

多空论剑

# 多方力量积蓄 市场已回正轨

本周市场指数逐步走稳,个股方面呈现明显的结构化行情。私募人士指出,目前市场已回归正轨,跌无可跌。一旦市场企稳,闲置的机构资金随时准备进场,产生赚钱效应后,一般投资者的资金也会随之进场。

□本报记者 黄莹丽

## 市场回归正轨

中国证券报:人民币汇率变动给A股带来哪些影响?

蒋国云:8月11日,人民币中间价出现了接近2%幅度的贬值,突然而至的人民币贬值引发全球资本市场震荡。不过,瀚信资产认为人民币贬值不会改变A股结构性牛市,人民币贬值是对中国经济的利好。

人民币贬值是暂时的,在短期内调整已基本结束。人民币市值取决于中国经济的发展趋势,未来中国经济保持持续性增长是大概率事件,所以在长期人民币是升值的。

黄道林:人民币贬值给A股的影响应当是正面的,其内在原因是此次贬值是央行主动贬值,是快速一次性贬值,是为了提振国内企业走出去的竞争力,同时防止热钱流出,应当是为“一带一路”保驾护航。虽然对人民币资产会有些负面作用,但对实体经济正面作用是明显的。反映到A股上,对产能充裕的中国制造企业而言,应当产生估值提升的空间。本次贬值主要原因包括:一是热钱撤离过快,二是国内实体经济压力大,三是人民币一直盯着美元,相对其他经济体币种明显高估。

中国证券报:从过去数周市场运行情况看,市场是否已回归正轨?

蒋国云:从A股的投资人结构上看,主要是持有人民币的国内投资者,对汇率的敏感性有限。另一部分QFII属于长期投资者,更关注经济在长期的表现,短期内不会有大量抛售行为。所以从这个层面上看,人民币的贬值影响有限。

汇率贬值有助于改变A股估值过高的情形。对于有出口业务的上市公司,有助于提升其基本面的表现。在拉动经济的三驾马车中,投资和需求的成长空间已相对有限,对出口的刺激不失为拉动经济基本面的良策。

黄道林:7月市场出现罕见调整,从当前技术形态、基本面和市场情绪来看,市场应当已经回归正轨,再次发生极端情况的概率不大。技术形态上,月线级别保持良好形态,8月已修复了7月的大部分跌幅,周线连续两周收阳,日线横盘震荡筑底接近尾声。政策

层面做空的力量被限制,政策利好不断,市场情绪从恐慌中恢复过来,国企改革概念炒作赚钱效应极大地激发了市场人气,改革慢牛正在形成。

## 慢牛行情启动

中国证券报:后续市场会怎样运行?蒋国云:对于三季度行情,我们持有较为乐观的态度。

目前投资者的持仓普遍较低,特别是阳光私募的持仓大概在20%左右,公募基金的仓位也在最低持仓线附近,跌无可跌。一旦市场企稳,闲置的机构资金随时准备进场,产生赚钱效应后,投资人的资金也会随之进场。

前期的A股下跌已经是市场能出现的最糟糕的情形。本次人民币汇率调整并没有引起股市下跌,说明阶段性的利空已经释放完毕。政策层面鼓励做多,限制做空。这次探底,指数并没有创出新高,进一步说明股市下跌空间有限。

黄道林:未来会是一个改革慢牛市场,5178点和6124点都会突破。如果说去年下半年和今年上半年是杠杆疯牛,那么6月和7月的大跌宣告杠杆疯牛已死。以后的市场就是改革慢牛的市场。结合国家的改革大计,此轮改革慢牛会延续相当一段时间。

中国证券报:若回归慢牛行情,主要看好哪些板块或主题?

蒋国云:中长期看,当市场趋于稳定后,个股表现将进入分化阶段,迎来结构性上涨,纯概念性的炒作会得到修正。真正优秀、健康的公司,会在市场上脱颖而出。届时,只有选股能力极为突出的管理人才可获得超额收益,而大部分管理人或投资者的收益将趋于平庸。在投资方向上,我们看好国企改革类企业和业绩较为确定的领域,例如新能源汽车。

黄道林:接下来的行情定性为改革慢牛行情,主要看好的板块必然与改革相关,包括央企改革和地方国企改革,也包括转型,而转型当然是以高科技为代表的新经济,特别是互联网经济。

未来龙头产生于国企改革的成功企业和引领社会变革的互联网经济,国企改革的看点在于大企业、小公司的重整,国企优质资产



证券化的提高一定会提高上市公司估值。试想,一个价值1000亿元的央企,相关上市公司只有几十亿元市值,这种提升空间非常有诱惑力,这也是目前央企改革炒作的逻辑之一,市场会不断挖掘未来龙头。此外,互联网经济正在改革我们的生活方式,这类个股充当未来行情龙头是理所当然的事。

中国证券报:投资者在仓位控制、选股方面应注意哪些问题?

