

多论剑

# 机构风险偏好提升 市场有望保持活跃

私募基金人士认为,主题炒作由小市值到大市值品种转移,反映的是系统性风险下降和市场情绪回暖,后期主题投资还将围绕业绩和估值寻找机会,业绩增长有想像空间,估值合理的品种有望获得更多资金青睐;三季度市场将保持活跃,但指数上行空间不大。

□本报记者 刘夏村

## 机构风险偏好已提升

中国证券报:近期,主题炒作已经由小市值品种到大市值品种转移趋势。这种转移趋势能否持续?后期如何把握主题投资机会?

蒋锴:市场风格的这种变化并不仅仅因为市值偏好。今年除了新能源汽车和OLED以外,赚钱效应明显的主题投资机会以涨价逻辑和价值成长为首。如果市场保持活跃,主题投资从小市值品种向大市值品种转移的趋势很有可能持续。今年A股市场的风险偏好明显降低,小市值品种普遍估值高,机构投资者更关注上市公司的业绩和成长性,即便是主题投资也开始摒弃单纯讲故事的股票,大家希望有安全边际。A股市场永远不缺主题投资机会,但参与过后能够赚到钱要打个问号。今年的市场到目前为止还是以存量资金博弈为主,行情走得短,主题切换快,如果只是追涨杀跌,获利会很困难。后期的主题投资机会还是要围绕业绩和估值寻找机会,业绩增长有想像空间、估值合理的投资标的才能得到更多资金青睐,行情可以走得更远。

李国林:主题炒作由小市值品种到大市值的转移背后,反映的是系统性风险的下降和市场情绪的回暖。现在系统性风险的消退,为投资操作提供了良好的时间和空间,提升了场内以机构为代表的投资者的风险偏好,大家普遍有加仓的意愿和动力,行情自然由原先的炒作小市值品种向纵深发展,进入大市值个股。但是,这一行情还是场内机构的加仓所推动,属于修复性行情,所以大市值股票的上升空间有限。后期的主题性机会,还是与中国经济转型升级、科技进步、制度性改革政策推动有关,投资者应重点从主题的力度、强度(持续性)、覆盖性来选择并预先储备相应的标的,以备在风口到来之时从容跟随。

中国证券报:近期,大宗商品行情再次上涨,对A股有何影响?

蒋锴:今年大宗商品行情的广度和深度超出大多数人预料,最重要的原因有两个:大宗商品走了几年熊市,确实有反弹需求;低利率

环境下热钱太多,需要寻找去处。在全球经济增长放缓的大环境下,除了黄金等少数避险品种,其他大宗商品的上涨能否维持有待商榷。值得注意的是,有些大宗商品的现货价格并没有跟着对应的商品期货同步上涨,所以今年的现象是先炒期货,股票跟着期货涨,现货涨不涨不重要。大宗商品的走强会带动相关板块股价的上涨,对目前孱弱的A股市场而言是一个利好。如果大宗商品价格的上涨能够带动PPI由负转正,有助于恢复市场对于经济企稳复苏的信心。

李国林:对于A股来说,商品价格上涨如果传导到相应品种的股票上涨,那一定是市场预期其涨价可以持续。经济已不可能再坏,流动性正在从金融市场向商品市场外溢,所以大宗商品已有显著上涨。与大宗商品相关的股票股价还没有什么反应,如果经济能持续好转,对此类股票的预期终将修正。

## 真成长有望担当涨升主角

中国证券报:如何看待后市走势?哪些投资机会值得把握?

