

多论剑

# 看点在供给侧改革

私募人士认为，2月以来的行情实为超跌反弹，其性质决定了行情不会走得太远，但两会之前是做多的窗口期。目前中国经济处在转型升级的特殊时期，旧经济转型与新经济创新贯穿整个周期，这两方面孕育的投资机会值得把握。未来市场基调可能以震荡寻底为主，选择标的将更重视公司业绩和质地。

□本报记者 刘夏村

## 三大利多支撑市场

中国证券报：有观点认为两会前有一段风险收益较好的恢复性行情。对于近期市场走势，有何判断？

潘亚军：2月以来的行情可以定义为超跌反弹，是对1月市场下跌的短期修正。由于1月跌幅巨大，加之人民币汇率等问题暂时缓解，从各方面看2月的市场反弹都是顺理成章的。不过，超跌反弹的性质决定了行情不会走得太远。

从近期走势看，经过前期上涨之后，本周四上证指数出现6%以上的暴跌，中小板和创业板的跌幅更是达到7%以上，千股跌停卷土重来，这一下午的下跌就将2638点以来的反弹幅度吃掉2/3。很多人担心本轮反弹是否结束。虽然一些利空因素再度出现扰乱了投资者情绪，但总体而言市场自1月底以来的反弹根基并未动摇，两会之前仍是做多的窗口期。

短期的利多因素主要有三点：一是信贷数据，1月信贷数据大幅超预期，2月信贷数据仍可能超预期；二是监管层态度，新任证监会主席刚上任，其短期内的主要任务是稳定市场和引入新资金，从这个角度看监管层在近期维护市场的意愿会更强一些，另外两会期间会不会有一些超预期政策出台值得期待；三是机构投资者对本轮反弹的预期普遍不高，而且观点较为统一，从另一个角度看，任何利好出台都可能成为超预期因素。

杨子宜：从近十年看，两会窗口期间，股市涨跌不一，可以说两会年年有，但行情却不一定有，行情与两会没有必然联系。之所以市场关注两会，主要逻辑在于个别超预期的议案被提上议程或者个别行业获得超预期的政策支持，从而催生局部性的投资机会。当前市场，弱势震荡是大概率事件，如果没有“超预期”的重大转变，市场将按照其已有趋势运行，短时间内难有系统性投资机会。

中国证券报：两会即将来临，哪些板块、主题值得关注？

潘亚军：每年大家都会期待两会，但两会期间的热点板块和事件更多偏于主题投资。我们更关注有关“供给侧改革”和“新型城镇化”方面的最新基调和风向，因为这两方面的政策可能会

对未来中长期的经济走向产生深远影响。

杨子宜：目前中国经济正处在转型升级的特殊时期，旧经济的转型与新经济的创新将始终贯穿整个周期。新旧经济交替的成功与否关系着国计民生，长治久安，任何一方面实现的不理想，都势必影响转型升级的最终进程与结果。可以预见，这两方面必然会成为包括两会在内的各个重大场合的重要议题。

从近期走势看，“供给侧管理”中的代表，诸如煤炭、钢铁、建材等行业，近期资金进驻明显，逐渐呈现出右侧投资机会。新经济方面，主要从两条细分逻辑入手：一方面，社会进步国家发展极大改善民生，成功的果实需要努力维护并尽量完善，涉及健康中国、安全中国、美丽中国等领域的精准医疗、体育、网络安全等多个行业；另一方面，科技的飞速变革促使人类不断改变现有的生活方式，涉及的行业诸如新能源、人工智能、视听体验等。

## 未来将震荡寻底

中国证券报：如何把握国企改革主题投资机会？

杨子宜：在“两会”召开之前，国企改革再度升温符合情理。如果之前市场对于国企改革的关注多是基于预期的炒作，那么现在到了落实阶段。对国企改革主题投资机会的把握，一是对市场已知的已经被纳入试点的6家央企，包括国家开发投资公司、中粮集团、中国医药集团总公司、中国建筑材料集团有限公司、中国节能环保集团公司、新兴际华集团有限公司，有没有超预期的政策落地，如果有必然具有投资的价值；二是对于第二批试点的央企国企改革预期，如果两会有关于第二批试点央企的消息，这必然会带来二级市场的投资机会。严格来说，以上主要谈的是央企改革的投资机会，国企改革的投资机会应该还包括地方国企改革，这方面要关注地方政府的改革推进速度与力度，如果超预期就蕴含投资机会。