黄道林:仓位控制对中小投资者没有什么意义,看好的标的满仓持有就是,前提是不

要加杠杆,这次去杠杆就是一次血的教训。现在想来,如果你没有杠杆,这轮大跌对很多有想像空间的个股而言,只是坐了一次过山车而已。对机构投资者来说,因为有回撤这个考核指标,有的私募产品有平仓线,仓位控制非常重要,我的建议是最好结合自己的投资风格和风险偏好进行调整。

就当前的行情特点,选股上可以构建一个组合:国企改革配三分之一,中报高送转配三分之一,新兴产业配三分之一。结合行情波动,动态调整。

## 谈股论金

# 人民币不会趋势性贬值

□晓旦

过去几天,央行接连下调人民币汇率中间价,此举让投资者感到恐慌。国际资本市场出现连续向下调整,亦有亚洲国家跟随采取货币贬值措施,这会不会是又一次亚洲货币贬值风潮并蔓延全球呢?使得欧美的通缩周期恶化,再一次进入全球通缩的“冰河纪”呢?

对于以上的恐慌,虽然事出有因,但是大可不必担心。这是因为,虽然近日人民币出现了明显贬值,但是支持人民币强势的基本因素并没有改变,人民币估值在经过一个修正过程后,仍然会保持稳定。

支持人民币稳定的因素三方面。

第一,中国的进出口贸易仍存在巨大顺差。今年前7个月,我国进出口总值虽然出现下降,但是对主要贸易伙伴,对美国、东盟出口是增长的。前7个月,对美国的贸易顺差为8704.8亿

元人民币,扩大了18.6%;对东盟的贸易顺差是3133.8亿元人民币,扩大63.5%。对欧盟、日本出口前7个月出现下滑,但是对欧盟仍然出现了贸易顺差,前7个月的贸易顺差是4607亿元人民币;只是对日本的贸易出现了345.8亿元人民币的逆差。前7个月我国贸易顺差出现了较大幅度上升。

第二,我国仍保持巨额外汇储备。虽然近几个月以来,我国外汇储备出现下滑,截至7月末,我国外汇储备降至3.65万亿美元。但是这仍然是一个巨大的数字,足以保持人民币汇率的稳定性。

第三,人民币贬值是人民币中间价与市场汇率偏离幅度较大的一次性调整。最近几年,随着美国经济好转和竞争力增强,美元一直处于强势地位,保持了上涨态势,其他非美货币出现了明显贬值。特别是普遍认为美联储将在今年加息,这更导致了美元总体走强,欧元和日元以及其他货币趋弱。

## 投资感悟

# 参与利好叠加板块

□中泰

本周A股继续震荡上行,市场出现了明显的热点板块,同时有些个股走出连续涨停板,极大地刺激了市场人气。目前市场热点给了投资者很好的选取标的的参考标准,未来还会出现很多类似牛股。

本周最明显的热点就是以上海九百为代表的上海本地股,特别是上海本地商业股。上海九百一周以来天天涨停,其他商业股也毫不示弱,新世界、益民百货等股价都迅速拉升。从未来利好的角度来看,上海本地股处于迪斯尼、国企改革的双重重磅题材之中,这两个题材都不是短期的容易出现利好兑现的题材,对上市公司的利好影响是长期的、实际的。因此这两个题材会在未来不断地被市场接受和追捧,目前应该只是整个大涨周期的开始。

元人民币,扩大了18.6%;对东盟的贸易顺差是3133.8亿元人民币,扩大63.5%。对欧盟、日本出口前7个月出现下滑,但是对欧盟仍然出现了贸易顺差,前7个月的贸易顺差是4607亿元人民币;只是对日本的贸易出现了345.8亿元人民币的逆差。前7个月我国贸易顺差出现了较大幅度上升。

