多需要依靠政策。

吕长顺：股市里没有100%完美的投资策略。一般而言，下跌中最好的投资策略是持有少量股票和尽可能多的现金。上涨途中则反过来，尽可能持股。目前股市已经结束了单边上漲行情，所以最好是持有一半以上现金，这样不至于在下跌过程中过于恐慌。

聪明人不在乎账面亏损

中国证券报：三季度投资策略上会否做调整？

王成：前期强势品种回调之后，会在其中找一些有业绩支撑的优质股票介入并持有。毕竟有些品种回调30%至50%，继续下跌的幅度有限，相信后续还是能走出来。目前我们的仓位相对高一点，这和我们挑选的品种有关，不同品种的节奏是不一样的。那些传统行业中有着庞大用户量、强势营销渠道、产品质量过关、业绩有支撑，又有很强转型动力的企业，值得长期持有。

吕长顺：毫无疑问单边上漲行情已经过去，三季度市场将以震荡为主，预计三季度市场机会是跌出来的。

三季度会出现抄底机会。投资人必须长期

关注企业价值，让自己远离市场情绪。投资要能忍得住下跌时的亏损，不斤斤计较。真正聪明的投资人不会在乎表面上的吃亏，他们看重的是企业价值。对自己持有的股票有信心，才能忍受亏损。如果过度在意短期涨跌，就一定承受轮回之苦。

中国证券报：最近国企改革概念股似乎成了股市震荡中的“避风港”，如何看待其未来前景？

王成：国企改革在政策扶持以及短期市场热点匮乏的情况下，应该会成为新的炒作热点，但不太具备长期上涨的持续性。国企通过并购或者体制改革将企业利润释放出来的幅度可能不会太大，且相关领域成长性也不太强，以制造业居多。但作为一个短期主题，投资者可以参与炒作。

吕长顺：国企改革的确存在很多机会，特别是去年的南北车合并上涨了10倍，给了市场示范效应，很多人都在寻找下一个南北车的暴利机会。不过，由于不同国企的行业之间差异很大，下一个机会其实很难找到。而且国企因为牵涉到不同公司的利益，因此改革进程并不会非常快。因为改革都是选择最容易合并的，然后会越来越难，所以实际上这样的机会在减少。同时，国企改革的题材已经炒了很久，投资价值在降低，所以虽然国企改革机会仍在，但是前景并不乐观，可能一年也就整合一两家大型央企，能把握的投资机会不多。

■ 投资非常道

为什么我说牛市没结束

□金学伟

股票市场有两件事比较无聊。一是笼而统之地讲牛市、熊市，二是不顾客观实际地讲逻辑。

先说牛和熊。当你在说牛市或熊市时，请问有没有一个量化标准？如果没有，那么你说的牛市和他说的牛市可能根本就不是一回事，因为牛熊乃是通俗说法、形象比喻，不同人站在不同角度会有不同标准，不同的人也会有不同的牛市想像和要求。

在西方股市，人们对牛、熊的一般判断是时间与幅度二取一：或是涨跌超过25%，或是时间超过1年。如以这样的标准衡量，沪指在过去20多年里，大约经历了近50次牛熊循环，其中绝大多数时间都很短暂。

显然，这样的标准不符合中国股市实际。中国股市因投机性强，波动幅度大，熊市中的一个中级反弹或牛市中的一个次级回档，往往都会超过25%。因此，对中国股市，我们需要新标准。我曾讲过一个观点：沪深股市的每一波反弹都不会达到40%，一旦达到，就会引发大量场外资金入市，使行情性质发生变化。因此，1849点之后，我一直提请关注2600点，因为40%的涨幅，是沪深股市牛市确认的最终标志。

以这样的标准衡量，过去20多年总共出现过7轮牛市、6轮熊市。其中1994年的1052点调整，时间、幅度都达到熊市标准；1997年的1510点调整，虽然幅度没有达到，但时间长达2年，也是一轮熊市。

用斯波朗迪的“趋势寿命”概念统计过去的6轮牛市，我们可看到386点——1558点；时间3个月，幅度3.03倍；325点——1052点；时间2个月，幅度2.23倍；512点——1510点；时间16个月，幅度1.95倍；1047点——2245点；时间25个月，幅度1.14倍；998点——6124点；时间28个月，幅度5.13倍；1664点——3478点；时间10个月，幅度1.09倍。

