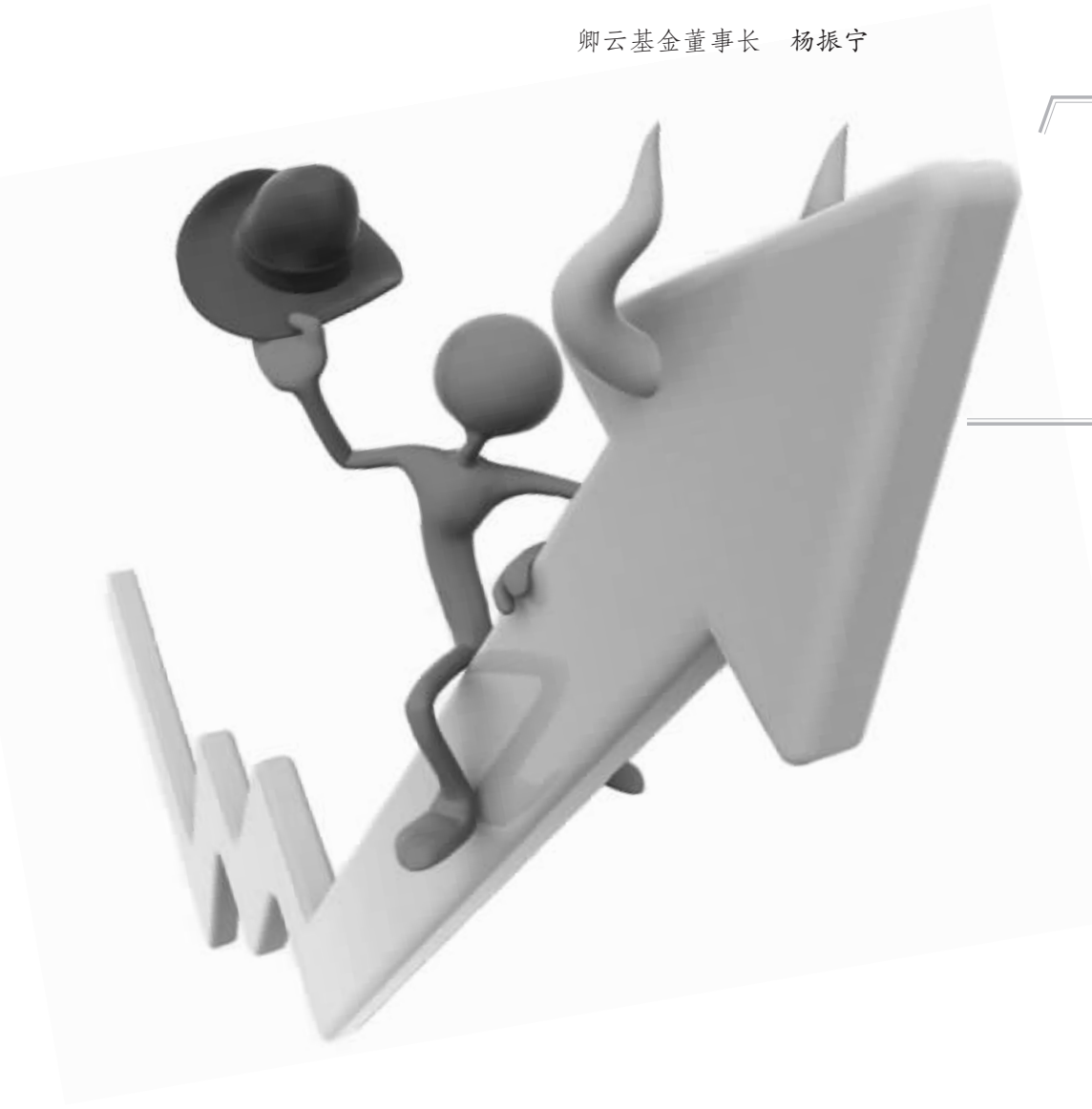
5000之上

卿云基金董事长 杨振宁



中国证券市场任何一次波澜壮阔的牛市，都有一个清晰的主脉络，相较于其他经济体的证券市场，A股市场的每一次牛市往往不是对实体经济的乐观体现，而更多的是国家意志主导下的全民效应。

