

多空论剑

私募警惕“高位站岗”

私募人士认为,杀跌筹码的衰竭和利好因素的不断涌现,使得近期市场持续反弹。但由于此前股市连续三次大幅调整,目前投资者的风险偏好已大幅降低,若吸引更多资金入场需要市场形成一定赚钱效应。二季度反弹行情继续深化的可能性较大,但形成跨季度的趋势性上涨行情难度不小。

□本报记者 刘夏村

资金涌入需“赚钱效应”

中国证券报:市场反弹行情持续,原因是什
周良:杀跌筹码的衰竭和利好因素的不断
涌现,使得反弹行情持续性较好。去年6月以来
的三轮大幅杀跌使得利空得到充分消化。同时,
经济面、政策面、资金面、技术面等发生了有利
变化,形成共振,这是促成反弹不断深入发展的
根本原因。

潘亚军:在政策面利好频发及市场对经济
企稳回升的预期影响下,投资者的风险偏好回升,
使得市场在两会期间呈现反弹格局。两会后,
市场延续了之前的反弹行情,主要原因有四
个:一是对经济基本面好转预期陆续得到各项
经济指标的印证;二是货币政策保持稳健偏宽
松的总基调;三是美元加息延后及人民币汇率
暂时得到稳定,3月以来,美元加息延后及人民币
兑美元的持续升值,暂时打消了投资者对人民币
持续贬值的预期,对缓解A股资金流出起到重
要的稳定作用;四是外围市场持续向好,3月以
来各大主要经济体股市基本维持震荡上升格
局,这为A股持续反弹营造了较好的外部环境。

中国证券报:一方面,市场仍然是存量资金
博弈格局;另一方面,“资产荒”背景依旧。从目
前市场情绪、估值等方面来看,能否吸引更多资
金入场或由债市、楼市等领域进入股市?
潘亚军:连续三次股灾之后,除了专业投资
机构和资深股民仍留守在场内,普通民众和法
人投资者的风险偏好大幅降低,短期内他们重
新回到证券市场的意愿并不强。根据以往多年
经验,需要有一波大级别的行情才能让这些资
金重新进入股票市场。由于经济尚未见底,证券
市场估值仍然偏高,在这种背景下,普通民众风
险意识强,虽然楼市和债市的风险已经很高,但
大众资金在近期进入股市的可能性并不大。

如果市场整体估值回归到合理水平以下,
或者经济基本面出现超出预期好转,在场外所
有类型的资金中,养老金和险资等大规模、长周
期基金是最有可能率先入场的资金。
周良:企业对IPO的狂热,巨量定向增发、大
小非减持的巨大压力,恰恰说明目前二级市场
估值并不便宜。大盘蓝筹的估值与国际市场比
稍有优势,但中小创严重高估。估值只是市场的
一个方面,对于以个人投资者为主的A股市场
来说,有赚钱效应,就能吸引资金入市。市场无
法吸引资金入市。

风险收益的逐步降低,会分流部分资金进入股
票市场。

目前的反弹如果可以延续整个二季度,会
形成一定赚钱效应,吸引市场存量资金空翻多,
也会吸引外围观望的资金入市。被市场赚钱效
应吸引入场的资金,往往买在市场高位,这是投
资股市要尽量避免的。

反弹具有一定持续性

中国证券报:对于4月乃至二季度市场走势
的看法?

周良:在前期连续三个季度大幅下跌的情
况下,在经济面、政策面、资金面、技术面同时向
好的环境下,二季度反弹行情继续深化的可能
较大。市场情绪正从极度悲观中慢慢恢复,市场
分歧依然较大,观望资金逐步翻多,这使得反弹
有一定的延续性。

市场情绪是一个较好的离场指标。市场多空
有分歧,往往反弹还能发展。等到市场情绪变得乐
观,大家较一致看好的时候,反弹离结束就不远。
从市场供求大格局看,今年要形成跨季度的趋
势性上涨行情难度较大。不过,再度出现股灾式的大
幅快速下跌的可能性也在减少。今后几年的行情
可能与2010年到2012年的行情类似。整体弱势但
有结构化机会。对个人投资者来说是不容易处理的,
对机构投资者来说也是洗牌的过程。