第二,我国仍保持巨额外汇储备。虽然近几个月以来,我国外汇储备出现下滑,截至7月末,我国外汇储备降至3.65万亿美元。但是这仍然是一个巨大的数字,足以保持人民币汇率的稳定性。

第三,人民币贬值是人民币中间价与市场汇率偏离幅度较大的一次性调整。最近几年,随着美国经济好转和竞争力增强,美元一直处于强势地位,保持了上涨态势,其他非美货币出现了明显贬值。特别是普遍认为美联储将在今年加息,这更导致了美元总体走强,欧元和日元以及其他货币趋弱。

在此期间,人民币基本保持和美元走势一致,但是中国与美国的贸易只占我国贸易比重重的20%左右,因此,人民币的实际有效汇率在此期间处在升值状态,大约升幅在10%左右。在此环境下,人民币一次性将累积的贬值压力释放,校正市场偏差,会使人民币按照更加市场化的规律运行。

从股票市场的反应看,在最近的交易中,人民币一次性贬值进行市场校正的影响已经被市场消化,股票市场的关注点重新回到经济前景和股票本身的行业空间和市场竞争力上。股票市场现在面临的环境是,在经过股市暴跌的洗礼后,市场信心在一定程度上得以恢复。同时,积极的财政政策继续推进,资金面保持宽松,国企改革进一步深化,这些都会推动市场向上进一步反弹。股市震荡的箱顶会进一步向上拓展空间,结构性的股市行情会是主要表现形式。

## 投资感悟

# 参与利好叠加板块

本周还出现了一个比较重大的题材,那就是人民币短期的迅速贬值。对于这个突发的信息,市场反应迅速,利好和利空的板块表现各异,那么市场会不会对这个题材继续追捧,这要看人民币这轮贬值的趋势到底怎样。如果人民币持续贬值,那么贬值受益的板块就会被市场长期追捧;如果本轮贬值是一次性的汇率调整,那么这个题材的分量将会减弱很多。如果寻找人民币贬值的利好标的,不妨采用利好叠加的方式进行选择,比如寻找具有“人民币贬值+国企改革”或者“人民币贬值+迪斯尼”等双重题材的个股,这样选择的标的安全性要高得多。

市场总体来看仍然处于一个向上反弹阶段。因为资金面的宽松,股票价格将在流动性支持下处于资金牛市格局,前期的恐慌随着杠杆资金的杀跌结束基本得到了很好的控制。随着市

财经观潮

## 货币政策掣肘

□利可资产 潘玮杰

央行对汇率市场的改革措施虽然是利率市场化和人民币国际化整体改革的重要一环,但也从一个侧面反映出货币政策效果正在递减,进一步使用宽松货币政策受到掣肘。

人民币相对固定的汇率,在中国与美国这世界两大经济体宏观经济政策比较一致的情况下,并不会严重地影响到中国本身的政策取向。可是美国和中国开始出现不一致,特别是利率政策的取向严重背离时,中国的固定汇率机制就会产生非常大影响,资本流出的成本较低,甚至还有较大的套利空间,资本流出的方向也很难管控。更何况,在汇率市场化条件下,央行还没有资本流动的方向和数量积累任何数据,也缺少对金融机构冲击的数据积累。制定正确的政策,缺乏数据支撑是很困难的。所以,这一次的中间价改革除了消除与市场汇率定价之间不一致外,也为将来央行更好地使用汇率工具,加强资本流动监控,提供了有利的测试机会。

制定货币政策取向,应该更多地以中国国内实体经济为主。要想更好地服务实体经济,让汇率工具成为有效定价工具,让金融机构能够抵御汇率波动的风险,增加汇率波动弹性就成为了一个切实的选择。等到美国加息尘埃落定,市场预期进一步强化,短期资本流动巨量无序,再考虑到汇率波动风险,就显得相对被动了。

货币政策的取向是服务实体经济,中国目前还在探索新的增长模式和发展路径,而货币政策就是要为这种探索提供一个较为宽松的货币环境。降低外部经济体对中国本身的影响,汇率就要发挥作用,而被除固定汇率这一掣肘,就显得尤为重要。此外,为了利率市场化改革和人民币国际化改革提供支撑,也需要货币政策减少掣肘。