6轮牛市的平均涨幅是2.43倍，但去除极端的5.13倍后，其余5轮牛市的平均涨幅为1.89倍。平均时间为14个月，但去掉3个月、2个月这两个极端的数字后，剩余4轮牛市的平均时间为19.75个月。以此观之，本轮牛市从1849点开始，涨幅已接近平均涨幅，时间已超过平均时间。从趋势寿命角度说，趋势延续的概率已不到50%。

再精确一点，这6轮牛市，上涨时间达28个月的只有1个，概率为1/6，即16.66%；达25个月的，概率为2/6，即33.33%。涨幅达到1.95倍，概率为50%。由于从1849点到5178点，时间已达24个月，幅度已达1.8倍，因此，行情延续的时间概率为33%，幅度概率为50%，平均小于50%。“趋势寿命”无法告诉我们何时、何价趋势会结束，但它可以告诉我们重点应该赌哪个？在买进信号与卖出信号之间，重点关注哪方面的信号？

牛熊判断的另一个标准来自波浪理论。当一组月线级别的上升5浪完成后，出现月线级别的调整就是熊市，反之则可能仍在牛市中。比如，1052点到512点、1510点到1047点，虽然都出现了月线级别的调整，且调整的时间、幅度达到熊市标准，但用波浪理论看，都只是牛市5浪中的大级别调整。以此考察过去20多年沪深股市的走势，真正的熊市只有3次：1558点——325点；2245点——998点；6124点——1664点——3478点——1849点。其中1558点是第1大浪顶，2245点是第3大浪顶，6124点是第5大浪顶。而6124点——1664点——3478点——1849点是一组平衡型的ABC调整。因此，1849点乃是一组新的超级上升浪的第1浪起点，在月线级别的上升5浪没完成前，我们都可以把它视为牛市中的一个较高级别的调整。

我不知道别人说牛市还没结束是什么意思，我上期讲的“回调不是牛市终结”，表达的就是这个意思：幅度上，不会超过40%；形态上，只是1849点以来第2次月线级别的调整。

除了无谓的牛熊之辨，还有一个就是不顾客观实际地讲逻辑。本次回调，所有的机构都告诉我们：牛市逻辑没变。我对此的评价是：所谓逻辑，就是当熊市深入人心后一个劲儿看空，碰了鼻子还不拐弯；当牛市行进到半山腰后，开始一个劲儿看多，碰得鼻青脸肿也不回头。逻辑，其实就是线性思维，和股市这个混沌系统格格不入。逻辑，就是场景预设，先验地规定哪些因素起决定作用，哪些不是，与大数据思维格格不入。

少时学桥牌，观摩大哥、大姐、叔叔阿姨们的实战，有时莫名其妙，明明一个简单打法就能获胜的，偏偏被曲里拐弯地打输了。老师说，这其实是一种非常高级的思维：众多小概率的组合胜过单一的高胜率打法，哪怕所有小概率加起来胜率只有38%，也超过单一打法的50%的胜率。这其实现是现今大数据思维的精髓——无数个看起来无碍大局、互不相关或相关性不是很强的因素或现象叠加，胜过简单的因果逻辑。

投资是滚雪球。资金量大，无法全进全出的，可像巴菲特那样，长线结合——许多人以为巴菲特只做长线，这是最大误解。以品种数量而言，巴菲特的平均持股周期并不比一般基金经理长，只是他有个别股票的持股周期特别长而已。而一般投资者，哪怕资金超过1个亿，也完全可用中短期相结合的办法来滚雪球。

要滚好雪球，有两点非常重要。一是不要指一把逮住个大牛股，并从头骑到尾，这在大牛市中也许是有益的，但在寻常市道中常常是有害的，绝大多数以骑大牛股为目的的投资者，平均收益并不尽如人意，原因就在为骑大牛或大黑马，他们承担了太多风险。

还有一个是控制回撤。小的方面是每一次牛市回调都让自己的回撤幅度控制在大盘平均幅度之内；大的方面是当一轮牛市结束后，能保住牛市的一半涨幅。举例说，本轮牛市从1849点开始，涨到5178点，涨幅1.8倍。如果你的盈利已超过90%，并能保住这90%，就肯定是一个赢家。因为在过去22年中，每一轮牛市都能赚到并保住指数涨幅的一半，你的累计投资回报就是200倍。