潘亚军:A股市场经过两个多月的缓慢恢
复之后,投资者情绪由之前的全面悲观上升到
一部分人开始相对乐观,现在投资者对后市的
观点分歧比较严重,市场处于存量博弈、多空焦
灼大格局下的多方略占优势的局面。外部多空
因素的各种细微变化,都可能引起行情朝着打
破均衡的方向改变。

从宏观和政策层面上看,4月美元加息的延
后,人民币汇率的相对稳定,宏观经济数据的阶
段性改善,以及货币政策仍相对宽松,这些都给
A股创造了一个较为稳定的外部环境。在5月中
旬之前,可能不会有大利空出现,所以,如果这
一阶段有一些利好,行情向上延续的可能无疑会
加大。5月新的宏观数据会发布,届时新的数
据能否支持多方还需要观察。到6月美国加息和
人民币汇率会成为影响行情的新因素。从估值
角度来看,目前上证指数的市盈率在14倍左右,
估值合理;深证A股、中证500、中小板指估值均
在50倍上下,创业板估值高达80倍。整体而言,
市场估值依然过高。由于在1、2月的下跌中,中
小板和创业板并未跌透,未来存在下行的动力



少数派投资管理有限公司
总经理周良

去年6月以来的股灾式
下跌可能已经结束,但熊市
未完。目前这波行情只是熊
市反弹,市场今年再创新低
的可能性依然存在。二季度
重要的是在高位要逐步离
场,在熊市中参与反弹要非
常小心,既要享受到反弹带
来的利润,又不要在熊市的
高位站岗。

深圳君茂投资有限公司
总经理潘亚军

如果市场整体估值回
归到合理水平以下,或者经
济基本面出现超出预期好
转,在场外所有类型的资
金中,养老金和险资等大规
模、长周期资金最有可能率
先入场。对4月行情持中性
偏乐观态度,二季度行情可
能前高后低,进入5月中旬
以后需防范风险。



和可能性。

我们对4月行情持中性偏乐观态度,而二季
度行情可能前高后低,进入5月中旬以后需要注
意防范风险。

中国证券报:哪些投资机会值得关注?

周良:去年6月以来的股灾式下跌可能已经
结束,但熊市还没有结束。目前这波行情只是熊
市反弹,市场今年再创新低的可能性依然存在。
二季度重要的是在高位逐步离场,在熊市中参
与反弹要非常小心,既要享受到反弹带来的利
润,又不要在熊市的高位站岗。

参与反弹要选高弹性品种,前期最好品种
是有高送转概念的次新股,目前涨幅较大。现在
参与反弹,可以选择一些涨幅不大的品种,例如
券商、地产、有色。

潘亚军:在机会选择上,自上而下地看,受
益于供给侧改革和通胀主题的相关行业和公
司,可能具备较大的超额收益机会。此外,自下
而上地发掘个股机会的策略在现阶段可能会更
适用。我们倾向于选择PE<30、中长期PEG<1.5
的价值成长股,或者估值较低且公司基本面已
经出现改善信号的公司。

□私募操盘

如何贯彻“买入并持有”策略

□诺亚财富 夏春

巴菲特多次强调在美股市场上买入并持有的策略,比如“买入那些就算市场将关闭十年,你都乐于持有的股票”、“如果你不打算持有十年,那就连十分钟也别持有”、“如果一笔优秀的生意由杰出的人才来管理,我的持有期将是永远”。在2013年他给股东的信里说,他给太太的遗嘱是把90%的钱买入与标普500指数挂钩的低成本基金,剩下的10%买入美国短期国债,并且定期再平衡回到这样的比例,他相信这样的策略在长期将跑赢大多数投资者。