利率市场化的改革推进速度之快,超过绝大部分人预期。“先利率,后汇率;先国内,后国际”的路径选择也较为清晰。只要国内利率市场化改革取得一定进展,汇率定价机制的改革也会取得进展。利率改革在重建货币传导机制的同时,也对利率定价的主体——金融机构提出了新要求。以存款利率为核心的市场利率定价体系,金融机构的定价自主性已经较高,但是缺乏较为有效的利率风险管理工具,货币政策的传导机制不畅,也是导致目前货币整体宽松,而实体经济难以受到惠及的原因之一。

要打破这一掣肘,就需要建立一个有效的利率风险交易市场,参与者多样、定价效率高、流动性好和期限覆盖完整的市场,而不是目前监管主体不同、交易定价混乱、参与者单一和期限不完整的市场。构建这样一个有效的利率风险交易市场,才能将金融机构放在市场主体地位上,定价与风险管理并行。

要想让货币政策发挥更为主动、更为积极的作用,就要能破除目前制约货币政策的两大掣肘,一是汇率弹性,二是利率风险管理。货币政策成本相比财政政策而言,确实是比较低,但是要想发挥作用,也有很多条件限制。投资人可以按照改革路径的先后次序,考虑自己的投资决策。这次增加汇率弹性的改革肯定不是最后一次,只要利率市场化改革措施进一步推进,汇率波动的弹性就会更大。同样,只要利率风险交易市场日趋成熟,利率市场化改革的步伐也会更大。

## 投资非常道

# 紧抓无风险套利机会

□本报记者 徐文擎

本周,主板、中小板和创业板均现放量成交。华夏未来资本管理有限公司投资总监阮怀志认为,成交量放大一定程度上说明市场正在从前期杠杆踩踏引发的恐慌情绪中走出来,尤其是上周五到本周市场已经脱离3600点,同时两市成交量在1万亿元以上,投资者有入市意愿。部分热点,例如军工、国企改革、新能源汽车等已经超出反弹范畴,显示市场信心正在回升。另外,场内融资金额稳定在1.3万亿元左右,这是一个关键的指标。

阮怀志认为,市场已经走完杠杆出清的第一步,进入到重新恢复平衡状态的第二步,但是否已经彻底走出来还有待观察,需要等待一些市场化程序的恢复,包括IPO开闸、上市公司高管股东自由流通等。

他提到,就目前的宏观经济形势而言,股指有进一步下行的可能性,进出口负增长,PPI数据下滑、钢铁产量负增长等,最终会给企业盈利带来压力。不过,目前市场的资金利率非常低,货币政策有进一步宽松的可能性,在这种情况下,流动性对市场形成了一定的支撑。因此,一方面经济有向下的压力,另一方面流动性有向上托的力量,所以A股会出现宽幅区间震荡、“上有顶、下有底”的情况。

他表示,华夏未来资本更倾向于稳健操作的策略,适时做出防守反击。资料显示,自6月15日开始的大震荡中,华夏未来资本旗下所有产品四周的回撤为6.5%,而同期市场跌幅超30%,回撤控制排在择时对冲策略中的首位;6月18日建仓的产品三周涨幅达4%左右。对于产品缘何表现出这么好的抗跌性和超额收益能力,阮怀志表示,产品主要配置在无风险套利板块,这种策略和股市涨跌没有关系,震荡市中仍有套利的机会,例如阿尔法套利、期限套利、分级基金套利等。但目前由于现货市场和期货市场的负基差,以上策略无法加仓,因此现阶段主要集中在分级基金的分拆和合并套利。“分级基金种类多、体量大,市场中存在一些竞价无效的机会,因此会利用这些机会为投资者赢得回报。”阮怀志说。

他具体看好的板块包括三类。第一,行业本身供求关系决定自身周期向上,与整个宏观周期相反,例如此前的航空、养殖、新能源汽车、传媒、电子等行业,下半年会去寻找化工、机械等有逆周期表现的行业。第二,市场经过充分调整后,估值相较之前恢复到合理水平,其中代表未来经济发展方向的成长领域、新兴产业还有投资价值。第三,具有改革、转型动力的优质企业,公司自身从传统主业拓展到未来有新兴发展的领域里去,主题上表现为国企改革等。相反,华夏未来资本对银行、地产等旧经济的标的选择较少,“虽然估值便宜,但与 ourselves 本身偏成长型的投资方向和理念不太符合。”阮怀志说,他同时强调,华夏未来资本不会做仓位的短期博弈。