

## 多空论剑

## 震荡中逐步布局春季行情

本周题材股轮动明显。私募人士认为,两融新规对市场的实际影响有限,然而沪股通资金持续流出及盘中震荡等情况表明市场存在短期风险,建议风格保守的投资者降低仓位。但从机构的角度看,可提早布局明年春季行情,“十三五”规划主题是投资主线。

□本报记者 徐文擎

## 多空博弈加剧

中国证券报:两融新规降杠杆,从本周市场的表现来看,影响如何?

胡旭阳:目前来看,两融新规对市场影响不大。经过6月至8月的风险教育,投资者愈加成熟,行情在平稳中前行,两融金额在低位徘徊,这次降杠杆的心理影响有限。另外,由于新规不是立即实施,那些希望获得更多融资的投资者本周还有可能加大融资,所以对本周的市场资金面来说,或许还有一点积极的影响。

张媛媛:由于券商可自行调整保证金比例,而新规出台前多家券商的保证金比例大多都是在70%上下,新规的出台更多是对杠杆使用的规范,而非打压市场的行为。截至19日,两融余额已超过1.2万亿元,从两融余额的稳步上升态势来看,新规并没有对市场产生大的影响。

中国证券报:近期沪股通资金持续净流出,对此应如何解读?

胡旭阳:沪股通总体金额较小,根据我们的观察,与深沪股市的相关性并不大。沪股通持续净流出的主要原因,与境外投资者预期美国12月加息有关。美国加息将对全球新兴市场构成压力。根据历史数据分析,在美国加息进程中,全球新兴市场的表现都不会太好,新兴市场出现20%左右的下跌是可以预期的,而中国股市作为全球投资者眼中新兴市场的一员,有境外投资者撤出也在情理之中。不过,中国股市有自身的运行逻辑,美国加息的影响在短期内会有所体现,但中期走势不会因此发生改变。

张媛媛:近期沪股通持续净流出,原因在于期间A股反弹幅度超过港股,使得AH溢价扩大导致投资者把资金撤回香港市场的意愿增强。但是这种状态不会持续很久,随着溢价的缩小以及后期各项政策的落实,资金还会重回A股市场。

中国证券报:从本周盘面来看,多空博弈

激烈,投资者该如何应对短期风险?

胡旭阳:短期多空博弈仍将继续,难见分晓。年底将至,投资者要注意资金面压力,关注货币政策变化。央行10月下调存款准备金率0.5个百分点,同时对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率0.5个百分点。本周北京银行、南京银行等多家银行成为符合标准的金融机构,自11月16日起,人民币存款准备金率由现行的14.5%下调至14%。在之前的6次定向降准中,按家数计算累计已有97%的金融机构享受了定向降准政策。此外,自9月15日起,央行决定改革存款准备金考核制度,有分析称存款准备金考核制度的改革为银行业释放了7000亿元的流动性。总体而言,目前资金面保持较好状态,但越临近年底,就越应该注意风险。

张媛媛:由于前期股指快速反弹,获利资金会选择部分获利离场,短期内市场存在震荡整理的需求。在此过程中,板块轮动的特征会更加明显,建议投资者切忌跟风操作,不要操之过急,在震荡中逐步布局。

## 春季行情可期

中国证券报:下阶段A股行情的主基调是什么?

胡旭阳:在“大众创业、万众创新”的政策导向下,中国资本市场受到前所未有的重视。为引导更多资金直接进入实体经济,支持创新创业,从中长期看,深沪股市一定不会处于低迷状态。一个健康、有生机、有赚钱效应的股市,是对创投行业价值引导。从这个角度看,稳中有升是未来股市的主基调。但是,在经济增速下降、经济结构调整的宏观背景下,股市有可能进行一次结构性调整,有产业政策支持的行业将有广阔的发展空间,可重点关注机器人、互联网+、军民融合等题材。

张媛媛:随着杠杆的出清、IPO的重启,标志着市场已经从股灾当中修复并逐渐步入常态化,看好2016年的资本市场。首先,宏观经济大概率会在四季度触底回稳,并且随着各项政策的推出与进一步落实,基本面会逐渐好转,对明



浙江盈阳资产管理有限公司  
投研总监 胡旭阳

小仓位逐步布局明年春季行情,有产业政策支持的机器人、互联网+、军民融合等板块可能是明年春季行情的主角。今年大宗商品价格持续低迷,时刻关注拐点的到来,届时周期性行业会有一次大机会。

万博兄弟资产管理有限公司  
总裁 张媛媛

已经开始布局明年春季行情,建议关注“十三五”规划中重点讨论的话题,在结构转型的周期里寻找投资机会。板块方面,看好环保、军工、生物医药、文化传媒、健康消费等。



□私募操盘

## 变革彰显投资机会

□金百临咨询 秦洪

近期A股市场出现欲跌又涨的格局,主要是因为市场格局出现了实质性变化,证券公司、汇金公司成为市场的重要参与者,他们将成为A股核心维稳力量,从而为A股发展营造了极佳的稳定环境。所以,只要产业格局略有变动,就会引发市场参与者热情参与,就如同本周的地产股异动一样。