对于熟悉金融学术研究的人来说,对于这样的资产配置方案应该毫不意外。2013年诺贝尔经济学奖获得者,芝加哥大学金融系的尤金·法玛教授正是以“市场有效”理论而名满天下。该理论的一个重要推论是在长期,绝大多数使用各种选股方法的主动型股票基金无法战胜其对应的股票指数,而这早就被众多的实证研究所证实。

被称为股票投资圣经的《股
票的长期表现》(作者杰瑞米·西
格尔是宾夕法尼亚大学金融系教
授)和《华尔街的随机漫步》(作
者马基尔·波顿是普林斯顿大学经
济系教授)都强调市场有效,并告
知读者任何偏离指数投资的策略,
如果没有带来经风险调整的正回
报(也就是常说的“阿尔法”)同
时又需要付出高费用,将是得不偿
失的。

事实上,在美股市场上,买入并
持有与指数挂钩的基金回报非常
高,只要跟随股票和债券指数的调
整进行动态跟踪,买入并持有,股
票相对于债券的回报在长期高到
无法用他们各自的风险差别,以及
投资者的风险厌恶程度来解释。这
个谜团在1978年被明尼苏达大学
经济系教授爱德华·普雷斯科

(2004年诺贝尔经济学奖得主)
发现,经过近40年的研究,学术界
已经提出了许许多多尚不完美的
理论解释。这些理论都非常深奥复
杂,普通读者只需要知道一点就够
了:有相当多的理由表明,美国股
市与债券之间的长期回报差别在
将来依然会持续。特别需要提醒的
是,买入与股票指数挂钩的低成本
基金并持有的策略在A股行不通。

热衷于频繁买入卖出的投资者
如果不巧错过了股市最佳表现的
10天,则初始的100元投资的累
积回报会从482.30元减少一半到
240.70元,错过最佳的30天的回报
甚至低于初始投资,十多年下来回
报率为负。特别是回报最佳的交易
日往往伴随着最差的交易日,而大
多数人在股市大跌时会选择回避,
也就错过了大幅反弹的机会。这个
简单的事实,印证了投资界流行的一
句话“待在市场,而不是在市场
择时交易”。

当然,除非有预知未来的水晶
球,完全避开表现最差的25个交易
日,就好比只投资最佳的25个交易
日一样,是不可能的。统计表明,假
如我们在避开最差的25个交易日的
同时也错过了最佳的25天,那么
100元的累积回报是2750元,高
于买入并持有策略的所得的1910元。

虽然没有精准提前判断最佳
和最差交易日的方法,但我们还
是可以清楚看到,这样的日子往
往出现在市场波动率很高的时
候。实际上,有经验的交易员在市
场波动率上升的时候会选择暂
时退出或者减少交易,虽然这样会
错过反弹的机会,但最关键的是
可以避开最差的交易日。前面的
计算已经很清楚地显示,避开最
差的日子将大大提升长期回报的
表现,因此这样做是值得的。虽然
买入并持有策略在A股效果不好,
但在市场波动率高时减少或暂停
交易的建议是有价值的。

□谈股论金

经济已经触底回升

□晓旦

最新公布的一系列经济数据颇
有些令人玩味的地方。

先看CPI的一升一降。根据国家统
计局数据,3月居民消费价格指数同比
上涨2.3%,比在分析师中调查得出的预
期数据要低,与2月CPI增长相同。3月
CPI涨幅仍然不低,原因是食品价格攀
升,蔬菜价格同比上涨35.8%,猪肉价格
同比上涨28.4%,它们分别拉动CPI上涨
0.96个百分点和0.64个百分点。

3月CPI环比下降0.4%,这也是因
为食品价格变动,其中鲜菜价格环比下
降5.5%,影响CPI下降约0.2个百分点;
畜肉价格下降1.2%,影响CPI下降约
0.06个百分点。由此看来,CPI的波动主
要源于食品价格波动,如果剔除食品价
格波动影响,我国核心通胀率仍然保持
在较低水平。此前,投资者忧虑,CPI持

