【一缕清辉】

只要指数保持在2449点上方，从今年11月份开始经过半年到一年左右的调整，会在技术面上迎来一波较为稳定的、向上的行情。

明年股市大有希望

宋清辉

从1990年12月19日上证指数开盘至今，共经历了近7000个交易日，行情数据显示在这波澜壮阔的行情中，上证指数共有3600多个交易日上涨，3200多个交易日下跌。相信许多人不相信这个结果，从股民的感受来看，A股下跌的时间远多于上涨的时间。从大趋势上来看，上证指数历史以来的上涨趋势持续的时间与下跌趋势持续的时间相比，是要少一些，仅从单维度技术角度分析，这是因为上证指数急涨比急跌的次数相对较多，而且上证指数缓涨比缓跌的次数相对较少，所以持续的上涨趋势时间相对短，下跌持续的时间相对长。

今年年初至12月13日，上证指数已经累计下跌了21.85%，指数上涨的天数也只比下跌的天数少13天。之所以下跌时间长，是因为上证指数在1月29日之后将持续了快到500天的上涨趋势出现逆转，令股市的趋势转而向下。与以往行情不同的是，上证指数此次趋势的扭转并不像以往有明显的迹象，没有在阶段顶部徘徊，也没有出现二次见底，而是行情的急转直下和随之而来的下行趋势。

6124点和5178点两个行情，虽然都被人们称之为牛市，但经历的都是疯牛和疯熊。从上涨和下跌的用时来看，上涨时间和下跌时间大致相同。如果趋势行情是先急涨、再缓缓回调，那么这一阶段下跌、探底所用的时间将要远长于上涨时间。例如上证指数从1664点到3478点用了190个交易日，不到一年时间，上证指数上涨109%；而3478到1849点用了941个交易日，跌幅还不到最高点的一半；后来，1849点盘整又用了241个交易日，即近乎一年的时间才到2014年末那波疯牛的起点。

从上证指数现在所处的行情来看，是一波相对慢慢上涨、再相对急跌行情的后期。上证指数在2016年初刷新当时阶段新低即2638点后，于当年3月1日开始反弹，大趋势直至2018年1月29日的3587点，共经历了472个交易日。3587点是上涨趋势的终点，同时也是回调趋势的开始，到10月19日所创下的2449点年内新低，共经历了174个交易日。

从纯技术角度分析，如果以上两段所提及的趋势行情通过代入函数进行测算，得出的结果是，上证指数理论上在2018年1月29日的160天左右后，时间上会进行比较充分的调整，这个数值与实际的174天比较接近。换言之，上证指数已经将绝大部分的下跌因素挤出，在2449点低点之后的行情，已经是涨跌之后平缓过渡的阶段，即震荡洗盘的调整时间。

据上述测算以及借鉴2013年后半年和2014年前半年的行情，可以预测在2019年大部分时间，或者说是在2019年上半年的时间里，上证指数会经历一番“风情万种”般的行情，即既会大起大落，也会平淡横盘，会出现“假牛市”，也会出现可能会令投资者寒心的下跌。但只要指数上保持在2449点上方，从今年11月份开始经过半年到一年左右的调整，会在技术面上迎来一波较为稳定的、向上的行情。

至于牛市行情，从现有的状况来看不会太快，谨慎预计会在近三年的时间里出现一次牛市行情，这也是从技术面上做的分析。从基本面来看，上证指数在2019年的行情可能会比较悬，不确定因素尤其是外围不确定性因素还会对A股产生冲击，其中表现最为突出的就是美国总统特朗普。在他的执政下，美国股市今年以来的表现也是一波三折，今年四季度的行情更是跌跌撞撞，已经多次将今年以来的涨幅清零。美国股市的这种不稳定若是持续下去，对全球资本市场都会产生不良影响，正在努力国际化的A股在这种环境中难以独善其身，也会因此受挫。

国内方面，2019年会有许多利好注入A股，如2019年10月1日将迎来我国70周年华诞，在这重要的时间节点上，预计A股会在明年的二、三季度中有所表现。此外，大量外资通过各种渠道涌入A股市场，也对支撑股市、稳定股指起到积极的作用。

