

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 黄莹颖

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。人民币币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能力，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，投资和需求的增长空间已相对有限，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，指数并没有创出新低，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，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、小公司的整合，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



瀚信资产董事长
蒋国云

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，投资人的资金会随之进场。

深圳国诚投资总监 黄道林

从当前的技术形态、基本面和市场情绪来看，市场应当回归正轨，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。



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。

要想让货币政策发挥更为主动、更为积极的作用，就要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。

要想让货币政策发挥更为主动、更为积极的作用，就要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。

□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。

货币政策的目标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，而破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。

金牛操盘

线上与线下资本联姻 催生实体店重估浪潮

□金百临咨询 秦洪

京东与永辉超市、阿里巴巴与苏宁云商的资本联姻，引起市场参与者的广泛关注。这是互联网+的新动向，意味着实体店价值得到了互联网电商巨头重视，有望驱动实体店重估，进而给A股市场带来新的投资热点。

得益于互联网技术的进步以及电子商务企业的积极进取精神，我国网络购物飞速发展，催生了实力雄厚的电子商务类企业。据数据显示，2014年中国零售百强的销售额总计是2.1万亿元，而网络购物的交易规模已达2.8万亿元，占社会消费品零售总额的比例超过10%，100家国内最大的实体零售企业竟然输给淘宝等几家电商企业。

不过，经过飞速发展之后，电商企业渐渐迎来了产业天花板。网络大规模普及以及居民收入提升之后，居民消费渐趋理性，在品牌消费、奢侈品等领域，仍然倾向于体验式消费优势明显的实体店，这是电商企业难以达到的。在海外市场，电商企业虽然发展势头迅猛，但规模不及实体店。数据显示，美国2014年网络购物交易额预计在3000亿美元左右，占社会消费品零售总额的比例不足7%，要比沃尔玛一家企业的零售额小不少，而且网购交易规模的增长率在15%上下，在欧洲和日本的情形也大致相近。欧美、日本等发达国家的情况可能是我国未来商业零售情况的写照。

艾瑞公司预测，到2018年，我国网购规模约为7.3万亿元，占同期社会消费品零售总额的18%左右，那时的增长率降至16%，之后增长率便有可能降到个位数，当电商的销售增长率降到个位数以后，它与实体店的竞争便进入相持阶段。

据此，拥有产业敏锐嗅觉的互联网电子商务企业未雨绸缪，

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个月我同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。

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个月我同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。

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个月我同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。

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个月我同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。

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个月我同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。

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个月我同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