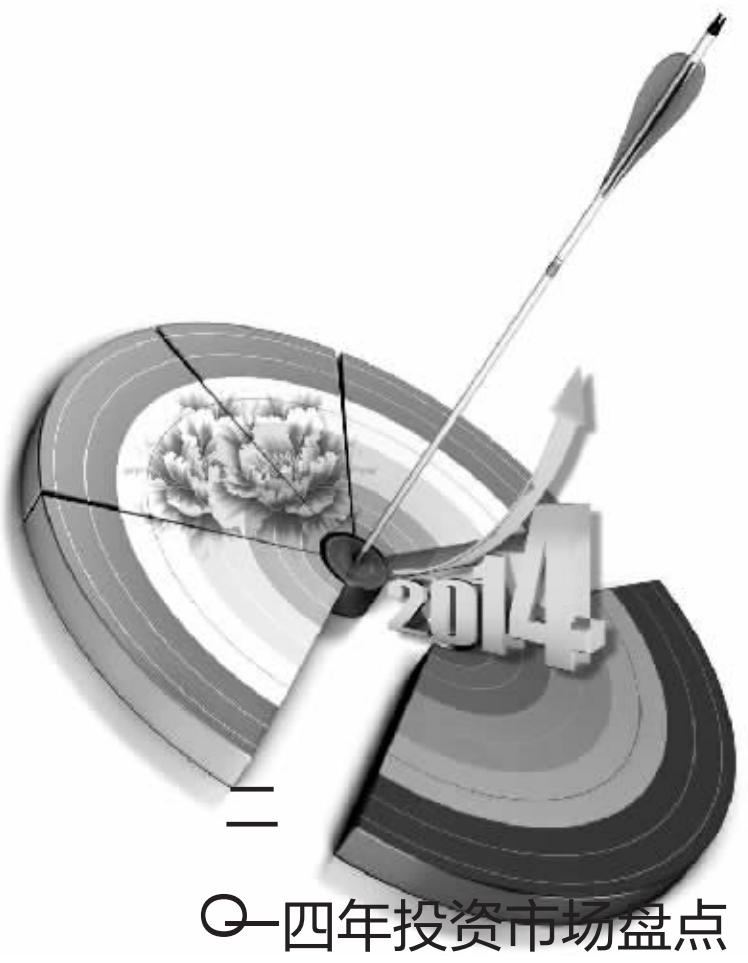
牛市驾到

卿云基金董事长 杨振宁

当大妈们压缩了跳广场舞的时间而去排队开户购买股票时、当多年没有联系的朋友突然打电话过来问应该买什么股票时、当股市涨跌成为地铁公交版局上出现频率最高的话题时，我知道，在2014这个冬天，“牛市”来了。



二〇一四年投资市场盘点

上证指数从年内最低的1974点最高实现了50%以上的涨幅，而最大的一段涨幅是在央行宣布“降息”后短短的11个交易日内实现的，还以12月9日超过1.2万亿元人民币的两市单日成交金额刷新纪录并称冠全球。仅看短期涨幅，上一次类似的疯狂行情还要追溯到遥远的1999年。

熊得太久，以至于广大股民忘记了牛的样子，股市残酷的“大浪淘沙”效应已经把亲历过1999年那波指数行情的股民淘得所剩无几，今天的广大参与者似乎只有翻开尘封的历史才能找寻到些许影子，以作为此番“牛市”的参照。只可惜我们的市场是个标准的“90后”，区区二十多年的历史数据无法承载“历史”一词的厚重深沉，因为我们现在面对的是“新常态”，如果看不到“新亮点”，那么回顾过去就只能是刻舟求剑。