中国证券报：对于2016年A股行情，有何判断？投资机会有哪些？

潘亚军：经过去年6月底以来的几轮大幅下跌，尤其是今年1月的暴跌以后，原来占主导的牛市氛围已经彻底被打破，从占主导的投资机构者到一般散户，市场参与者的信心已经动摇，熊市思维基本确立，未来的市场基调可能



深圳市君茂投资有限公司 总经理兼投资总监潘亚军

虽然一些利空因素再度扰乱投资者情绪，但总体而言，市场自1月底以来的反弹根基并未完全动摇，两会之前是做多的窗口期。关注有关“供给侧改革”和“新型城镇化”方面的最新基调和风向，相关政策可能会对中长期的经济走向产生深远影响。

中睿合银投资管理有限公司基金经理杨子宜



从近期走势看，供给侧管理中的代表，诸如煤炭、钢铁、建材等行业，近期资金进驻明显，逐渐呈现出右侧投资机会。如果之前市场对于国企改革的关注多是基于预期的炒作，那么现在到了落实阶段，如果有超预期的政策落地必然具有投资价值。

会以震荡寻底为主。从市场格局方面讲，随着过去两年上市公司仅仅是出于拉抬股价而进行疯狂并购的负面效应开始日益显现，市场参与者对疯狂炒作的热情出现阶段性衰退，投资者逃离中小板和创业板的趋势会继续下去，市场将从重概念转向重视业绩和企业质地。

但在弱勢格局下，市场并非没有机会。机会主要来自以下几个领域。第一，真正有业绩、有增长潜力的成长股，它们主要分布在新型服务业、文化娱乐、医疗保健、教育和TMT行业。

值得说明的是市场过去对这些行业的发掘一直比较充分，因而投资这类股票的机会：一是在于较其他投资者更深入、更超前的研究和判断，二是在于出现大幅下跌时积极布局。第二，行业深度整合（如供给侧改革）导致的行业洗牌基本完毕，新格局基本确立后的行业龙头企业，这类机会并不仅限于由政府强力推动供给侧改革的钢铁、煤炭等周期类行业，也可能存在于过去市场竞争充分、行业出现自然洗牌的非周期或弱周期行业中。

谈股论金

# 区间震荡 等待修复

□晓旦

金融市场的波动会否对全球经济产生巨大影响，对人们来说目前前景并不太明朗。最近两周来，全球金融市场都从新年开始的大幅调整中稍微缓过来点神儿，但未来走势仍旧扑朔迷离。前期证券市场波动的一个主要原因是美联储的加息计划。随着金融市场波动的加剧，人们预期美联储的加息步伐放慢，甚至出现加息过程的翻转。但最新言论表明，美联储视最近的全球金融市场波动只是一首插曲，可能不会对美联储的计划产生太大影响。如此一来，市场放下的心又悬了起来。

近期全球市场受到言论影响，反复折腾的例子很多，比如原油市场。市场先是传出石油生产国要限产的消息，随后又是利益相关方的否认；与此相对的是原油期货价格反复的上涨、下跌。最新的消息是沙特石油部长表示，他并不担心石油需求问题，并表示欢迎包括页岩油在内的更多石油供应。最近全球股指几乎是原油价格曲线的影子，产油国减产希望破灭自然令股市承压。

还有一种说法：从历史数据看金价/油价可以反应系统风险的前瞻。金价/油价处在高水平通常意味着危机的到来，这也就是为什么近期股指成为原油价格曲线影子的原因之一。通常而言，油价和金价有着相同的运动方向，油价上涨意味着通胀上升，对金价有利。但是在危机时刻，油价下跌反映了经济前景的悲观，避险需求增加，反而促进了黄金价格上涨。

从目前影响油价走势的因素看，一方面是供给的大幅增加，截至1月，OPEC的原油产量达到3310万桶/日，特别是伊朗的贸易禁运被解除后，石油供给量明显增加，而且伊朗和沙特的关系紧张，阻碍了OPEC各国之间保持行