国学蕴含周期模型 高手精准预判A股

□本报记者 张怡

自去年以来，A股市场掀起了一轮强势上涨行情，指数在短短一年内实现翻倍，创业板指更是一路上扬创造了神话。尽管牛市中民间股神层出不穷，但精准预测者少之又少；而近期行情的大幅调整，更是将不少股民打回原形。实际上，市场普涨时赚钱并不稀奇，可贵的是准确预判大势的同时，对市场的每一次波动都能做出精准判断并顺利躲过。这个被诸多圈内人士称奇、做到对指数精准预判的就是大家基金管理有限公司董事长齐世军。

实践是检验真理的唯一标准。这位证券从业者兼经济周期理论研究者将我国传统哲学瑰宝与经济周期理论有机结合起来，创出了独特的时空叠加周期理论和数学模型，实现了对股市乃至经济的精准预判。怀着对这种模型的好奇，中国证券报记者采访了齐世军，并了解到他独创的时空叠加周期理论。

如期调整 建议逢高减仓

翻看他的微信朋友圈，除了诸多精美的配诗词的摄影作品展示外，近半年来，他对股市每次调整和后续走势精确到天的准确判断让人不禁赞叹称奇。尤其是5月底对6月调整行情的准确预判，更是帮助不少人成功“逃顶”保住了收益。

5月25日，齐世军在朋友圈中写到：“6月是发生反转的时间，6月20日和21日可能性较大。6月和7月利空性会持续发酵，形成牛市中较为明显的调整态势。市场格局也会发生调整。”而后有朋友提醒他6月20日是周六，在6月8日，齐世军针对朋友的疑问进一步修正自己的判断：“6月多空双方的争夺是激烈的，从6月12日开始，空头会强一点，指数有望突破5100点，有5124和5152等利空性指数点位可能出现拐点。从6月12日到6月26日，沪指在多空双方争夺中，在空大于多的概率中运行。期指可选择6月15日做空。整体上可以观望为主。6月26

日，做空的机会凸显。”

诚然，6月初一鼓作气冲上5000点之后，掀起了本轮行情启动以来最大幅度的中级调整。此次行情让不少股民损失惨重，而如若能够在6月中旬全身而退，不失为最为明智的行为。而今对于身处调整中的股民，齐世军5月25日和在6月8日两次精准预判，以及“逢高减仓”的劝诫，现在看来十分重要。

预判行情 朋友圈有乾坤

实际上，早在2014年12月15日，齐世军就发布朋友圈表示：“沪指可以看到2015年1月19日左右……假设沪指出现3140点至3200点内，会产生顶部反转，向下调整。”当时圈内好友将信将疑。而后的行情演绎，大家都知道了，今年1月19日沪指大幅跳空低开近200点，单日跌幅达到7.7%，创下此前6年半最大单日跌幅。随后，沪指陷入短期调整之中，直到2月9日才重拾升势。

随后在今年元旦期间1月2日，齐世军发出了对上半年A股市场的精准预言：“乙未年金融类行业向上看好，传导至地产建设、金属类等行业。有1月、4月、6月三个阻力期。”敏感期到来前，在4月8日齐世军再度预警了4月的阻力行情，截图显示，与朋友聊天时明确指出：“4月高位日期会发生在8日、15日和21日，指数3900点以上不到4000点之间为阻力带。期货可伺机做小幅空头。”他在4月9日还对6月的调整做出了精准预言，“6月阻力可能导致较为明显的顶部特征。”并强调“4月之阻构成头部，而6月不同。”随后在4月19日面对指数的新高和多方的疑问，坚定地维持原先判断，“4月调整一定会发生，但只是调整，不是牛市结束，不是头部……当4月的调整完成后，会迎来新一轮上涨。”

而今回顾市场，上述预测可谓精准至极。4月1日至4月27日沪指系稳步上扬态势，其间仅出现四次下跌。随后，沪指尽管新高不断，但在冲上4500点之后迎来了连

续多日的较大幅度调整，至5月7日回到4100点附近。而后指数果然重拾升势，经历了5月28日的单日大调整之后迅速反弹，并最高在6月12日触及了5178.19点的近7年新高。