蒋锴:6月以来市场慢慢企稳,MSCI冲关失败、英国脱欧、万科复牌等几大利空都没有造成指数下跌,甚至有利空出尽转而上涨的现象,这都是市场信心在不断恢复的标志。如果外围市场不再发生重大利空,三季度的市场预期将继续保持活跃,但指数向上的空间并不大,很多高估值的中小创个股预计还将震荡寻底。

今年的资本市场风起云涌,外汇、大宗商品、国债都走了一波很大的行情,除了年初的熔断,股票市场其实并不是今年的焦点。下半年上证综指可能会在一个较窄的区间震荡,波动率比过去一年明显降低,要在存量资金博弈为主的市面里获得确定性收益会变得困难,下半年投资理财的焦点并不是炒股票,而是配置境外资产、量化对冲基金、贵金属等。但目前指数处于相对低位,具备一定的长期投资价值。

李国林:对于下半年的A股市场,目前是走第一轮的修复行情,背景是上半年所担忧的一系列风险消退,表现为大小同涨,蓝筹与成长共舞;我们可以期待第二轮行情,这第二轮



上海艾方资产管理  
有限公司总裁 蒋锴

如果外围市场不再发生重大利空,预计三季度市场将保持活跃,但指数向上的空间不大,很多高估值的中小创个股还将震荡寻底。

上海凯石益正资产管理  
公司投资总监 李国林

第二轮行情值得期待,将由制度性改革政策、新兴产业扶持措施、技术突破和相应风险偏好的提升几大因素驱动,新兴产业、垄断行业中的受益股、真成长股将担当上涨主角。



行情将由制度性改革政策、新兴产业扶持措施、技术突破和相应风险偏好的提升几大因素驱动,市场表现的结果是再次分化,即由新兴产业、垄断行业中的相应受益股或真成长股担当上涨主角。

我们要顺应社会发展趋势,积极布局那些市场预期即将大幅或正在改善的行业和

公司,重点关注传统产业中的企业的转型升级;新兴产业中的新公司(新上市,新商业模式,新技术突破等);低估值的消费类白马龙头。尤其是那些反复受到政策催化的高端制造业——新一代信息技术、新能源汽车、航天技术、海洋技术、半导体、新材料、生物医药。

## 谈股论金

# 人民币汇率波动不会动摇A股走势

□晓旦

在短暂的风险情绪复苏后,英国脱欧阴霾再次笼罩国际金融市场,近期国际金融市场依然处在避险模式中。笔者认为,人民币汇率波动不会动摇A股走势。

最惹人关注的是英镑兑美元再次大幅下跌,已经跌向1.28关口,为1985年以来的最低位;避险日元和黄金则光芒四射,美元兑日元跌向100大关,黄金则飙升,升至每盎司1360美元上方。国际金融市场的动荡也影响到人民币汇率在近期大幅波动,人民币兑美元汇率的中间价,7月6日报6.6857,较前一交易日下跌263个基点,创下自2010年11月3日以来新低。

先回过头来看看今年新年伊始A股市场迎接投资者的新年礼物不是“开门红”,而是人民币大幅贬值以及A股市场的股灾式下挫。人民币汇率下跌近3%,A股市场在一周内下跌超过15%,创业板下跌超过20%。以至于在

## 投资感悟

# 珍惜新兴产业标的建仓机会

□中泰

最近A股逐步盘升到3000点区域,市场震荡加大,投资者对于后市的涨跌预期分歧比较明显。特别是最近一些影响力大的事件层出不穷,万科风波、汇率波动、英国脱欧等,助推了市场波动。不过,好在目前市场的浮盈不大,向下空间有限。对于未来市场的运行趋势,笔者的观点是总体横向震荡,代表先进制造的新兴产业局部牛市将继续。

市场短期不排除有大级别调整。从市场运行节奏来看,A股基本围绕2800点至3100点区间波动,目前的市场位置正在逐步靠近上轨,有可能出现见顶回落。特别是,最近几次比较大的黑天鹅事件中,A股都独善其身,保持了独有的节奏,或许在该跌没跌之后出现该涨不涨的尴尬,一旦外围市场再度出现利空,A股可能借此出现一次补涨。同时,近段时间,小盘股的整体上涨基本告一段落,完成上涨节奏的主要是

