

多空论剑

跌势扭转 分化将至

救市组合拳强势出击后，周四A股终现久违的“翻红潮”。私募人士认为，大盘单边下跌的趋势已扭转。未来市场的流动性是关键因素，如果流动性持续充裕，将对投资者重拾信心产生重要作用。反弹初期将是普涨局面，而普涨过后，个股分化将大概率上演。

□本报记者 徐文擎

企稳迹象显露

中国证券报：市场真正企稳了吗？

李敬祖：7月9日是对市场流动性的第一个考察阶段，当天有约60%的流通市值在交易，加上整体上涨的趋势有利市场企稳，目前已经印证了市场企稳迹象显露、流动性充裕的基本假设。随着复牌公司数量的增多，市场会重新进入到一个流动性平衡的状态，反弹的斜率和速度会更平稳一些，企稳的特征会更加明显。总的来说，7月9日是市场企稳的转折点，大票小票集体翻红是非常好的信号。

马文亚：还没有企稳。因为这次从5000点下来跌幅太大，这不是周期的问题，而是幅度的问题，假设大部分股票跌20%至30%，那么是一轮非常健康、自然的市场回调，但三周以来很多股票跌去70%，这是比较罕见的情形，偏离正常情况下对下跌的理解。大家的信心还没有完全回升，有些亏太多的人可能在等反彈的高点出来，所以如果连着三个涨停板，可能有很多深套的人就会有卖出的需求。整体而言，对后市比较谨慎，只有广大普通投资者信心回稳、交投持续活跃，有买有卖，市场才算得上稳定。

中国证券报：现在可以买哪类股票？

李敬祖：连续数天几近跌停的暴跌，以及强力的救市政策，无论是给技术分析投资者，还是价值理论投资者，都提供了一次比较好的机会。暴跌之后大部分股票估值合理，这是我们从中长期来看乐于见到的。从价值角度出发，估值可能是未来一年最低的点位，在这个位置买入一些低估价值股，持续的超额收益空间会非常可观。另外，还有消费类的价值股，盈利和流动性都不错，值得关注。

投资者可以选择成长属性良好、创新改革方向明确、上半年财务报表比较突出、股价弹性比较大的公司。经过这轮调整，这类股票的估值下降得很厉害，其中有一些绩优的股票值得重配。

马文亚：不建议普通投资者现在抄底，如果有钱的话，提倡现金为王。目前还属于大涨大跌阶段，只有等股市逐渐恢复平稳，场外围观的资金愿意进来长期持有，而并非由投机

心态主导，股市的长期上涨空间才会打开。7月8日，我建议大家抄底，因为千只股票跌停，股指期货空单也受到限制，大家众志成城与空头抗战，后一日的上涨是大势所趋。7月9日全线涨停，已经达到一部分目的。大幅上涨后，尤其是如果持续三日大幅上涨后，未来可能重回宽幅震荡格局。周四的時点是最好的抄底时点，但这之后要非常谨慎。

流动性是关键因素

中国证券报：目前流动性充裕的状况会持续吗？

李敬祖：前段时间，市场下跌的特征是暴跌加踩踏，流动性突然变得十分紧张，但目前来看，流动性恢复到中性水平，这时没有过多必要担心下一个阶段流动性是否足够，因为从A股近几年的交易量以及这轮牛市的特征来看，至少印证了一个特点，即只要市场存在稳定而持续的赚钱效应，流动性是不用过度担忧的。

之前从5000点开始下跌是由涨幅、价格、杠杆等多重问题叠加在一起引起的踩踏。但暴跌不会成为常态化，未来企稳之后，市场恢复流动性，交易恢复价格发现机制，就会回到二级市场之前的平衡状态，阴跌存在一定概率，但从目前的点位中枢来看，目前应该是处于一个季度中最低的点位，新低点很难见到，7月9日底部对应的成交量，也是非常强烈的企稳信号。

马文亚：只要不是若干天连跌，想买的人和想卖的人都有非常充分的判断时间，市场流动性就会好起来。如果市场连续下跌，围观的资金就不会贸然进场。不过，比较明确的一点是，如果大盘出现流动性危机，政府一定会再出政策，不会让资本市场丧失流动性。