仅在半年以前，2014年的5月份，那个月上证指数的月度振幅居然创出了135个月以来的新低，即从当月最低点到最高点仅有70个指数点位，振幅仅3.52%，是自2003年3月以来的新低，也是历史上倒数第二的月度振幅。现在，指数每天，是每天啊，百八十个指数点的振荡不在话下；而半年之前，有人要是说指数每天都会波动百八十点且年底会到3000点，一定会被当做疯子。这就是我们的市场，没有什么不可能，就是这么奇葩且专治各种不服。但一切感性描述的背后一定都有理性的逻辑，一切的存在都是合理，一切科学合理的推断，也能为未来的演绎方式作理性的预判。

天量杠杆资金消化历史筹码

2012年2月27日上证指数创出2478点的高点，此后，虽“六出祁山”多次“北伐”，但终究没有能克复2478这个点位，次次都是铩羽而归，直至去年1849点的“秋风五丈原”……从筹码堆积的技术角度讲，2400一线是市场多年的密集成交区，堆积了大量的历史套牢筹码，如果没有增量资金，单凭存量资金无论怎样兴风作浪也是无济于事，A股市场就此漫漫熊了好多年。

这一切在过去一个月发生了逆转。其实在央行“降息”之前，市场的成交金额就已经刷新了历史，并且在2014年11月14日站稳了2478点，笔者在当天的工作简报中把对2478点的收复比作“腊子口战役”。腊子口战役是中央红军在长征途中打开北上通道、进入陕甘的重要战役，此后便一路顺利到达陕北；而我们的大盘也有如光荣的红军一样，在2478点之后一口气打到了3000点上方……短时间内出现指数飙涨，究其根本还是新增资金的跑步入场，而“降息”之类的宏观政策仅是把这些资金拢到一条起跑线上，然后喊“各就各位、预备……”

“有钱”的指数在这个冬季“任性”了一把，但“有钱”二字说起来轻巧，过去监管层多少次救市，都没有让市场热起来，大量资金为何此次这么听“降息”的话，说白了还是两条，第一，大量社会资金寻找新出路：房地产市场风光不再、信托产品刚性兑付被打破、酝酿中的“存款保险制度”使得银行存款似乎也不安全了，那么这些资金要去哪里？不用你忽悠，人家自己就找到A股；第二，创新为新增资金插上翅膀,放足杠杆比例:于是券商的融资资金也好、伞形信托产品背后的信托银行资金也好，都用顶格的放大比例交给各类投资人，供他们在前线冲击搏杀……于是，杠杆上的“牛市”出现了，可是“杠杆效应”能持久吗？

短期指数飙涨缺乏赚钱效应

极富创造性且擅于自嘲的股民发明了“满仓踏空”一词，就是说虽然都买了股票，但眼睁睁看着指数大涨自己还是没有赚钱。这一波指数的飙涨就是靠券商、银行、保险等权重蓝筹板块带动的，如果没有持有上述板块标的，在本轮指数行情中是比较难赚到钱的，而上述标的股票却是极少数的，绝大多数股票不在此列。

市场通常说“二八分化”，即数量为20%的大市值股票和数量为80%的中小市值股票出现同一时期上涨和下跌的“跷跷板”效应，而此番上涨，恐怕连“一九”都不能算，说白了就是那么几十个股票在狂涨。因此，眼下市场只有两种人，一种是“杀红了眼”的，另一种是“急红了眼”的。指数惊人的涨幅和严重不足的赚钱效应形成了鲜明的反差，笔者不在这里分析券商、银行、非银等板块基于估值修复性质的上涨逻辑，仅从极度缺乏的赚钱效应来讲，是难以符合牛市特征的，而且此类现象也难以持续。

人心改变意义大于指数涨幅

A股市场从多年来的“谈股色变”那种姥姥不疼舅舅不爱、人嫌狗不待见的境地，在短短半年之内重新成为了全社会的焦点；过去公众认为中国社会有两个“全民吐槽、永不翻身”的领域，一个是中国足球，另一个就是中国股市。