（作者系清晖智库首席经济学家）

【明远之道】

投资者深度参与到市场中，坚定持有好的投资标的。这种特质，才是在牛市到来时，赚大钱所必需的。

2018年亏太少，不一定是好事

陈嘉禾

在《后汉书·桓谭冯衍列传》里有一句名言，“天下皆知取之为取，而莫知与之为取。”翻译成资本市场的话就是说，天下人都知道赚钱是好事，却不知道亏钱有时候也是好事、不亏钱有时候也是坏事。感觉这种理论很奇怪？听我慢慢道来。

让人亏钱的熊市们，看起来都一样讨厌。但其实我们可以把熊市分成两种，而两者的内在逻辑截然不同。在第一种熊市里，不亏钱或者亏很少的钱，确实是一件好事。但是在第二种熊市里，如果投资者几乎没有亏钱，那么可能一点也不好。

在第一种熊市里，市场估值在之前特别贵，比如2007年的A股、2015年的创业板市场，或者市场有根本性的瑕疵，比如2006年的美国股票市场，甚至市场本身并没有具体的价值，比如2017年的虚拟货币市场。

在这种价值缺损的市场所造成的熊市中，如果投资者能做到少亏钱、甚至不亏钱，是一件非常好的事情。这证明聪明的投资者，意识到了市场中蕴含的巨大问题，并作出了明智的选择。典型的例子，就是沃伦·巴菲特在2000年以后科技股崩盘的熊市中，因为完全没有参与而毫发无损。

但是，第二种熊市，在其到来之前，市场并不是完全没有价值的。在这种熊市发生以前，市场整体基本面尚属稳健（当然也不一定完全没有瑕疵），整体估值不算太贵（当然也不一定特别便宜）。尤其在考虑到市场中的细分投资标的时（比如一个股票市场中不同的公司），投资者仍然可以在其中，找到性价比不错的投资组合。

与许多人对熊市的恐惧不同，在这样的熊市里，如果投资者几乎没有赔钱，那就不一定是件好事。

2018年的A股市场，就是这样一个市场。在2017年底，A股市场的估值不算太贵（虽然也不是历史最低），许多优秀的上市公司仍然保持稳定运行。但是，2018年的A股市场，可以说是泥沙俱下。好公司也跌，差公司也跌。便宜公司也跌，贵公司也跌。之前涨得多的公司也跌，涨得少的也跌。当然，优质、低价的公司，跌得更少一些。基本面糟糕、估值贵的公司，跌得更多一些。

那么，在这样一个市场里，如果到了年底，我们发现有一些以A股为主要投资标的的投资者，几乎没有亏钱、甚至还赚了一点钱，那么说明什么呢？这主要说明两种情况。

第一种情况，投资者保持了空仓，并且依靠固定收益类投资，赚了一点点钱。那么，投资者保持空仓的理由是什么呢？并不是A股完全没有投资价值，因为其中一些好公司是有价值的。而对于一些有价值的资产，保持完全的空仓，就是一种偏投机的做法。

而任何投资者怎么能保证，自己每次基于某些判断、而不是价值衡量的理由，都一定正确呢？俗话说得好，久赌必输，常在河边走哪有不湿鞋。对于依据一些非长期、非基本面的理由，面对一些仍然有价值的标的，敢于完全保持空仓的投资者来说，一次胜利并不一定是好事。

第二种情况，则是投资者在2018年进行了频繁的交易，通过抓取股价的波动、或者集中在少数几个标的上交易，从而避免了亏损、甚至获得了收益。在这种情况下，投资者仍然和第一种情况类似，采取了投机的做法，不同的仅仅是频率更高、赌注更大。而这种胜利，非但不会帮助投资者的长期回报（因为投机不可能永远正确），反而可能由于膨胀了投资者的信心，在将来带来规模更大的投机。

由此可见，在2018年的A股市场中，如果投资者几乎没有亏钱，那么基本可以代表，投资者对2018年的市场，基于种种理由，保持了完全的回避，或者短线、集中的投机。那么，这种回避、或者投机的态度，很可能会在将来的上涨中，导致投资者继续因为某种理由做错交易。毕竟在这个世界上，很难有对每次市场波动都完全把握住的人。