投资感悟

# 少做多看 关注政策进展

□秦桑

本周又见大跌，很多投资者急切地寻找原因。其实一个很明显的结论是，市场没有摆脱弱势格局，稍有风吹草动，大家就会落荒而逃，反弹始终就是昙花一现。对于市场的未来演化，还是要盯紧供给侧改革进展，在这个大事情没有解决之前，大盘趋势难以改变。

供给侧改革是全局性大事，本身进展没有想像的那么容易。传统行业积累的过剩产能不是一两天就能消除的问题，其积累的利害关系不是表面上那么简单，牵涉面非常广。以煤炭行业去产能为例，人员安置、银行债务、政府背书等都是亟待解决的大问题，如果采用一刀切的方法，很容易导致经济危机。为了找到一个切实可行的方法，管理层会进行广泛调研和试点，从中找到真正可行的方案，最终在全行业推行。正是面对这样的复杂情况，供给侧改革目前很难真正落到实处到一个具体的经济政策上去，很多券

商将供给侧改革简单地与国企改革画上等号，让市场感觉类似炒冷饭，短期难以有利可图，市场热情不高，难以激发投资者对整个经济发展趋势的乐观预期。

股票供给不确定，估值基础难以稳定。每当市场大跌，各种利空传言就会满天飞，每次不可缺少的就是关于股票供给的问题，注册制肯定是少不了的传言内容，这次也不例外。对于注册制或者股票供给的问题，笔者的观点是，要来的终究要来，关键是把握好节奏。增加供给肯定是对估值基础产生一次冲击，但是这个冲击要看市场承受能力。不可否认的是，随着一次次狼来了的恐吓，指数的不断下跌，市场的承受能力不断增强，每一次冲击的影响越来越有限，这时候我们只要把握好市场和供给释放的节奏，在市场稳定之前控制好自己的仓位，保住自己的本金并非难事。最容易犯错的就是在不确定性很强的时候高仓位或者带杠杆进行投资，那样在大趋势出现问题不断下跌的情况下，巨大的损失难以

投资非常道

# 调整在上半年结束

□金学伟

上周介绍了两种时间比，有读者说好复杂，希望做进一步解析。

其实两种时间比，一个逆向、一个顺向。比如，2245点至998点下跌，相对325点至2245点上涨，就是逆向，对325点至2245点时间做黄金分割，就是逆向波段比测算；相对1558点至325点，就是顺向，根据它的时间来测算2245点调整时间，就是顺向波段比测算。

两种波段比指向同一个时区，调整在该时区结束的可能性就会大大提高，反之则不然。

黄金比例是一个需重点强调的问题。人们讲黄金比例，常常是0.382、0.618，这是一种“辟邪”做法，说明我们对市场以及自然规律缺乏理解。真正的黄金比例是一个“贼”。比如，0.382是从0.333开始的，因为斐波那契数列中，1+3=0.333、3+8=0.375，直到13+34之后，才出现精确的0.382数字。0.618也是，2+3=0.666、3+5=0.6、5+8=0.625，直到21+34之后，才出现精确的0.618。

由于鲁卡斯数列还有7+18=0.389、4+7=0.571，因此，0.382的黄金分割线，包含了0.33至0.39；0.618的黄金分割线，包含了0.57至0.66。0.382和0.618都属黄金分割的成熟形态、高等级状态，0.33、0.57等，属初始形态或低等级状态。

难道成熟不好？高等级不好？当然！德国数学家斯图尔特在他的《自然之数》、翁文波在他的《测论基础》中，都表述过相同观点：越是原始的、低级状态的数字和数学，越接近自然的本原状态。所以在交易图里，人们很少用0.382和0.618，更多的是0.363和0.636，它们既是鲁卡斯数列4+11和7+11的结果，又分别为斐波那契数列中0.382和0.618这两个黄金分割线的平均值。

由于0.382和0.618是大家广泛应用的黄金分割，所以在做时间比例测算时，我们不妨将它们的测算结果称为“正点时刻”，而把0.33、0.57这种初始形态的测算结果称为阈值，也就是时间域的范围。

把多种时间比的测算结果排列起来，可以使我们了解趋势中途的一些关键时点。也可让我们知道，这轮趋势至少运行到什么时候，才能考虑它是否终结的问题，也更能帮我们锁定概率最高的那个时区。

