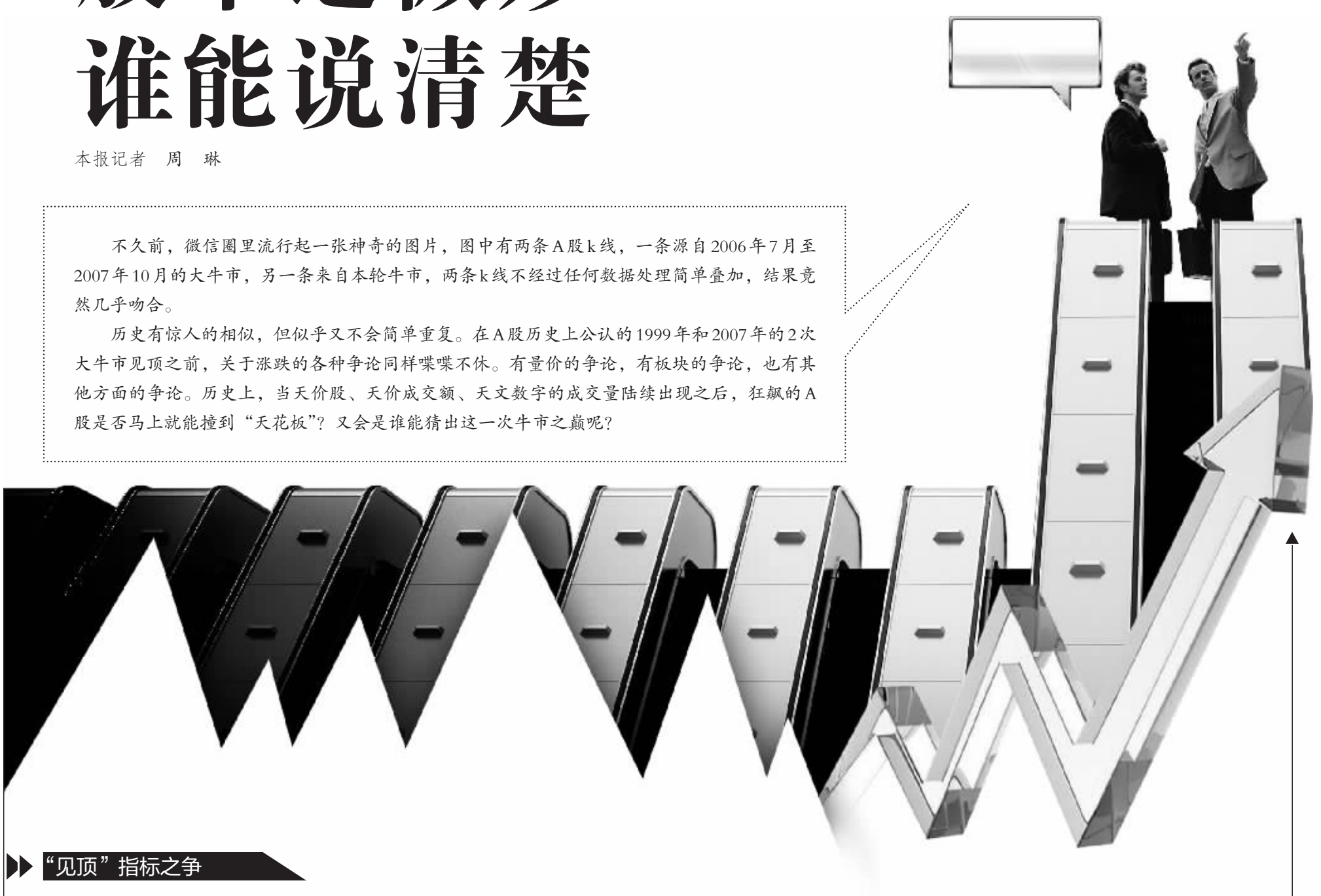
股市之微妙 谁能说清楚

本报记者 周 琳

不久前，微信圈里流行起一张神奇的图片，图中有两条A股k线，一条源自2006年7月至2007年10月的大牛市，另一条来自本轮牛市，两条k线不经过任何数据处理简单叠加，结果竟然几乎吻合。