对于地产股的活跃,分析人士认为这与万科A基本面的一些信息有着较大关联。有媒体报道,万科正在进行战略转型,先租后买政策是对房地产旧有开发销售模式的颠覆——相当于万科自己办银行,开展房贷和金融租赁业务。不过,随后万科发布澄清信息,称此事件只是重庆万科公司推广新业务的一项尝试,并非万科集团要进行重大转型。

但是,一石激起千层浪。一方面,因为重庆万科公司也姓万科;另一方面,目前房地产行业的市场份额有触及产业天花板的态势,行业的竞争模式从拓土开疆渐渐转变为精耕细作,从而使得行业领先者开始考虑行业内的新发展模式,先租后买的销售模式无疑能够契合未来房地产的发展趋势。这无疑会对房地产行业的经营模式进行颠覆,故房地产业为之震动,相关上市公司股价随之上涨。因为在此经营模式下,房地产上市公司凭借资本市场的融资平台支撑,可以迅速抢占产业制高点,切割更多变局所带来的产业蛋糕。

由此可见,以房地产行业为代表的传统产业,虽然面临着行业天花板效应或者说行业增速下滑的压力,但毕竟行业容量足够大,那些能够推出变革式经营模式的上市公司业绩有望大幅增长,在二级市场上会得到热钱追捧。

更为重要的是,如此的产业变革会催生新的产业热点。就目前的产业数据来说,房地产租赁业务几乎是空白,一旦以万科为代表的房地产产业龙头将租赁模

年的资本市场是一大支持。当前货币处于宽松周期,资金非常充裕,虽然前期股灾使得大量资金回归银行理财、固定收益市场,造成高息产品抢购的火热场景,但是随着产品陆续到期、高息资产稀缺,投资者不得不面对更低的理财收益率。而资本市场在股灾后泡沫被消化,风险得到充分释放,一部分到期资金会选择重回资本市场,而这些增量资金的陆续进场会对2016年的资本市场构成强大支持。

我们看好2016年的资本市场,相比其他投资领域,权益型投资是最具有资金吸引力的市场。历经了股灾之后的休整,我们开始逐步布局2016年行情。

中国证券报:布局明年行情,应把注意力集中在哪些板块?

胡旭阳:我们已经在小仓位逐步布局明年春季行情。主要研究工作放在深度挖掘“十三五”金矿”。除了近期已经有充分表现的一些热点有可能持续外,有产业政策支持的机器人、互联网+、军民融合等板块可能会是明年春季行情的主角。此外,今年大宗商品持续低迷,我们关注拐点的到来,届时周期性行业或许有一次大机会。

张媛媛:“以确定的风格对冲捕捉不确定的风格轮动”,以多元化的配置和严格的风控,在保持合理仓位的前提下,构建风格互相制衡的投资组合。目前我们已经开始布局明年春季行情,建议关注“十三五”规划中重点讨论的话题,在结构转型的周期里寻找投资机会。板块方面,看好环保、军工、生物医药、文化传媒、健康消费等。

## 投资非常道

## 供求状况制约上升空间

□金学伟

2015年对每一位市场参与者来说都是一段刻骨铭心的经历。上半年的“牛市”和下半年的“股灾”都表现得十分夸张。在这极端的疯牛、狂熊中,每一个稍有头脑的人都能看出那幕后的黑网与精心构筑的局。因此在躲过了“股灾”之后,我有很长一段时间都沉浸在一种愤怒与迷惘痛苦中。最初的逃顶快乐与丰收喜悦荡然无存,对这个市场的信念危机,以及去哪里找回并重塑对这个市场的信念,成为我在海边、在林中、在山巅一次次思考的问题。

有两件事帮我走出了这个迷思。一件是重读《伟大的博弈》,一件是金融领域不断深入的反腐。尤其是《伟大的博弈》展示的美股成长历程,使我认识到2015年的这个股市之局不是这块土地特有的,而是市场早期发展阶段程度不同且不可避免会发生的现象。我相信,随着反腐深入,还会有更多真相浮出水面。也期盼未来的股市能有更少的行政干预,而且更少地将股市当做货币政策、财政政策之后的第三个政策工具,而更多地加强监管,尤其是对权力部门的监管。

在走出这个迷思后,我决定重新敲起键盘,撰写本专栏,这不仅是为我的读者,也为我自己——迫使我每周花一段时间集中思考市场和投资问题。专栏的内容也想做些调整,减少即市性的分析评论,增加方法、理念和技巧探讨。通过它,把20多年的思考、研究做一个系列全面的交代。