中国证券报：分化行情会否很快到来？

李敬祖：反弹的前期不会有太大分化，但反弹后期个股分化的特点会比较显著。具体来看，没有业绩支撑、仅依靠讲故事的公司肯定抵挡不了泡沫破灭的冲击；但在中国经济转型的周期下，有独特商业模式和不错业绩的上市公司股价能够在这轮创出新高。

传统的价值蓝筹会出现一定分化，例如周期股。这轮周期股的投资逻辑明显是右侧的，所以当阶段高点越来越明显之时，这类股



万博兄弟资产管理公司
首席策略分析师
李敬祖

随着复牌公司数量增多，市场会重新进入流动性平衡状态，反弹的斜率和速度会平稳一些，企稳的特征会更加明显。7月9日是市场企稳的转折点，大票小票集体翻红是个乐观信号。

北京天算科技有限公司
合伙人、董事长
马文亚

大家信心还没有完全回升，如果连着三个涨停板，可能深套的投资者就会有卖股想法。对后市比较谨慎，只有广大普通投资者信心回稳、交投持续活跃，有买有卖，市场才能算得上稳定。



票的估值才会明显有所提升。目前比较看好两端，一是金融服务端，二是消费型价值股，后者有着充足的现金流，值得关注。

马文亚：指数稳住以后，分化行情会很快到来。散户拿的票，必须要考虑到基本面和业绩的支撑问题。

中国证券报：杠杆资金会否卷土重来？

李敬祖：经过这轮对杠杆资金的清理之后，后续可能会有成文的条款或者有体系的监管制度出台，这需要一定时间。从大的趋势来看，杠杆资金会进入到合理监管的范畴之

内。另外，从行业的发展趋势以及杠杆的交易结构来看，杠杆资金还是有自身发展需求的空间，并且不小。刚刚经历的几周，会令配资平台和配资客的风险意识增强，毕竟这种高杠杆、无风险的组合，会给资本市场自身的运营带来巨大风险。

马文亚：市场有需求，这类业务可能还会发展。但是目前从配资公司人士了解的情况来看，他们当下比较悲观，上一轮杀配资的劲儿还没有完全缓过来。很多配资客户前期被强平后，亏得很严重。

金牛操盘

牛市基本逻辑未变

□本报记者 殷鹏

本周，沪深股指大幅震荡，北京盈泰财富云CEO杨勇在接受中国证券报记者专访时坚定地表示，牛市基本逻辑未变，那就是一个繁荣的资本市场有助于完成中国经济转型重任；现在市场已被情绪左右，预测哪里是“市场底”并无意义，确定的一点是目前点位至4500点存在唾手可得的赚钱机会，可以大胆买入蓝筹股。

“市场的底部区间应该就在3600点附近，具体数值很难判断。股市跌过头，下半年我们坚信市场会实现价值回归。基本逻辑很简单：中国需要一个健康、旺盛的资本市场，通过这里可以实现资本向优秀的民营企业的聚集，由此实现经济转型的重任。”杨勇说，管理层不遗余力，短时间内连续发布多项利好，投资者应该领会其中深意——这不是为救那些不理智地、买入数百倍市盈率的投资者，而是中国经济转型离不开资本市场。

股市存在一些泡沫不是坏事，优秀的企业理应享受高估值。中国居民大类资产配置的方向不会改变，即由房产向股权类资产转移，资本市场的牛市刚刚起步。

“虽然我们现在听到很多投资者说，此次一旦解套就不再踏入股市，但是投资者都是健忘的，行情好转后自然就会回来，只是大家入市的方式会逐渐发生改变，即借助专业投资机构的入市比例将提高，由此改变我国股市目前以散户为主的格局，高净值人群的私募基金管理市场空间巨大。”

此外，投资者在选择基金产品时应该学会组合投资的思维。”