A股市场上,人们对人民币汇率下跌谈虎色变。不过,此次人民币汇率的下跌并没有引起A股市场的下跌,相反,A股市场走出7月翻身向上的走势。因此,可以说股市走势并不与汇率变化直接相关,而与对汇率变化的解释有相关性。

今年初,A股市场对冲汇率变化的担忧在于,惧怕人民币贬值引发资本大量外流,因此引发A股市场的抛售浪潮。而后来的数据表明,这种担心有些杞人忧天。有意思的是,在此次外汇市场的波动中,汇率下挫的国家,股市反而表现较好。除A股市场以外,英镑汇率下挫幅度最大,而英国富时100指数最先收复因脱欧而引起的下跌,并在近日创出脱欧公投前的高位。而作为避险货币的日元虽大幅升值,但是日经指数大幅下挫,近期仍在低位徘徊。

对于股票市场来说,国际金融市场的波动,使人们预期各央行会采取更为谨慎政策。美联储最新会议纪要表明,美国就业市场不确定性增加,同

时英国脱欧公投等国际因素加大了经济的不确定性,因此美国暂不采取加息行动。市场也普遍认为,面对英国脱欧公投的沉重压力,英国央行和欧洲央行将推出更多的宽松举措以减轻英国脱欧带来的打击,即使出现负利率的货币政策,也不足为怪。对A股市场来说,中国6月外汇储备为32051亿美元,好于预期的31670亿美元,多于前值31917亿美元,没有出现资本大量外流现象。

在7月第一周,A股如料向上展开反弹,其中具有指标性的上证指数曾突破3000点。展望未来,此前人们所普遍担心的利空因素已经基本落地。人们所忧虑的主要在于国内的经济数据尚未有明显好转迹象。实际上,人们现在已经在普遍接受中国经济将会走出L型态势,在很长一段时间内经济增长将在低位横盘。但是这种横盘并不是简单量的重复,而是伴随着结构性转换,这种转换为A股投资者提供了很好的机会。

## 投资非常道

# 平衡市需要平衡策略

□金学伟

股票市场,波动是永恒的法则,但波动的密钥却掌握在平衡手里。在平衡与非平衡态中,波动的形式会有很大差别。前者混沌而复杂,后者有序而顺畅。因此,按数学中的“先定型,后定量”原理,我们对股市的分析判断,也可以从平衡与非平衡态入手。这是我们从一开始就介绍价值中枢和平衡波动理论的原因。

对平衡与非平衡态的把握可从两个方向进行。最直接了当的是看现实走势,当原先简单有序的走势变得不再那么简单时,直观就可以告诉我们,市场来到了一个平衡区间,或者一个平衡区间即将产生,去年8月至2850点后的走势就是这么一种情况。

还有一个是通过观察和计算,TPO点核法和均线法就是这方面的主要工具。前两周,我们通过这两种方法,指出当前市场的两个主要均衡点,一是TPO点核法的2800点,二是均线法的2675点。2675点有1600日均线在那里横着,一目了然。而TPO点核法需要一个价位一个价位地核对,由于没有仔细核对,所以文中说的2800点的价值中枢并不准确,实际应该是2900点——从2007年1月到本月为止,2900点累计获得的TPO数量为33个,明显超过我们上次所讲的2800点的29个。

在讲完了平走法则后,我们均线序列的主要内容基本结束,正好和一开始就介绍的价值中枢理论相呼应。趁此,我们用网友天高云淡君提供的TPO点核公式—— $T0:COUNT(H>=A0 \text{ AND } L<=(A0+100),500)$ ,对沪深大盘的价值中枢演变做一番全面回顾。

最早出现的是700点。从1992年5月到1996年1月512点,它累计获得了26个TPO,占全部交易时间46个月的56%。既是A股历史上第一个价值中枢,也是做得最实的价值中枢(从时间占比看),因此,从1996年10月脱离700点后,再也没有跌到这个价位。