挖掘国学精髓 注时间于生命

齐世军今年五十有余，但可谓是中国证券市场上经历最为丰富的“老人”。其早年当过作家进过作协出版过小说，而后通过君安证券进入投资界，此后一发不可收，开始创业研究投资，与资本市场结下不解之缘。不过，三十多年来不变的是他对国学的反复深入研读。而今这个经历了中国证券市场潮起潮落的老证券人早已经超脱于市场之外，但坚持十余年进行国学与经济周期理论的研究。正是中国哲学文化瑰宝，奠定了他当前时空叠加周期理论的坚实基础。

“我写股指周期，并非要指导谁投资，我想和朋友们一起验证我的时空叠加周期理论的有效性，也想宣传中国古学的伟大之处。我的理论受三部著作启发，分别是《道德经》、《黄帝内经》和《周易》。”他说“时间序列”是所有周期理论必须具备的客观元素。目前所有周期理论的“时间序列”都是一种记录功能。中华文明中，时间就是空间，时空分有而同一，为物质。并认为《道德经》中的“非常道”就是解决随机问题的“非常规”。齐世军正是给时间序列注入了这一因素，注入了中华文化的精髓，他的时空叠加周期理论才如此不同，才如此精准。

在记者看来，这种如同电脑二进制般独特的数字符号确实难懂，不过在排列、划线等一系列计算之后得到了诸多事物周期的算法得到了实践检验。尽管他特别说明：“作为一种计算，不可能百分之百准确，可能会因为计算错误发生误判。”但此前多次精准的预判确实证实了国学精髓值得我们当代人深挖与应用。齐世军说，“我们的宇宙，看似随机，实则有序。”也许正是这种混沌简朴的哲学蕴含着推动中国前进的极大能量。

在今日回顾市场，上述预测可谓精准至极。4月1日至4月27日沪指系稳步上扬态势，其间仅出现四次下跌。随后，沪指尽管新高不断，但在冲上4500点之后迎来了连

倍多。在股票市场上，上涨过度就是最大的利空。在过去的上涨中，股市没有经过一次像样的调整，现在股市需要一个调整时期。

其二，过去一段时间内，推动股市上涨的宏观因素是对货币宽松、再宽松的不断预期。现在，随着经济增长企稳，货币政策或许会出现一个观察期，对货币进一步宽松的预期会有所削减，这也会改变股市波动的逻辑。

其三，筹资活动热烈。股市的火热增加了新股上市热度。新股上市步伐明显加快，更多的新股上市增加了股市供给压力。

股市进入调整阶段，股市上升和下降的逻辑会逐步改变。从推动股市上涨的动力预期来看，会由政策的宽松预期，逐步转变为经济好转预期、行业发展预期。中国经济仍然处在结构调整过程中，股票市场走势在经过一段调整过程后，会由全面上涨转化为结构性上涨。

股票市场会变为结构市

□晓旦

经济面的好消息是，最新公布的6月汇丰中国制造业PMI预览值为49.6%，好于人们的普遍预期。尽管这个数据仍然处在收缩区间，但是数据却创出3个月来的新高。其中，新订单指数的预览值更是冲破了荣枯线，升至50.3%的水准，为4个月以来的首次扩张。此前我们预期，经济黯淡中透着曙光，股市繁荣中掩盖着风险。现在看来，显示经济企稳的信号有所增强。

对于股市的短期走势，禹在军认为主板有望继续上行，而创业板将进入较长的休整期。原因在于创业板的权重板块信息科技股今年以来涨幅偏大，需要较长时间休整。主板则受信息科技股短期调整的影响较小，有望在各板块轮番推动下继续上行。建议投资者关注军工板块：首先，大国崛起需要相应的军事实力，这是军工行业的战略价值所在；其次，军工行业科技含量高、产业链长，可拉动经济增长，有望成为未来的主导产业之一；最后，国防改革、军工国企改革、军民融合国家战略等，将推动军工行业持续快速发展。

对于股市来说，前期推动其上涨的动力，主要来自于经济前景黯淡而引发的对宽松经济环境的预期。而现在经济前景好转，或许会使人们对宽松经济环境的预期发生微妙改变。

现在股市走势面临着这样几方面压力。

其一，市场涨幅过大的压力。股市在经历了11个月的上涨后，指数已经上涨两