以2245点为例——

逆向波段：325点至2245点，涨83个月。按几个黄金分割线来算：分别是0.33倍至0.38倍，为27.77月至31.71月；0.5倍，为41.5月；0.57倍至0.66倍，为47.42月至55.33月。这一测算为我们提供了3个时间阈值，同时也告诉我们，调整至少在27个月以上。

同向波段：1558点至325点，跌18个月。以0.38倍、0.62倍、1倍、1.62倍、2倍、2.62倍做黄金分割，可得到6.84、11.16、18、29.16、36、47.16。这一测算为我们提供了6个不同的时间窗口，也使涵盖范围较宽的时间域相对精细起来。如29.16落在27.77至31.71的时间域里，因此，我们可以把29.16作为重点时间加以锁定。还有47.16和47.42至55.33的时间域相搭，因此，47至48就可作为重点锁定目标。由于有逆向波段比和同向波段比相互印证，因此，这两个时段也都是调整最有可能结束的时段。

那么，同时算黄金比例，为什么对18可用0.38、0.62等来算，83却需要用黄金分割线来算？很简单，因为18数字小，正点值和阈值的差别不大；83数字大，阈值跨度大，用成熟形态的黄金比例算，反而会造成困惑。

与价格测算一样，你考虑的角度越多，最后瞄准的目标也越精准。由于2245点是一轮完整的牛市5浪结束后的总调整，因此它的时间长度不可能短于之前的4浪和2浪，并有可能和2浪、4浪调整形成一定的黄金比例关系。由于2浪1052点至512点，调整16个月；4浪1510点至1047点，调整24个月，因此这一总调整在47至48结束的可能性更大。因为16的3倍和24的2倍都是48。

还有比这更奇妙的？没有了。

越是大规模波动，越具有规则性，符合自然法则。技术分析的最高境界，其实是一种逻辑推理，而且推理效果远远好于一般的基本分析。因为“复杂性适应性系统”认知的最大障碍就是“噪声”，基本分析从信息源到信息传递、信息筛选、信息处理，几乎每一个环节都存在无法消除的噪声，最后还有一个主观取舍和场景预设——有意无意忽略某些信息，先设定一个前提，比如经济增长率下降股市不会好等。

用这两种时间比来看一下当前市场，毫无疑问，2638点反弹的时间窗口有效。这一点我们经过大量验证，包括上周说的3个逆向窗口，都指向同一个时点。但是，要说调整结束，那肯定是在玩“一指禅”。

逆向波段：1849点至5178点，24个月，8只等于它的1/3，太勉强。因为迄今还没有一波调整是在0.33倍处结束的，何况本次调整对市场的杀伤力之巨大是前所未有的。

同向波段，有3组可考虑：一是5178点至2850点的A浪，是满打满的3个月；而3684点至2638点的C浪，以去年12月为时间零点，实际上仅调整了1个月。C浪等于A浪的1/3，那是要何等强的强势？二是2270点至1974点，6个月。它的1.62倍为10个月，2倍为12个月，2.62倍为15.72月。2270点至1974点，虽然空间较小，但它也是一个调整波段，同样可纳入同向波段比中来。

三是6124点至1664点，12个月。现在我们可以知道，为什么我一直说熊市会在2016年六七月间结束？因为同向和逆向波段比出现了3个与12有关的黄金比例：24的0.5倍、12的1倍、6的2倍。调整12个月结束熊市，具有最高概率。

为什么仅比较6124点至1664点，不比较3478点至1849点？因为这两个波段分属Ⅱ浪调整的A与C，与5178点调整不构成内在的波浪关系。逆向波段比只需要考虑波浪级别，同向波段要考虑波浪级别，还要考虑它们的内在联系。既然没有内在联系，就只能考虑调整形态，复杂与复杂比，简单与简单比。6124点的调整简单，5178点的调整迄今为止也简单。

好日子过去是坏日子，坏日子过去是好日子。现在正在经历一段坏日子，但某院报告说2016年没有趋势性上涨机会，则是场景预设结果，可归到扯淡一类。本次调整在今年六七月结束，几乎是可以肯定的。