破山中贼易，破心中贼难；指数一口气涨到3000点以上容易，可是要摒弃心中的熊市思维就难了。过去七八年的熊市对投资人的资产是个巨大的清洗，但最可怕的是对人心的改变。“股市就是上不去”、“A股熊冠全球”、“上去一点就要卖”、“股市就是大赌场”等等观点深入人心、浸入骨髓、植入基因。

这种意识上的负面效应要比财富的损失更为恶劣，因为这会让整个市场从此再无人气；就好比一段失败的感情最大的杀伤力不在于对时间、真情和投入的消耗，而是失去了再去爱的勇气。这种惯性思维的形成，有时间的力量、有惯性的作用，当然也有贴标签式的强大心理暗示，是很难突破和扭转的。只有通过极端的、疯狂的事件，才有可能形成逆转。眼下指数这样极尽疯狂的表现，足以扭转亿万国人的观念，这种世道人心的改变，远比指数一两千点的涨幅更有意义。

立足长远重视短期做空机制

正是由于“天下苦秦久矣”，才导致“鸿鹄”们短时间挥师百万、“霸王”独占鳌头，但笑到最后的却是“泗水亭长”。眼下赚到钱的大大小小投资者值得恭喜、赞美和学习，也祝福他们今后再创辉煌，更希望他们把证券投资作为长久事业来做，不要抱着“捞一票就走”的心态。投资是马拉松不是百米跑，没有有效期仅仅几个月的牛市、也没有涨蓝筹不涨中小市值个股的牛市。普遍持续的赚钱效应是“牛市”的唯一标准。如果真是牛市，那么有什么好着急的。错过的不要哀叹，得之我幸，失之我命；自己的好东西要拿住，赚自己能把握的、能控制的钱。不要见异思迁、不要妄自菲薄，好饭不怕晚，真的来一波轰轰烈烈的牛市，眼下的八九百点只算开胃菜。牛市最大的悲剧在于踏错节奏而不是错过节奏。

虽然笔者对指数的疯狂持有积极态度，但完全不等于让中小投资人明天就去追高。历史上所有牛市上演之时我们的市场还都没有做空机制，所有参与者只有做多才能赚钱，所以只能一门心思往上拱，拱到拱不动为止；而本轮行情，是指数期货上市以后第一次疑似“牛市”的局面，现在期指做空和融券做空手段已经非常成熟，未来还会有个股期权做空手段，现在市场下跌时也会有投资人赚到大钱，而且相对上涨，下跌赚钱可能更快。眼下市场有明显的情绪化特征，但避险的精神应该植入每一个投资者的骨髓，形成肌肉记忆。

紧跟宏观经济期待真牛来临

真正的牛市，除了应当有普遍而广泛的赚钱效应以外，还要对实体经济有一个良性的呼应。市场的疯狂居然使得很少人去关注经济了，需要知道皮之不存，毛将焉附。虽然历史上几次“牛市”和经济运行状况关系不大，但也请不要忘记也正是由于这种“不相干”而带来随后多年的痛苦煎熬。距离我们最近的2006、2007牛市中，指数用短短的两年时间涨了6倍，但随后的情形说是“灾难性”的也毫不为过。

健康的牛市，一定是长短周期结合、大小指数共振，既不是少数蓝筹品种疯狂上涨而大多数股票难以跟随，也不是脱离时间周期的配合仅在极短时间内实现惊人涨幅。从2014年7月底以来的本轮行情的主要逻辑是“投资人对于政策利好的预期强于证券市场的预期”，而非“上市公司业绩的提升及宏观经济的强势复苏”，因此衡量行情在2015年能否延续的关键还是在于现实中的宏观政策是否符合预期或高于预期，以及广泛的上市公司业绩是否会有实实在在的显著提升以回应之前指数的短期飙涨，即未来广泛的上市公司的业绩能否为眼下指数的飙涨做背书。