杨勇认为，连续暴跌的效果要比持续阴跌的效果好，投资者要坚信资本市场的暴风雨终将过去。

在诸多托市利好当中，暂停IPO对一些私募机构来说是一把双刃剑。北京盈泰财富云刚刚募集成功的一只“打新”基金不得不向投资者清退。这类基金如果进行了结构化设计，仅靠现金管理无法覆盖需向优先级支付的成本。IPO何时再次开启难以预料，清退成为很多“打新”基金目前共同的做法。“不过，现在是最坏的时候，也是最好的时候，很多股票已经再次显现出投资价值。”他说。

杨勇在财富管理圈摸爬滚打数十年，对市场的敏感度超过多数人。2014年10月，北京盈泰财富云推出主投大盘蓝筹股的私募产品；2015年1月，推出主投中小创的私募产品；2015年5月，推出市场中性策略对冲基金。这些产品都踏准了节奏，占领风口。他认为，现在投资者应该珍视大盘蓝筹股的投资机会，尤其是金融股估值很便宜。此外，中小创成长股将出现分化，那些“故事大王”将走向末路，而创蓝筹有望东山再起。他表示，绝大多数投资者的思维都是慢半拍的，这才会出现越跌越恐慌，而不敢有人出手抄底，“别人恐惧我贪婪”这句话知易行难。

市场功能在前期非理性的抛售下有

谈股论金

A股行情将进入区间波动阶段

□晓旦

过去一周，市场剧烈波动，为中国股市有史以来所见。如果从世界角度来看，如果除去涨跌停板限制，也可以与1987年10月19日华尔街琼斯指数一日大跌超过20%的幅度相类比。

过去若干周里，我们已经隐约感到股市的风险，在文章中提示繁荣中掩盖着风险，我们也预期到股市的调整可能开始。

然而，我们预料到了故事的开始，却没有预料到故事惊心动魄的过程。盖因为，我们从未经历过这样的“杠杆之牛”以及演变而来的“杠杆之熊”。

金融衍生产品是这次中国股市大跌的原因。金融衍生产品的推出往往是出于提高市场活跃性、增加中介机构收入多样性、为投资者提供多种投资渠道以及套期保值等理由。为防止金融衍生品失控，人们往往制订了若干限制性条件，以防范市场风险。金融衍生品有时像温顺的

羔羊，但是一不留神发起威风来，又有难以驾驭的破坏性。

中国金融市场上，20年前的“3·27”国债期货事件算一次，这轮的市场剧烈波动又算一次。即使像美国这样金融市场有百年历史的国家，次贷这类金融衍生品也给国家乃至世界经济带来巨大危害。

我们对金融衍生品的制度设计仍需

要加以改进。

不过，到目前看来，股市危机还在可控范围内。在股市流动性危机发生后，政府采取了一系列救市措施。这些措施已经开始显现作用，股市流动性危机得到有效缓解，没有使得股市的流动性危机在金融系统中发生连锁反应。在金融系统中没有发生挤兑、公司破产。当前银行、证券公司、基金公司稳健经营，银行的资产负债表并没有因为股市下跌出现明显的坏账抬升，证券公司、基金公司也没有发生严重违约状况。

另外，实体经济的发展没有明显受到

股市波动的打击，人民币汇率的波动也在正常波动范围内。这次股市风波为我们提了一个醒，当前人民币汇率非自由兑换，在这次股市的大幅波动中起到安全垫作用。资本的流动在严格管制下，使得大规模做空人民币比较困难，有效防止了股市和汇市同时大幅波动，避免了危机扩散。对人民币国际化怎么走，也让人们有了新思考。

再看看最新公布的经济数据。6月CPI同比增长1.4%。尽管这已经是CPI连续10个月处于“1时代”，但是比预期略高，也高于5月的1.2%，这是好消息。不好的消息是PPI数据仍然在下滑，比5月扩大0.2个百分点，说明工业品市场需求仍然疲弱，而且近来国际大宗商品期货价格大幅下跌，使得PPI的跌势看不到尽头。在经济仍然疲弱、金融政策仍然宽松的条件下，股票市场在经历了一次大的调整后，投资者的市场情绪会变得谨慎，预期市场表现为区间波动。