在这种情况下，全社会的投资重心会向其积极偏移、全市场的投资情绪会为之疯狂高涨，在政策环境、资金流向和市场情绪三方强烈共振之下，表现出令人难以理解的“牛市行情”。至于更为贴近资本市场原本属性的诸如估值、流动性等理论衡量要素，往往会严重失效或者被理解成服务于“理所应当的牛市”。比如见顶于2007年的那一波牛市，是以“股权分置改革下的大范围国有资产证券化”作为主要脉络，而且那一波牛市就在以中石油A股上市、中国平安天量再融资等标志性事件后“图穷匕见”戛然而止，似乎一天都不愿意多走。主脉络兑现之后就是灾难一般的熊市。

眼下我们所经历的牛市的主脉络，也是非常清晰，即证券资本市场很大程度承担着中国经济结构转型升级的历史重任，关系到中国能否在人类进入到智能时代时成为领导者，关系到中国已经确立的升级版外向型经济秩序能否顺利延伸。这一过程一定是渐进式的，漫长且曲折、艰难又反复。因此，在此背景下本轮牛市的演绎方式，不会像历史上其他几次牛市那么简单直接、短促仓皇，本轮牛市的背景、起因、内涵和表现形式，都是在新时期呈现出来的新常态，既不可用A股自身过去经验故步自封，也不宜拿其他经济体资本市场去盲目类比。

主脉络下的真成长

厘清本轮牛市的主脉络后，作为市场参与者，要做的就是如何抓住本轮牛市的“风口”和尽量规避中短期的系统性风险。

而与牛市氛围下人们常说的短期投机炒作的“风口”不同，真正的“风口”应该是与“牛市主脉络”高度契合的领域，表现为产业层面的投资逻辑，这种逻辑服务、服从甚至诞生于经济结构调整、产业技术升级、创新模式开发的历史洪流中。这种“风”可能不是狂风暴风，但一定是能吹上多年的徐徐春风。

从创业板市场来看，那些真正具备产业升级技术创新内核的上市公司将会成批量地涌入到千亿市值大家庭中，而当这一现象超预期提前出现，虽然背后有很多非理性因素，但其方向是正确且坚决的。因此，与其在创业板的历史高位去醉心于炒作或者单纯强调风险，不如沉下心来去分析筛选哪些是具备真正成长性的创新性公司，哪些是搭便车蹭行情的伪成长类。

不过，处在“风口”的行业和公司不仅仅集中扎堆于创业板中，我们也不要以单纯的板块指数分析来研究全市场演绎状况，因为那些真正的创新类成长公司，不仅仅是在牛市中大有可为，更大程度是可以穿越牛熊在相当长的时间区间内呈现出优美的增长曲线。

杠杆≠定时炸弹

自从去年年底疯狂的指数行情以来，各路资金的疯狂涌入，以及巨大的融资余额和形形色色的场内场外配资，在狂热的市场情绪下，将A股的活跃度推向了一个史无前例的高点，两市动辄两万亿的日成交金额已经司空见惯。

伴随指数层层高升又缺乏有效调整，不少市场人士将眼下的“高杠杆”作为可以随时杀死牛市的定时炸弹，其实大可不必如此。

首先，指数的层层攀升一定是风险积聚的过程，但风险的积聚与牛市的终结并没有直接关系。厘清了本轮牛市的主脉络，就可以理解眼下的牛市应当会伴随中国经济结构转型升级的全过程，这一过程不可能一蹴而就，那么牛市进程也不应该昙花一现。

其次，现代金融市场环境下，全球范围内使用金融杠杆早已不是新鲜事。杠杆的优势在于可以更加快捷有效地在金融市场中优化各类资源配置，具备明显的市场指向和价值再发现功能，而且相比其他经济体，A股的总体杠杆比例不算高，在多次监管层针对融资和杠杆的行政干预中，市场往往都能作出充分甚至过度的反馈，所以目前市场下，杠杆比例是合理且可控的。

之所以目前的“高杠杆”成为市场谈之色变的达摩克利斯之剑，主要还是与投资预期息息相关。2015年以来，中小市值品种普遍具有惊人的涨幅，而在去年年底被寄予厚望且被天量融资金额热情包裹着的金融大蓝筹品种的走势却令人失望，远远落后于各大指数的上涨幅度。