历史有惊人的相似，但似乎又不会简单重复。在A股历史上公认的1999年和2007年的2次大牛市见顶之前，关于涨跌的各种争论同样喋喋不休。有量价的争论，有板块的争论，也有其他方面的争论。历史上，当天价股、天价成交额、天文数字的成交量陆续出现之后，狂飙的A股是否马上就能撞到“天花板”？又会是谁能猜出这一次牛市之巅呢？



“见顶”指标之争

天量见天价，地量见地价，这是一般股民证明股市见顶的主要“理论基础”。果真如此吗？上一轮牛市，上证综指从2005年6月的998低点上涨至2007年10月的6124高点。期间所谓的天量出现在两个位置。

一幕是2006年6月份，上证指数经过1年时间上涨，从998点飙升至2000点左右，指数翻倍，技术指标走势都出现了钝化迹象，成交额也从998点时日均不超过100亿元，上升到500亿元至600亿元的水平。

“在当时看来，很多像我一样的散户就认为已经出现天量见顶的信号了。”在A股摸爬滚打多年的股民老张回忆称，牛市启动之初，场内真正懂炒股的人不多，2000点之后很多“新韭菜”才大批进场。

刘江波是山东青岛一家机构的股市操盘手，在2007年那轮牛市，这家证券机构从不到20万的客户数量，很快在一年时间内飙升至4000多万。由于市场行情好，大量热钱涌入。2007年5月、6月份左右，上证综指用8个月时间再次翻倍，从2000点狂飙至4300点左右，日均成交量突破2000亿元，增长4倍，这在当时绝对算是天量。

券商交易大厅内，散户们开始嚷嚷着“真的要见顶啦，见顶啦。”就连民间“股神”杨百万都说，“如此疯狂的大牛市，如此蜂拥入市的狂热股民，我还是首次见到。我的理解是管理层正在调控，股市要见顶了。”

反对见顶之声开始出现。2007年4月，申银万国分析师桂浩明发表署名文章《巨量成交并不意味股市见顶》，认为当时巨量成交的出现，是在特殊环境下的特殊现象。所谓的特殊阶段，其特征就是居民金融资产的加速证券化与证券投资意识的复苏。在未来一段时间内，巨量成交的状况还将延续。股市保持上涨格局，还是很有市场基础的。

更乐观的大有人在。民间“高手”陈宏杰当时在谈到“2007年大牛市何时见顶”时认为，上证指数最终目标将在1000点的10至15倍处产生。目标指向上证1万点至1.5万点。理由是用PE简单的推算，增长若到2014年才结束，合理PE仍为20倍，逆推到当时上证8000点才是可投资的上限，8000点以上才是风险区域。

事实是什么呢？上证综指从2007年6月份的4300点狂涨至9月底的6100余点这样短短3个月的狂飙中，成交量一直在萎缩，危险信号在不断放大，最后终于见顶。在上一轮大牛市中，天量和天价出现间隔了5个月，天量这个指标在预测股市“天花板”时具有某种领先的特点，这是很多散户始料不及的。

关于牛市的顶部，当时各方的争论焦点还有很多。比如，高市盈率是否为牛市见顶的指标。支持的一方认为，2001年6月份上证综指攀升至2200点后，平均市盈率达60倍；2007年股指飙至6000点时的平均市盈率约为70倍。这些都证明随着市盈率增高，股指有逐步探顶趋势。“尤其是银行股的平均市盈率，一般20倍左右，大盘就见顶了。”普通散户老张的话很有代表性。

反对者认为，市盈率只是一个书本上的指标，在股市实际运行中市盈率高得离谱、股价还在往上冲的“神股”比比皆是，低市盈率似乎不代表大盘不牛，有些板块市净率、成交量等指标更有参考价值。比如，2009年的上涨行情，沪市的平均市盈率仅为27倍，而股指与市盈率“逆向而行”的案例在牛市大幅调整时期并不难找。