续上升会令央行重新审视宽松的货
币政策。根据现在的数据判断,经济虽
然有改善迹象,但改善的基础不牢,通
货膨胀的威胁不大,进一步的政策宽松
仍然是必要的。

国家统计局公布的3月PPI数据也呈
现一升一降。先看下降的,3月PPI同比下
降4.3%,比2月降幅收窄0.6个百分点。虽
然PPI已经连续48个月处在下降状态,但
是自2015年12月以来,PPI降幅在逐月
收窄。再看上升的,3月PPI环比转降为
升,比上月上升0.5个百分点。PPI的环比
回升得益于部分工业品价格涨幅扩大,
最为突出的是与黑色冶金冶炼和压延加
工相关的产品,如钢材、焦炭、焦煤、铁矿
石等。此外,石油和天然气开采、化学原
料和化学制品制造价格环比也由上月的
下降转为上升。目前,国内主动补库存的周期
刚刚启动,预期未来几个月的数据会保
持较为强劲的势头。

从现在公布的这些数据看,我国经济
出现阶段性见底回升。良好的经济数据会
为A股市场带来支撑,而由年初悲观数据
所引发的谨慎心态也会逐渐得以修正。未
来一段时间,A股有望在震荡中攀升。

出积极的信号,中国经济已经出现企稳
回升迹象。未来几个月,随着价格企稳,
补库存需求会增加,PPI有望进一步回
升,在年中可能摆脱连续下降的局面。

3月中国外贸数据同样表现强劲,
超出市场预期。3月我国进出口总值
1.91万亿元,增长8.6%,其中出口同比
增长18.7%,为9个月以来首次增长,说
明全球经济有所改善,国际市场需求正
在好转。3月我国进口同比下降1.7%,
进口降幅大幅收窄,前值为下降8%,说
明国内经济有所企稳,国内市场需求也
在增加。目前,国内主动补库存的周期
刚刚启动,预期未来几个月的数据会保
持较为强劲的势头。

从现在公布的这些数据看,我国经济
出现阶段性见底回升。良好的经济数据会
为A股市场带来支撑,而由年初悲观数据
所引发的谨慎心态也会逐渐得以修正。未
来一段时间,A股有望在震荡中攀升。

□投资感悟

把账面利润转化为真实盈利

□中泰

随着指数回升,个股活跃度开始增
加,虽然每天盘中一波三折,但是结果不
错。在个股普遍反弹的背景下,广大投
资者的市值随之回升,不少个股有了
10%至20%的涨幅,我们接下来应该怎
样操作?目前还没到谈大牛市的时候,
在一段来之不易的吃饭行情之后,落袋
为安应该是最好的选择。

本轮行情性质上是反弹,大盘一波三
折涨到这里已经非常不易,要留意投资者
逢高兑现的压力。今年赚钱不容易者说
得很赚钱,这在开年就让投资者充分体会
到了。目前市场的上涨无非是对年初暴跌
的修复,修复性行情接近尾声,就算修复之后大
盘还能向上拓展空间,也肯定有个回荡蓄势
的过程。特别是年初大量投资者被套,目前
的成交量很难在短期内解放这么多的

套牢盘。从个股股价来看,目前普遍开始
触碰春节后的价位,肯定会有高位的套牢
盘借机出局,同时伴随一批底部建仓的获利
盘,接下来的卖出压力较大,甚至在某些
突发因素作用下会出现短期急跌。

当前位置不要盲目增仓,虽然某些
券商的策略分析师用大喇叭喊多,但是
他们观点的连续性不强,而且历史上券商
策略很少正确。所以,不要被外围舆论
所困,看图说话,指数涨了人云亦云。仔
细想想,无论从哪个方面来说,现在和去
年并没有太大不同,目前的反弹主要还是
前期跌得多了,看空的投资者集体杀
跌之后仓位很轻造成了抛压骤减,做多
资金在一定的时间和空间内没有足够的
对手盘。随着投资者买入股票带来指数
上涨,股票市场的供求关系发生变化,单
向上涨的压力不断增加。建议投资者在
此阶段,不要高位盲目提高仓位。如果前
期的成交量很难在短期内解放这么多的