细细梳理不难发现，仅仅是作为估值修复的金融蓝筹品种，在被大量融资盘涌入以后，非但失去了原有凶悍的上涨动力，反而由于自身融资余额巨大，以至于每每“融资盘”遭遇风吹草动，它们都会首当其冲成为“重灾区”；反观融资余额较小甚至没有融资的众多中小市值品种，则个个身轻如燕一骑绝尘。这样的反差在于以金融（保险、银行、券商）为代表的大蓝筹板块，其本身的估值优势注定了其成为高杠杆、重融资的首选标的，而正是由于此特性，其机动灵活性也就随之丧失，在牛市第一阶段引以为豪的天量融资盘优势，在目前牛市第二阶段中，成为了限制其继续向上演绎的劣势。这还没有考虑蓝筹品种本身相对不强的成长性以及市场不同资金的投资预期差异导致的各种博弈带来的内耗，因此它们跑输市场，也就不足为奇了。

高杠杆将成新常态

市场关注的要点之所以频频落在“高杠杆”之上，是因为眼下A股市场的主要矛盾，即日益浮躁且狂热的投资情绪、盈利预期与较高杠杆比例下涨幅过大、风险过高的市场现状之间的矛盾。天量融资盘这把达摩克利斯之剑虽说不会马上坠下，但稍微晃几下也能让不少投资者胆战心惊甚至夺路而逃，事实证明仅仅今年5月份两次市场的振荡，就使得利用各种融资杠杆工具的投资者损失惨重，尤其对于新入市且没有盈利积累的投资者而言，小小的一个振荡带来的可能就是出局的后果。

但若就此认为巨大的融资盘和较高的杠杆率是未来杀死牛市的元凶，也未免言过其实。

事实上，基于蓝筹品种低估值、高流动性的优势，绝大多数敢在其中做大融资比重提升杠杆比例的机构，都是立足于其安全的投资边际和良好的流动性，而并非中小投资者期待的一年上涨三倍、五倍，再加上监管层对于高杠杆的极度敏感以及各种政策储备，这把达摩克利斯之剑会长期悬在A股市场的上方，最终习以为常，见怪不怪。

理解了当前市场“高杠杆”的成因和演绎方式，我们可以认为，本轮牛市是伴随整个中国经济结构转型升级的全过程，必定漫长而反复，不会昙花一现，更加不可能戛然而止。

天量融资余额和较高杠杆比例是新时期的新常态，会干扰甚至左右行情发展的节奏，但难以改变行情演绎的方向。当牛市向纵深阶段演绎之时，市场参与者应当理性评估中短期市场风险，降低收益预期；以金融为代表的大蓝筹板块在估值修复行情结束后，将在较长时期扮演维持整个市场价值中枢的作用；真正具备创新变革且成长性能够通过业绩陆续体现出的优质品种，将突破一切指数点位和估值限制，成为本轮牛市真正的弄潮儿。

> 站在上证指数5000点的位置上，市场参与者是应该仅仅关注点位的变化还是重视风险的积聚？是应该调整策略还是继续高举高打？尤其是新入市的参与者，是要成为火线入市、分一杯羹的胜利者，还是要沦为高位站岗、损失惨重的接盘侠？

黄金抄底不妨再等等

薛 娜

黄金在1200美元/盎司附近持续振荡已达两个多月，而去年年底，黄金在此位置徘徊了大约1个多月，再往前的话，黄金在1300美元/盎司附近震荡盘整了一年多的时间。在目前横盘了2个月的走势下，未来方向在哪里？

回顾过去两个月美国金融市场的表现，美元指数下跌了1.47%，美元对黄金近期走势影响并不大。同期美国股市普遍上涨表现较好，其中纳斯达克综合指数涨幅达到3.45%，显示市场情绪高涨偏好风险，这种情绪并不利于黄金这类被动避险型的资产，同期美国10年期国债收益率大涨20个基点，验证了避险情绪低。标普500金融行业指数上涨1.72%，涨幅略低于同期标普500综合指数，显示金融行业信心尚可，不利于黄金投资。

从公布的经济数据来看，一季度美国GDP修正值小幅萎缩，但近期不乏亮点，其中房地产市场数据较好，消费者信心较好，另外最新发布的汽车销售数据良好，主要因油价下跌以及利率维持在低位。我们看到经济整体复苏的趋势并未改变，最近甚至有强化的迹象。

除美国经济之外，对黄金价格影响最大的是美联储的货币政策。在4月份的FOMC会议声明中美联储将美国一季度经济放缓归结于暂时性的因素，这实际上是暗示美联储更看重经济长期趋势而非短期波动。这种政策倾向比市场预期的更为紧缩，因此短期对黄金利空。后期公布的会议纪要与预期相差不多，包括耶伦对货币政策的表态，显示出美联储对加息并无定论，主要看经济表现。