还有“两桶油”涨停定律之争。支持者认为，一旦像中国石油和中国石化这样的强势龙头股出现涨停，大盘肯定要调整，甚至见顶。比如，自1999年那次大牛市的后期中国石化涨停，随后大盘步入近1个月的调整。在2007年的牛市中，中石化分别在2007年1月、5月份两次涨停，随后大盘进入至少30天的调整。

不过，反对者认为，综合2001年8月之后中石化涨停的数据显示，这一信号的出现的确频频引发震荡，但除了见顶前那次，大多没有改变涨跌的大趋势。2005年、2006年中石化都出现过涨停，但都没有动摇大盘向上的趋势。在2014年年末，中石化也拉停过2次，之后的行情还是凶猛依旧并延续至今。

综合这么多信息，各类指标似乎都有优劣，争论哪棵“消息树”能准确预测股指见顶，似乎永远不会有争论的结果——因为每一代人的牛市都不同，尽管这代人经历了风险投资教育，但是下一代“新韭菜”依然会忽略各种指标，勇往直前地冲向各种新概念板块。从这个意义上说，大盘见顶的最重要指标是投资者的钱袋子，这一点似乎鲜有争议。

基本面派vs政策面派

除了量价、市盈率等各类指标，此前两轮大牛市中，争论的焦点还体现在基本面和政策面上。显然，不同的牛市有不同的基础，如果能清晰地认识牛市的基础，就能够很好判断这一动力何时枯竭或者转向其他动力，牛市顶部自然也清晰可见。

好买基金研究员魏璐认为，尤其对于A股市场来说，探究牛市的顶部更像是发掘政策利好的效应。一旦政策转向，风势发生变化，股市的晴雨表作用很快就会显现。

2000年12月，当时还是中国信达信托投资公司员工的张小琦曾撰文表示，我国股市2000年整体呈现大牛市，主要是由于我国经济增长率上升，这一宏观基本面在发挥支持作用。由此可以推测，2000年我国宏观基本面不支持股市继续走全年牛市行情，至多是波段行情。

问题是此前多年的GDP增幅都处于高位，大牛市并未如期出现——不同的声音很快就出现了，政策面派的专家更强调中短期政策对股市的影响力要超过基本面的影响，甚至认为有些牛市不需要太多基本面的支撑，资金和政策的因素至关重要。

当时在上海金融学院金融研究中心供职的鹿长余认为，1999年9月，中国证监会发出《关于法人配售股票有关问题的通知》，明确允许国有企业、国有资产控股企业、上市公司等3类企业除可参与配售股票外，还可进入二级市场对流通股票投资，这是资本市场的重大利好消息，成为直接推动股市走牛的动因。

显然，相较于基本面派别，很多人对政策面的因素更为看重，而A股市场到底是该听基本面的还是该听政策面的，这样争论似乎从未停止。由此引出牛市见顶的判断也截然不同。基本面派在看好中国经济前景之余，显然更倾向于“慢牛”和“长牛”，在1999年大牛市中见顶的判断中，很多基本面派的专家甚至以为牛市可以延续到2006年。而政策面派的专家则相对清醒，在综合了1999年12月高新技术企业将优先上市、国有股减持步入尾声等消息之后，政策面的专家开始把目光投向后面的熊市。

2007年大牛市后期，两种观点再度交锋。时任长城证券董事长的黄耀华认为，2005年夏天到2007年10月A股走牛源自三方面动力，其中两条与基本面有关，一是中国经济长期高速成长，二是人民币升值和流动性过剩。而更看中政策面的专家则把“股权分置改革试点”作为这一轮牛市的主要推手。

其实，纵观数十年A股市场，不用说每次牛市开启和结束可以找到各种因素去解读，就连每天大盘的顶和底也都能找到许多理由去解读。说句玩笑话，股评家必须是“两头堵”，大盘上午飙涨了，得找到10个理由，大盘下午跳水又得憋出10条解读。就像前不久的那个周末，有散户开玩笑说，管理层周末2天场外多空对战，让手快的分析师撕了3份股市报告。

由此判断，股市见顶实际上需要综合多方面因素去思考。既需要技术层面的各个指标直接引导，也需要基本面和政策面的因素去支撑，更要结合不同牛市的自身时代特点去分析判断。比如，2007年的牛市中，受经济发展周期影响，那时的钢铁股、能源股、房地产股实际上是当时的成长股，他们的涨跌成为左右大盘走向的主力。而1999年那次带动大盘上冲的显然是网络概念股，这些成长股的走势直接影响着当时大盘见顶的时间。