第二个价值中枢是1100点至1200点。从1992年5月首次见到,至1999年5月的5·19行情时,1100点累计获得30个TPO,1200点累计获得29个。

第三个是1500点,到2005年6月的998点时,累计获得36个TPO。

回顾这3个价值中枢,可以发现——它们涵盖了A股的整个第I大浪。700点是底部的价值中枢,驱动了512点到1510点的牛市。1200点起到了承上启下作用,驱动了1047点到2245点的牛市。1500点作为第I大浪的最后一个价值中枢,驱动了998点到6124点的牛市。

它们全都在第I大浪的①浪中,即到1993年2月1558点时就已露过面,报过到。其后的走势,不过是把①浪的波动空间细分一下,再一个台阶一个台阶地重新来过。这种走势,和市场轮廓理论中的平衡市或变形平衡市极为相似:开局先打出一个很大的向上波动空间,然后大幅回落,再逐级向上波动。

它们的TPO数量呈逐级增加状。700点,以26个TPO完成;1100点,以30个TPO完成;1500点,以36个完成。这符合价格越高,对能量的要求越高,能量积蓄的时间要求越长(TPO数量需要越多)。

它们和均线之间有着良好的配合。和700点价值中枢相匹配的,是400日均线的660点附近横行。和1100点至1200点价值中枢相匹配的,是400日均线在1220点一线的横走。和1500点价值中枢相匹配的,是1600日均线在1580点一线的横走。横走的均线级别有多高,未来的行情力度有多大。

它们所驱动的牛市,都无一例外地遵循这样的模式:跌破平衡中轴,出现较大的负乖离率;构筑起有序的上升结构;向上穿越平衡中轴,越涨越流畅。这种模式符合中国股市的基本特征与耗散结构理论。根据耗散结构理论,系统只有在3个条件下才能形成有序状态:一是开放性,能与外界进行能量与物质交流;二是远离平衡;三是涨落。沪深股市由于在与外界的能量交换上存在显著的时间间歇特征,总是过几年突然杀进一大波资金,炒一轮后又哗啦啦全走了,剩下股民自己跟自己玩,所以它很难在平衡态中,经复杂的自适应过程,慢慢生发出持续向上的牛市。

2008年的全球金融危机,沪综指大跌至1664点见底,这个点位宣告以往的3个价值中枢都已完成历史使命,新一轮超级循环开始。

这轮超级循环形成的第一个价值中枢是2000点,从2000年7月到2014年7月,累计获得的TPO数量为38个。阳光底下没有新鲜事,这个价值中枢可视为I浪中的700点。而现在构筑的2900点或许可视为I浪中的1200点。由于这个价值中枢已累计获得33个TPO,应该说已完全成型。剩下的只是一个时间问题或者说TPO的数量问题:它是否也像过去那样,一定要积累到明显超过2000点后会驱动另一波牛市?还有一个是空间问题:是否也像过去那样,一定要在明显低于价值中枢的位置上,才能构筑起有序的上升结构?

这两个问题,时间是最主要的。空间则可保持一定的开放性态度。毕竟,自相只是混沌世界中的分形之一,还有随机分形、非线性畸变分形等。

先定型,后定量,也包含了先定型,后定策略和工具。在平衡市交易中,有几个策略比较重要,能较好地兼顾风险和收益。

一是追求模糊正确。只要位置合适,大致可以,就要放弃对形态结构的追求,以市场表现为第一关照重点,这在2780点的成功抄底中已得到了体现。

二是放弃趋势观念。在接近价值中枢位置上,不管市场涨跌,始终保持一定的持仓比例,再以一部份资金高抛低吸,随机操作。

三是合理选择技术工具。在平衡市中,最好的技术工具乃是动量指标,尤其是SKDJ。个人经验,慢速KD在平衡型交易中只需注意两个问题就能应付绝大多数的波动。一个是周线和日线的协同。大体说,没有周线金叉协同,日线就是一波到顶,像第一次2638点反弹。有周线协同的,日线的KD会有2到3波,直到明显的顶背离出现。另一个是日线本身的强度。我讲过,动量指标的作用首先反映强弱,我把90作为强势标准,慢速KD达到90以上才回落,十有八九回落之后还会再有一波,除非是第3次到达90以上。