目前，我国的经济运行面临诸多挑战，说现在就来“牛市”似乎有些不合时宜；但两年多来，尤其是2014年以来决策层诸多能作用到A股市场的举措也使得“牛市”有了充分的基础。微观层面，2014年是A股的颠覆元年，颠覆的内容包括：做空机制的普及和范围扩大、多市场多区域互联互通投资模式初步确立、行政监管模式发生深度变化。宏观层面，2014年是中国的启程元年，启程的对象包括：决策层对内反腐改革的深入；社会经济结构调整模式的确立；对外最大限度“走出去”战略策略的高调出场。

每一次牛市都有一个导火索，我们现在回过头去看上一轮牛市导火索是股权分置改革下的国资证券化，而未来如果真有牛市，那么导火索应该是国资改革引发的民资充分参与垄断行业，应该是中国最广泛的“走出去”战略创造出的新需求，应该是社会经济结构转型下的新行业新服务，应该是破除唯GDP论而重视生存环境的新生活方式，但无论是哪一种，肯定不是天量杠杆资金突击入市。

牛市的基础

嘉实基金副总经理 邵健

随着资本市场持续上涨和沪港通的开通，投资者的信心明显增强。但是当我们读到经济增长的数据、企业的盈利数据，尤其是当市场出现持续下跌的时候，很多投资者不可避免地要转回一个问题，那就是我们牛市的基础是不是存在？

在经济减速的过程中，有的资本市场很出色，但也有些国家资本市场很萧条。对于这种现象，我们作了梳理，在减速过程中资本市场反映比较正面的市场有着共同的特征，一是积极主动推动经济改革转型，推动经济社会金融各方面的改革和转型。第二，这个改革和转型，是在一个政策相对稳定，或者是略微宽松的情况下进行的。这个结论其实回答了我们现在很多投资者心里面经常焦虑的问题——我们的改革是不是太慢？我们现在保持相对宽松的流动性是不是还在重复走老路？第三，在经济减速而股市表现好的市场中，要能够看到无风险利率的下降。这个从原理上讲很简单，企业的发展，无论是传统企业需要的喘息之机还是新兴创业企业需要的成长环境，都要求相对低的经营成本。第四，在这个过程中，我们要看到企业盈利能力的回升，这个盈利能力不是指它的利润保持增长或者加速增长，而是指ROE(净资产收益率)实现回升。

这四点是表现比较好的资本市场的共有特征，而表现不好的资本市场的特征主要有两个，一是过度宽松的货币政策，二是过度宽松的财政政策，它们都归结到一点——依赖传统经济增长方式和社会发展模式，持续刺激。

中国目前的情况是哪一种呢？我们总结的特征也是四个方面。第一，经济和社会的改革速度是非常快的，无论从经济增长点的设立、政府体制的转变、金融的政策，还是对外开放方面，我们看到了非常多的改革。而且，后面排在议程上的改革，比现在已经完成的改革数量还要多很多倍。

第二，社会政策和资金的环境方面，也是大致沿着相对宽松和渐进的方向在转变，包括已经看到的相对宽松的货币政策，包括在限制地方政府权力的同时不断给它舒缓的途径。

另外，就是无风险利率的变化方向。这个方面，我们已经看到了很多做法，比如说约束地方政府的投资冲动，约束传统企业扩张和投资；通过治理腐败、治理作风，降低整个经济运行的成本；更加支持发展轻资产、轻资本消耗的产业，比如文化产业，这些都会使得资金成本下降，无风险利率下降。

最后，企业盈利也是逐步企稳。我们看到，传统产业的产能实际上受到很大约束，另外他们也在加快并购重组，在新兴产业层面快速推进。此外，从历史上看，每次金融危机之后，都会迎来大的技术进步，我们看到了IT领域的变化，也看到了生物技术领域的很多进步，这些技术领域的进步对于企业盈利能力的提升显然会有很大帮助。

本刊执行主编 刘溟 编辑 常艳军 谢慧
联系邮箱 jjrblm@live.cn