都说牛市不言顶，其实这句话的要义在于新人和新股。股市的主力永远是新一代人，每一代人都要创造自己的泡沫和体验它的破碎。

平心而论

向谁学习做减法

齐 平

《伊索寓言》里讲了个故事：有人拿了尊神像到集市上卖。他大声吆喝，说这神像有赐福、招财诸般功能。有人问：“既然这样，你为什么不自己享受这种种好处，还要卖掉它呢？”卖者答道：“我要的是马上就能兑现的利益，这神的利益却来得很慢。”

在5月烈火烹油般的行情中，一些上市公司的股东和高管“轻轻的我走了”。和理性的卖神像者一样，他们把“神的利益”留给市场，只把马上就能兑现的利益留给自己。

截至今年5月22日，上市公司高管减持的金额已超2014年全年；5月当月，上市公司股东和高管减持金额突破千亿元，环比增长近4成；一周之内，100多家上市公司发布了股东或高管减持或拟减持公司股份的公告——这争先恐后、这步履匆匆，分明是应和着大盘越涨越快的鼓点。

资金如水，贵在流动。大股东和高管的减持行为无可厚非，甚至可以说充满正能量。至少这提醒股民，有一些比你更了解公司的人选择了落袋为安；至少部分减持资金可用于公司发展，也算是实现了对实体经济的返流。5个月上涨5倍多的乐视网，其董事长宣布将把减持所获的上百亿元放到公司账上当零花钱用，大概真的要从半年来出台的诸多规划中找一两样来落到实处了。

“前第一高价股”全通教育仅两股东减持5%多套现的22亿元，就相当于公司去年全年净利润近50倍，抵得上288年现金分红；即使是某公司高管仅是一般水平的套现1亿多元，与其60多万元年薪相比，一把就挣出来180多年的辛苦钱。

股谚有云，“会买的徒弟、会卖的师傅”。事实教育了无数自以为“下一次会在大跌前离场”的股民：看看那些高位甚至是最高位精准减持的师傅们，你是否该好好学学做减法了？

只是，神龙见首不见尾。要学习的远不只是减法。

看看某些“靠创业致富、靠创业板暴富”的公司，都是异常勤奋的好学生：要配合大盘的阶段性热点，撰写内容丰富的重组、改名之类公告，编题材、讲故事，甚至无中生有，这是“加法”；到公布各种报表的节点，要来点高送转之类的数字视觉大片回馈市场，这是“除法”。只有做好了这些功课，才能在羞答答的业绩基础上，做好放飞市梦率的“乘法”。

与操盘技术高低关系不大，与心性修炼深浅关系不大。在香港联交所上市的汉能薄膜发电，盘中突现股价20多分钟暴跌近半的惊魂一幕，其大股东居然在暴跌前一日两度增持。与中信证券在利空出台前一天精准套现100多亿元的潇洒比起来，水平岂止云泥之别。

也许，在这场游戏中，你和他的不同，不仅在于他有一双慧眼，更在于这双慧眼能看到底牌，当然，他还有一双可以换牌的巧手。

不仅能在理想的价位减持，还能在更理想的价位玩玩定向增发什么的接回来，在场外就过了高抛低吸的瘾；不仅赚大钱，也要省小钱，和自家人包括配偶通过大宗交易对倒“洗洗股”，可以省下一笔可观的税费。这里面门道多了，说不得、学不到。

上市公司通过“市值管理”就能轻松“管理市值”的怪象，可能是A股市场独有的一道风景线。证监会22日新闻发布会上列举的涉嫌市场操纵“6宗罪”，无一不靠“内部人”的参与和配合。这种市场操纵与内幕交易并行交织的网，为控制人提供了“一切尽在掌握”的“安全边际”。只是，普通投资者的防护网在哪里呢？

本刊执行主编 刘 溟
编辑 常艳军 谢 慧
联系邮箱 jjrblm@live.cn