投资感悟

市场功能恢复后机会在哪里

□中泰

在经历了惊魂一周以后，投资者情绪尚未彻底恢复，面对再次活跃的股市以及对短期巨大回撤的恐惧，接下来该怎么制定投资策略呢？

本次暴跌是一次“互联网+的熊市”，特点就是熊市下跌的判断和恐慌情绪的传播是以互联网的速度进行的。一夜之间，几乎所有的多头变成了空头，大家比的就是卖出速度，从而造成严重踩踏，这也是中国股市历史上绝无仅有的一次。那么，“互联网+熊市”的结束会怎样呢？从后半周的情况看，熊市的结束或许也是一次迅速的过程，信心的传播也是以互联网的速度在扩散，一夜之间，大家又都想买股票了，造成买到股票的局面。所以，大家不妨乐观地估计一下，这轮快熊来得快，去得也快，投资者在互联网的扩散下迅速集体转多，市场功能将迅速恢复。

市场功能的恢复是必然的，那么在市

场功能快速恢复时，有哪些机会？我们注意到，像上海莱士这样的不受任何影响的个股还是存在的，这说明好的东西市场还是会认可的，投资者还是会敢于买入的，所以第一步，投资者会去抢质地优异的但是跌幅较大的个股，特别是前阶段刚刚启动的消费类、

医药类蓝筹股，成为长线资金补仓的首选目标。

有实质性资产整合的公司。有不少资产重组和整合的公司在停牌半年或者更长时间后在这个阶段复牌，利好尚未释放就遭受恐慌盘打击，连最起码的补涨都没有完成就开始暴跌，这个时候买入抄底的风险不大，他们会成为机构做多的主要标的。

国资系大股东定增价被跌破的个股。这类个股有比较充分的安全边际，国资大股东有较大动力维护股价，会出台一系列稳定和提振股价的政策，这也是一类不错的狙击目标。

中报高送转个股。高送转是国内市场永恒的主题，最近一些推出高送转的个股跌幅巨大，安全边际较高，可以寻找质地好的标的适当参与。

总之，市场功能将迅速恢复，我们要做的就是快速从悲观绝望中走出来，寻找好的投资机会，快速参与到市场中去。这些机会总结成一句话，就是“超跌+质优+高送转+破净破增”。

投资非常道

牛市，还有可能吗

□金学伟

周三收盘前，我在朋友圈里发了一个帖子：“镁一又如何”。讲到市场底是由少量先知先觉者和大量赌徒共同构成的。说这次老金要做一次赌徒。笨想观战的，但看到这么多战友被敌方炮火压得抬不起头，就做一次志愿者吧”。在简单讲了几条理由后，引用了一首高邮民歌词——妹子长得漂漂的，心里有点跳跳的。以此调节气氛，调动大家的抄底情绪。

天遂人愿，周四的市场终于反弹，而且反弹力度前所未有。至于反弹高度，老金还没推敲，因为势未出，预测也只是黄金分割之类的，无意义。只是从经验推断，4430点到4570点有望成为本轮反弹的目

标区，理由是过犹不及。一个重要的、足以导致趋势告一段落甚至终结的目标价被大幅超越后，再重新跌回到这个价格下面，那么这个目标价就等于没到过，还要再去一次，以验证该价位的有效性，这就是价格运动中的过犹不及——超过了，等于没到过。而4430点和4570点，分别是2444点至1849点的3.34倍，2478点至1849点的3.34倍，所以它有望成为本次反弹的目标指向。

我知道，很多人已摩拳擦掌，场外配资电话又被打爆，即便是最稳健投资者，也认为目前市场已处于最好时段。因此，把周四的上涨界定反弹，会让很多人失望，甚至又会被骂一次白痴。但有两个事实我们应可看到。

一是从5178点到本周的3373点，分时走势上是一组清晰的下跌推动浪，尤其是中证主力合约，特别清晰典型，因此形态上，它应归结为调整A浪——说到A浪，我希望别望文生义地想起波浪理论的C浪是最具杀伤力的一个浪”，世上根本没这回事。对本次调整的形态，我有过界定：由于2270点到1974点是一组先平坦型后逆势型调整，因此，本次调整最大可能走的是一组“V型+平坦型”。在一个高投机市场中，A浪通常是落荒而逃作鸟兽散，而C浪通常是挤牙膏，所以，深A+浅C是常见的事。尽信书，不如无书。