四是把更多的注意力放在个股上面。在平衡市中,一定点位和一定走势背景下,能找到几个对此有充分信心的股票,在无流通风险前提下,能容纳多少资金,才是决定我们仓位比重的关键要素。

## 私募操盘

# 追求高品质生活 品牌消费产业股崛起

□金百临咨询 秦洪

近期A股市场出现相对强硬的走势。一线白酒股成为机构资金抱团取暖的标的,贵州茅台轻松创出历史新高,不少二三白酒股奋力追赶,但与历史新高尚有较大距离。这折射出何种产业发展方向?对A股消费股的选择有何启示?

白酒股一直是A股市场价值投资核心品种。如果白酒行业复苏,迎来景气周期,那么白酒股股价涨势较为凌厉。2003年至2010年的走势最为突出,诸多龙头品种凭借业绩高速增长成功穿越牛熊循环周期。一旦白酒行业没落,那么股价跌幅较为惨烈,其间少有反弹。2011年至2014年就是如此,酒鬼酒等个股甚至沦为ST品种。

所以,白酒股在近一两年来走势是行业发展态势在证券市场的映射。从行业数据可以看出,自2015年以来,白酒行业开始复苏,但复苏的主要是贵州茅台、五粮液、泸州老窖等一线品种。尤其是贵州茅台,充当了白酒行业复苏的带头大哥,但是二三线白酒类上市公司复苏态势并不明显,部分上市公司的业绩甚至有所倒退。

一线白酒股获得了消费者的青睐,这主要得益于近年来的经济增长、消费者支付能力迅速提升。高端白酒自2010年以来,产品价格不涨反降,如此一增一降中,高品质白酒的受众群体迅速扩容,而中低端产品由于竞争无序且缺乏消费者品牌忠诚度,销售收入难有实质性提升。

白酒行业分化并不是偶然现象,如果将房地产的区域市场简单类比白酒行业,同样可以看出一二线城市房地产市场持续活跃,三四线城市房地产市场万马齐喑。当然,这里所提及的一二线、三四线城市的房地产市场,并不是按照他们的

商品品质来划分,而是按照一二线,三四线城市所代表的生活品质,比如在就业、就学、就医,甚至获取人生机会方面,一二线城市比三四线城市要方便得多。一二线城市其实代表着品质生活的方向,这是一二线城市中青年群体迅速膨胀的根本动力。据安信证券2016年策略报告所提及的数据,一线城市小学在校生人数增长率一直维持在4%甚至5%,这从一个侧面说明大城市对年轻一代乃至有着一定消费能力的中等收入阶层群体的吸引力,更加证明了他们对高品质生活的追求。

截至2015年,我国中等收入人群绝对人口达1.09亿人,雄踞世界第一。预计2020年,将超过4.7亿人。相对应的是他们拥有的财富在迅速膨胀,2015年已达7.3万亿美元,占全国财富的32%,这些家庭的消费支出增长将在当前至2020年期间的消费增长总额中占90%,他们的家庭消费中,较少比例用于满足生存消费需求,更多的消费支出用于提高生活品质,而家庭耐用品消费支出占比恒定,这说明中等收入消费倾向更多有略微奢侈抑或高消费倾向,追求舒适、享受和高效率生活方式。

当前年轻一代以及步入中等收入从而有能力为高品质生活支付代价的群体,正在影响着我国的消费产品结构。不仅仅是白酒行业、一二线城市房地产市场,还包括乳制品、肉制品、面包等快速消费品,甚至家具、汽车等耐用消费品。高品质生活的消费需求正在快速崛起,从而影响着我国消费产品业态,更将成为A股市场高成长股的集散地、跑马场。所以,对有能力提供高品质产品的消费类个股值得重点关注,相信他们将是未来数年A股新的能够穿越牛熊循环的高成长股。