用后悔,未来肯定有更低的位置适合买
入,没必要在一片涨声中追高入货,万
一上涨的时候轻仓,跌的时候重仓就麻烦了。

从去年大牛市开始,有一个问题一直
困扰着广大投资者,那就是看似丰厚的
账面利润往往是过眼烟云,稍不留神就灰
飞烟灭,甚至最后亏了本金。利润看得到
却拿不到,一个调整就把好几周甚至几个月
的利润吐回去。今年,可能这个问题将
更为突出,账面利润往往要通过好长时间
的累积,我们要做的就是保住这块利润,
不要在随后的快速调整中又失去。目前
阶段,在反弹持续了一段时间,市场开始
争论后市走向的时候,最好先把一部分
利润兑现,降低持仓比例,耐心等待可能
的调整结束。即使耐不住寂寞,要去凑
凑热闹,也要控制好每次出击的资金比
例,切忌盲目重仓、全仓出击,特别要设置
好合理的止损比例,争取把来之不易的
账面利润真正转化为投资收益。

□投资非常道

我们需要赌牛市吗

□金学伟

无论牛市还是熊市,短波段总是占绝大部分。
以统计的数字看,20年22个上升波段,平均时
间长度6个月,但有16波都在5个月及以下,占
到了全部上升波段的73%,涵盖了12波熊市反弹中
的11波,10波牛市上升浪中的5波。

换言之,调整市中的反弹都会以短波段出
现;牛市初期的第一个上升波段大多数会以短波
段出现。比如998点的第一波到1223点,连头带尾
3个月;1849点的第一波到2270点,也只有3个月。
还有1996年的512点、2008年的1664点,虽然没
有出现短波段的上升-回调-再上升,但前4个月也
都是一步一回头,阴阳交错式地上升,直到第5个
月后才流畅起来。

由此产生的分形交易逻辑就是:当一个低点产
生后,你不能确认这是牛市开端还是熊市反弹,都
可以短波段来对待;在上升分形确立,波段成立后,
逢高减仓,或由寻机买入,转入寻机卖出。因为大多
数短波段行情都会在月线上升分形确立后,到达涨
势末期。如果是熊市反弹,你就可能卖在高位;是牛
市第一波,也没吃多大亏。因为牛市的初期总是
磕磕绊绊,不是以短波段出现,就是以单条阴线或
长上影,一步一回首。这种做法,在一些高人看来,
有点鼠目寸光,但对我们长期稳定盈利,却是有好
处的。李昌镐步步俗手,不以惊艳高超作为追求,却
成为围棋界常胜将军,道理正在于此。

分形原本是安排最后说的,但因讲波段寿
命,涉及到了分形问题,索性就再延伸一下,介绍
分形理论的又一概念——段。

这一概念是18年前一位做期货交易的学生
告诉我的。他说,不是所有的价格波动都要消耗
能量,比如昨天10元至11元,今天最高价和最低
价都没超过,所以,今天的波动,无论涨跌,双方都
没消耗新的能量。唯有创新高、新低的走势,才
需消耗新的能量。因此,他把每一个新高、新低都
作为一个“段”,通过一轮趋势已运行了多少段,
来制定交易策略。

举例说,以2005年6月998点这条月线为基
准,7月没创新高,不计;8月创了新高,开始计
段,以后每创一个新高就计1段,这样,从998点到
6124点,总共21段(让人想起斐波那契数列)。

如此计算,从上证指数诞生到目前,6轮大级
别牛熊循环(上证指数100点到1558点,算作一
轮),其运行的段数分别是——100点至1558点至
325点;涨13段,跌10段,回吐比例0.77;512点至
1510点至1025点;涨10段,跌3段,回吐比例0.3;
1047点至2245点至998点;涨13段,跌14段,回
吐比例1.08;998点至6124点至1664点;涨21段,
跌10段,回吐比例0.48;1664点至3478点至1849点;
涨7段,跌13段,回吐比例1.86;1849点