今天我们要讲的是趋势速率。每一轮趋势都有它的一个基本速率。找到了这个速率,就能对它的波动有个框架性了解,并在某些关键时刻,帮助我们制定出好的操作策略。

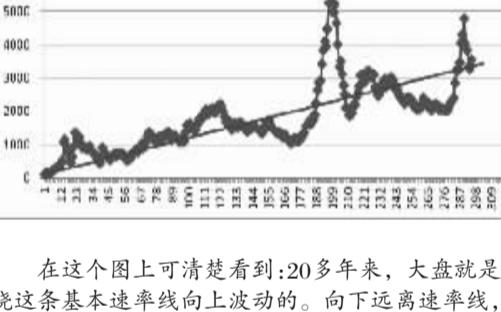
但与波段性的趋势速率相比,一个市场原始的上升速率似乎更加重要。

根据凯恩斯长期好友理论,股票市场是一个永久的多头市场。一切调整,放到一个更长周期看,都是长期升势中的一次波动。而原始上升速率,就是这轮永久性升势开始之初形成的一个基本斜率。从这个角度说,我把沪深股市的这轮永续性升势的起点放在了1991年5月的104点,因为它是上交所成立后第一次调整的低点。

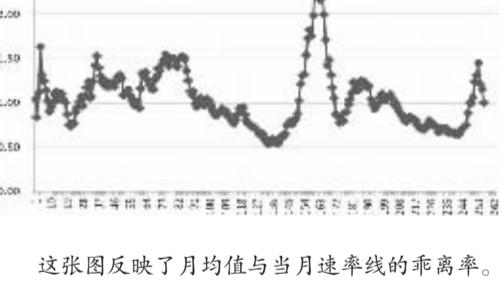
由于上证指数诞生于1990年12月19日,因此,我习惯把19日到下月18日作为一个完整的交易月。所谓1991年5月,就是1991年4月19日至5月18日。这一个月,上证指数最低收盘105点,最高收盘116点,月收盘与最低点相同,也是105点。用CDP计算法:  $(105+116+105)/3=109$  点。接下去的一个月——5月19日至6月18日,上证指数的高、低、收分别是127点、107点、107点,用CDP计算法,月均值为120点。 $120-109=11$  点,这就是上证指数的原始上升速率。

让我们看两张图。

第一张是上证指数月线图,其中的曲线是月均值走势,直线是根据月平均上升11点画的速率线。



在这个图上可清楚看到:20多年来,大盘就是围绕这条基本速率线向上波动的。向下远离速率线,就是熊市的底部。向上远离速率线,就是牛市的顶部。其偏离率达到多少就容易出现顶部?看第二张图——



这张图反映了月均值与当月速率线的乖离率。图中有5个显著高点,分别是:1994年9月,1.64倍;1997年5月,1.53倍;2001年6月,1.52倍;2007年10月,2.53倍;2015年6月,1.45倍。也就是说,原始速率线的1.5倍是沪深大牛市的一个“极值”。除了2007年,股改+基金大跃进,其余的重大顶部都出现在1.5倍以上——今年6月,这条速率线位于3283点,最高点5178点为它的1.57倍,换言之,没有清查场外融资,大调整也会在7月开始。

从第一张图中还可看到:大牛市结束后的熊市调整,通常都会分两步走。第一步是向原始速率线回归,待跌破速率线后反弹,随后会有很长一段时间围绕它震荡反复。第二步是再次跌破,并远离速率线,构成熊市大底,不同的是跌破的程度以及震荡的方式。

就本次调整来说,我更愿意把大盘在2850点的止跌视为熊市的第一阶段,是跌破原始上升速率线后正常反应,而把9月以来的上涨视为反弹。以实际的市场表现来说,迄今3个月,除了创业板指数超过了8月阴线最高点,反弹的点数达到了下跌点数的0.5倍,其余各大分类指数都还在8月阴线的范围内,反弹的点数只达到下跌点数的1/3强。

产生这种情况的主要原因有两个。一是本次“股灾”,杀死了一批敢于冲锋陷阵的激进投资者,牛市需要有一大批人勇往直前,不断挑战高价。二是供求发生了变化,撇开场外配资不谈,仅就场内融资和保证金余额来说,上半年最高时两者总额达到6万亿元。而目前不足4.6万亿元。流通市值,上半年最高537万亿元,现在是41万亿元。也就是说,上半年流通市值相当于可见资金总额的9.5倍,现在是12.06倍。根据我对供求关系的长期观察,沪深股市的资金与流通市值的当量为1:7,也就是资金增加1万亿元,流通市值可增加7万亿元。由于资金总量比上半年减少了2.6万亿元,相应地,流通市值减少18万亿元,从今年6月最高57万亿元,下降到39万亿元左右也就再正常不过了。