今年6月16日至17日，美联储将再次召开FOMC会议，目前市场普遍预期9月份加息，但也有声音认为加息可能会延至更晚。未来投资者需重点关注非农报告、通胀预期等数据，因通胀低迷以及对加息的谨慎，美联储大概会晚于9月份加息，推迟加息的预期将是未来最大的短期利多黄金因素。而目前最主要的利空因素就是美国经济持续复苏，这将是近期的大概率事件。

全球最大的黄金交易所交易基金（SPDR）在5月末持有量降至715.86吨，在4月和5月共减持黄金持仓21.38吨，减持幅度达2.9%。其中4月份曾有一波增持，但在5月以减持为主，显示近期机构投资者对于黄金后市并不看好。

进击的基金 之 上投摩根“双子星”

基金偏爱互联网

本报记者 周 琳

业绩牛气的基金偏爱互联网已经成为今年以来基金圈的共识之一，一方面，缘于互联网能把互联网企业作为投资标的，开发出新的主题基金；另一方面，通过与网络大数据技术结合，传统量化投资水平得以跃升。上投摩根基金公司在多元化利用互联网方面走在了前头，WIND数据显示，截至5月20日，上投摩根旗下11只产品今年以来净值增长率超过85%，而上投摩根智慧互联股票基金、上投摩根动态多因子策略混合基金被市场关注。

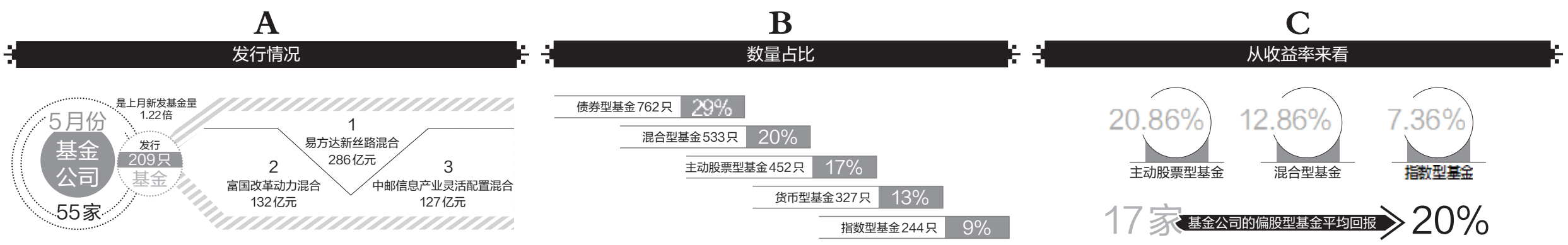
上投摩根智慧互联股票型基金已于5月25日起发行，该基金拟任基金经理郭晨表示，目前国内企业触网还在初级过程中，预期未来发展有持续性，将出现很多投资机会。据悉，该基金股票投资比例为80%至95%，其中，不低于80%的非现金基金资产投资于与智慧互联主题相关的股票，该产品采用定量及定性研究方法，自下而上优选互联网主题上市公司，既包括那些与生俱来有“互联网基因”的互联网企业，也包括已经或准备“触网”的传统企业。

目前，以互联网+为代表的成长股市盈率处于高点，但郭晨认为，长远来看，这波牛市的创富机会仍来自成长股。“对于互联网的投资，我们应该有一些颠覆性的思维，用更多的互联网思想和一级市场的思想去评估一个互联网公司的投资逻辑，在众多‘互联网+’的故事中去伪存真，寻找真正有成长机会的投资标的。”

今年5月以来，市场震荡加剧，也给上投摩根动态多因子策略基金这样的量化投资基金提供了广阔的募集空间。该基金于5月27日结束募集，采用综合筛选常规因子和大数据因子的分析方法，通过有效性检验从近100个数据因子筛选出40多个常用因子，每月精选10个左右核心因子，囊括市场资金面、政策面、投资者情绪以及交易数据等多方面因素，实现仓位调整和风格切换。“开放的大数据因子，如投资者的搜索频率、搜索数据、搜索关键词等则使股票的热度预期分析成为可能。”上投摩根量化投资部总监黄栋说。

公募基金稳中取胜

数据来源：好买基金



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