

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,原因是什么?  
**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。两会过后,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 and 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。由于经济还未见底,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较有优势,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

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,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

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行行情难度较大。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增加。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。

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;畜肉类价格下降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

投资感悟

## 把账面利润转化为真实盈利

□中索

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。今年赚钱不容易或者说很难赚钱,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,每天来回震荡好几次。也许本轮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

参与反弹要选高弹性品种,前期最好品种是有高迭转概念的次新股,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。

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走势。

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。

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,稍不留神儿就灰飞烟灭,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,我们要做的就是保护住这块利润,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,要进去凑热闹啊,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也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,阴阳交错式地上涨,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,或由寻机买进,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。因为牛市的初升期总是磕磕绊绊,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,跌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点至5178点至迄今:涨11段,跌3段,回吐比例0.27。

由于2245点的调整是对325点至2245点的总调整,所以将325点至2245点合并计算,总共18段,其后下跌14段,回吐比例0.78;同时,6124点至1664点至3478点至1849点是同一轮调整中的ABC浪,所以合并计算后,总共28个上升段、23个下跌段,回吐比例0.82倍。

股价运动,说到底是一种能量运动,但能量本身无法显示,人们只能通过它所做的功来测量它的大小多少。段,就是计算能量的方法之一。

当然,段是有级别的。最高等级的段是分形+收盘刷新,以5178点下跌的日线为例:从最高点起,第1条确认下降分形的是6月16日的K线,其低点低于前两条K线最低,因收盘也低于前两条K线最低,因此,6月16日的这条阴线就是下跌第1段。其后,6月19日、26日、29日、7月3日、8日,都是最高等级的段,由此,从5178点到3373点,总共6段,进入反弹。

这段走势说:我有6段的下跌能量。所以,当3373点反弹到4184点再下跌后,我们再计算它的段数:7月27日、28日、8月21日、24日、25日、26日,也是6段。然后我们就看到,大盘在2850点神奇般地止跌,反弹了。

由于5178点至3373点至4184点至2850点是一组小的abc浪,可合并为一个波段,所以我们需计算5178点至2850点的下跌段,计算结果为9段。“一个完整下跌波段具有的能量是9段”,所以,当3684点进入C浪后,我们如法炮制:从12月24日出现第1个下跌段,到2638点为止也是9段,结合均线,你就能知道,它是一个最佳抄底点。

以5178点下跌的日线做案例,仅仅是说明如何计算段,以及如何将这—分形概念引入我们的市势观察、判断中,而不是提倡读者今后也这样做。事实上,5178点的下跌是个非常特殊的案例,其日线级别的波动就超过周线级别的波动。众人皆醉我独醒,满市场冲动唯我冷眼旁观,只有达到这样条件时,把段的概念用在日线上,才会有好的效果。否则,应尽可能用月线来观察大级别趋势的能量及其运行状况。

而观察结果:一是所有的调整,无论大小,C浪的段数少于A浪的迄今还没见过;二是段的回吐比例小于等于0.3倍的只有1997年1510点到1025点这一波。股市常有奇迹、有特例,但把投资和操作的希望寄托在奇迹和特例上,老金胆子小,不敢。因此,2638点像1997年的1025点那样,成为长期横向震荡的底部是有可能的,牛市已经展开的概率不会超过15%。

曾经沧海难为水,除却巫山不是云。在刚刚经历过5178点这样的大牛市后,已没必要再赌一把大牛市。尤其又经历了3373点、2850点、2638点的成功抄底后,就更没必要在这个时候去赌什么牛市。这不仅是一种判断、一种策略,更是一种道。“灾将降大任于是人也,必先苦其心志,劳其筋骨,饿其体肤,空乏其身”。唯有在寻常时机经过“饿其体肤,空乏其身”的,才会在真正的大机会来临时,更准确、更勇猛地出击,信心百倍、豪气万丈地获取投资收益。想全力抓住每一段行情并做到尽,往往适得其反,最终把自己的意志和激情全部消磨干净。