## 谈股论金

## 不能仅看宏观政策松紧

□晓旦

中国经济在经过数十年的高速增长后,自去年开始,增长速度明显放缓。有人对此忧心忡忡,也有人认为这是经济发展到一个新阶段的必然现象。中国经济在过去的十几年中取得了快速发展,主要依赖多种因素,包括传统产业的后发优势、人口红利基本消失,基础建设开始饱和,环境约束日益强化,重化工业阶段的发展已经进入后期,这些都会滞缓中国经济增长的速度。在未来中国经济中,服务业的发展会超过制造业,服务经济逐步占主导地位的时代正在形成;城镇化发展主导,城镇的经济聚集效应推动经济发展;绿色低碳发展主导经济发展,绿色行动本身就形成巨大产业规模。这些都与我们过往的经济增长模式路数有所不同。

政府主导投资驱动增长模式的不可持续性,不仅限于政府的资源是有限的,更重要的是政府主导投资的有效性在减弱,投资的边际效用在递减,投资越多,单位新增投资的效益越低。正如我们看到的投资越多,产能形成越大、无序的市场竞争使得产品的价格就越低。除了政府垄断的行

业,企业的利润随着产能的增加在递减,大量产能过剩,迫使企业失去了投资动力,以投资推动经济增长也就难以维继。

在新的经济发展阶段,经济发展的方式必然出现变局。现在中国经济中,传统产业的后发优势削弱,人口红利基本消失,基础建设开始饱和,环境约束日益强化,重化工业阶段的发展已经进入后期,这些都会滞缓中国经济增长的速度。在未来中国经济中,服务业的发展会超过制造业,服务经济逐步占主导地位的时代正在形成;城镇化发展主导,城镇的经济聚集效应推动经济发展;绿色低碳发展主导经济发展,绿色行动本身就形成巨大产业规模。这些都与我们过往的经济增长模式路数有所不同。

在中国经济增长方式转换的过程中,投资于股票市场需要对此有所认识。过去,投资者过于偏重宏观经济政策的松紧。在政府主导投资的模式下,宏观经济政策的松紧与投资有

着线性关系,宏观政策放松,投资很快就会出现增加。而在现有的经济环境下,宏观经济政策放松,并不会立即增加企业的投资。我们看到,央行已经多次降准降息,货币供应一松再松,但是社会融资总规模仍然增长缓慢。10月人民币贷款增加5136亿元,低于市场预期;社会融资规模增量为4767亿元,分别比上月少增8523亿元,比去年同期少增1770亿元。在宏观经济政策宽松的背景下,银行照样惜贷、企业仍然缺钱,这些都是产能过剩、投资效益低下的缘故。

在新的经济环境下,制约企业发展的是研发和创新。有了研发和创新,企业就有吸引消费者的产品,企业就有了定价权,企业就有了利润,并进入良好的企业发展过程中。在股市投资中,我们需要把着眼点从单纯看重宏观经济政策的松紧,转向注意企业行业方向、竞争能力成长上来,以适应变化中的中国经济增长方式。

## 投资感悟

## 寻找存量博弈盈利模式

□中泰

在指数波澜不惊的背后,个股表现极其活跃,市场盈利效应明显。对于目前的状况,我们应该采取怎样的策略?

市场存量博弈现象明显。两市成交量并没有放大,累计成交量不超过万亿元,比之前有明显萎缩。说明市场预期的增量资金并没有到来,这在IPO重启、打新预期再度增强后是正常现象。我们可以把上市公司的个股逐个看一下,有很多个股已有两三个月处于平台整理,有些甚至还处于股灾期间非常低的位置,特别是沪市主板的很多个股表现出明显的缩量滞涨。这就说明,市场的存量资金在拆东墙补西墙,先抛弃了主板个股再来参与中小市值个股的炒作。

存量博弈的状况或许还将持续。

存量博弈有其存在的必然性,随着中国

首先,对于个体公司的把握难度较大,但是可以从行业角度寻找机会,也就是寻找那些行业景气度高的行业,寻找龙头个股做文章。最近表现活跃的个股,无一不是处在朝阳产业背景下、产业链里面的个股,资金向其中的龙头股或者有潜质个股的快速流动下造成股价的井喷行情。当我们理解了这个逻辑之后,就可以寻找那些景气度高的行业,然后找到其中的龙头个股或者转型过来的个股,评估其市值的空间大小,做出正确的投资决策。

其次,紧跟实力大股东的脚步。今年有很多大股东对自己公司的股票进行了巨量增持,大股东投入了真金白银,在增发或者增持的窗口期过去之后,大股东会做出很多动作,比如通过并购等增强公司的盈利能力,提升公司估值。在此过程中,我们只要与大股东同步就可以分享资本增值。