二是本轮下跌的头部是周长阴+月长阴。很多年前，有一只股票从最高价下跌，当头的日长阴、周长阴、月长阴，我评述说这是一种长期头部标志，这只股票至少10年内不会创新高。因为越是不合理、越是虚的价格，见顶后脱离头部的速度越快。当然，这一次的大盘情况有点特殊，但周长阴+月长阴的严重性依然不可小觑，取中庸一点的态度，先界定为反弹是比较合适的。

我常在群里和大家聊一些与投资有关的事，有时是直接的，有时是间接的。这次大变故让很多人吃够了因果逻辑的苦头，因此近期关于因果逻辑和如何面对混沌市场的话题讲得比较多。

我们首先要明白，我们面对的是一个混沌市场，根本无法用简单的因果逻辑来把握。很多所谓的因果、逻辑，一半来自场景预设，天生地从理论出发，以为存在某因时，比如会出现某果，反之则不会。比如去年四季度前，甚至是年底前，很多人不相信熊市已结束，牛市已开始。原因就在于人们天然地把股市当作国民经济的拖油瓶，认为只有宏观经济好，股市才会好。还有一半来自两个先后出现的现象。比如公鸡打鸣，天亮了，在远古人看，这绝对是因果。别笑古人，若人视今，犹如今之视昔”，很多振振有词的因果、逻辑，其实并不比这高明多少。

在一个混沌世界里，诸多的因素可以导致同一个果，同一个因可以导致不同的果。我们很难在事先断定，此因究竟会导致何果，或者说哪一个因会起主要作用。否则，有很多重大变故，我们应该在事先就能把握，不必等事后再去寻找，再去解释。遗憾的是，许多坚硬无比的逻辑，都是事后完满解释的产物。因为本质上是一种分析动物，寻求完满解答，是人类不息的追求。

那么，在一个混沌市场里，我们该如何做因果推断？有三个哲学观念可帮助我们。一是毛泽东的抓主要矛盾和矛盾的主要方面，二是尽可能从本质的、永恒的规律着手，三是寻求必要性与可能性的契合。何为必然性？这个问题我问过很多人，还没遇到一个能准确回答的。既是必要的，又是可能的，就会成为必然的”，这是1972年在徽州读高中时老师就教给我们的一个哲学思想，看来应试教育下，人的知识结构和思维结构”是有缺陷的。

拿这波牛市来说，宏观经济的下行压力越来越大，传统三驾马车的驱动力基本已无指望，这是当时的主要矛盾。投资人研究宏观经济时一定要知道，宏观经济怎样以及会怎样并不重要，重要的是政府会出什么招？有什么牌可以打？从这个角度把股市放进去，我们就会知道，股市已成为最重要的一张牌。用牛市来驱动经济，这在世界股票史上不是第一次，当年美国，后来英国都做过，中国也一样会做一次。

抓住了主要矛盾，知道了启动股市的必要性后，剩下的就是可能性。股市有没有被利用和走牛的可能性？答案是显而易见的。从1849点到行情爆发这一年间，我写的所有文章，无论是宏观经济、形态与周期、估值与供求，其实都是围绕这必要性和可能性展开的。

但是，到5000点后，主要矛盾其实已发生了变化，过快的上涨使股市已远远走到宏观经济战略所的前面，用我的话，等真需要股市出力时，大家早已一哄而散，留下一地鸡毛，让政府来收拾。对慢牛的呼吁反映的正是这样一种思考。与此同时，场内外融资总量大幅飙升，已远远超过股票保证金总额，换言之，巨额的流通市值竟然大部分是靠借贷支撑的。1999年和2000年，我们曾启动股市，促进内需，但到后来，促进内需的目的尚未达到，股市风险已十分巨大。本次调整和当时异曲同工，有它的必要性，至于可能性则不用说，巨量融资本身就是一个连环炸。

维持股市的健康稳定发展这一方针不会变。中国经济需要一轮牛市的支持，这个必要性依然存在。但立马走牛尤其是快牛，这个可能性有吗？至少老金看不出来。除非由政府出钱，把所有退出的融资额加倍返还给股市，让它