当然，国际上一些经验也证明，有一些数量非常少的投机大师，确实可以做到“久赌不输”。但是，按霍华德·马克斯先生的理论，“他们如此响亮的名声”这件事情本身，就说明投机是一件非常困难的事情、而不是说明它是一件值得追寻的事情。这件事情如此困难，以至于那些极少量的成功者，就变得像大熊猫那样珍贵。

不止2018年，历史上有一些A股的熊市年份，也有同样的“亏得少不一定是好事”的情况。比如，在2004到2005年，市场一些公司已经开始有价值（估值比较便宜，基本面稳健），但是A股的整体价格仍然下挫。如果投资者完美地回避掉了2004和2005年的A股市场，或者在这样的市场中买进卖出，那么很难想象，这样的投资者能在之后的几年中，取得多少收益。他们要么会继续保持空仓，要么会频繁买卖、反而错失牛市的一部分上涨。

当然，在这样的熊市中，亏得太少不一定是好事，并不代表亏得多就是好事。毕竟，对于任何一个市场来说，其中又贵又差的投资标的，仍然不在少数。如果投资者是因为投资了这些股票而亏了钱，或者是因为更加频繁的、低质量的投机交易而亏了钱，那么这些钱的亏损，也并不会比之前描述的不亏来得更好。

但是，当投资者在文章一开头所描述的第二种熊市中，因为坚定持有低价、优质的公司，而蒙受的短期亏损，则其往往意味着投资者深度参与到市场中、坚定持有了好的投资标的。这种特质，才是在牛市到来时，赚大钱所必需的。

（作者系信达证券首席策略分析师）

【付之一笑】

实业家们其实是更注重当下的感受，对2019年的经济比分析师们更悲观也就不难理解了。

为什么实业家比分析师更悲观

陈楚

年底了，证券市场上各种各样的预测又开始满天飞了，北上广深等地的券商策略报告会一场接一场，有一个奇怪现象：卖方分析师们虽然不一定看好明年的行情，但整体上认为明年会是新一轮牛市的起点。但产业界的一些人士却认为，未来可能好几年都是苦日子。有人甚至预言：2018年是前十年最差的一年，2019年是后十年半最好的一年。做实业的人，为什么比分析师要悲观得多呢？两者之间看问题的角度和逻辑，到底有哪些不同？

从卖方分析师的角度来说，比较一致的观点，是认为明年一季度有可能是一个底部，之后市场会震荡，然后迎来一轮新的牛市。分析师们的逻辑，首先是A股市场的政策底已经非常明确，这从前期的纾解上市公司大股东股权质押危机就可以看出来；其次是基本面底部也即将到来，不少分析师认为明年一季度是上市公司的业绩底部，而市场对这一基本面底部会提前有预期和反应；再次是情绪底，一旦经济基本面预期变好，市场开始反弹，情绪立马就会乐观起来。当然，从本质上来说，分析师们对2019年比实业家要乐观得多，还有一个很重要的原因，是A股市场经过大幅下跌之后，整体估值已经足够便宜了，不少蓝筹股估值已经在10倍以下，中小市值股票经过持续挤泡沫，很多有业绩支撑的中小股票估值也低于30倍，投资终究是讲究性价比，当股票的估值足够低且未来业绩有支撑时，便具备足够的投资价值。可以说，经历这么久的挤泡沫，A股市场不少股票已经接近估值底或者已经到了估值底。因此，分析师们对2019年一季度或者下半年之后的市场行情，还是比较乐观的。

而且，对于做投资的人来说，天然具备看多后市的动力或基因，这跟分析师的所谓道德或职业情操没啥关系，做投资的人如果不看好中长期的后市，那投资还有啥盼头？做投资的人可以短期看空后市，但中长期如果发自内心看空，这个职业就没有任何吸引力了。而且，从事实上来说，中国经济从中长期来看肯定是不断上升的，只不过，短期会有波折和困难。在中国经济发展的历程中，这种短期的波折和困难是常事，并不是什么“黑天鹅事件”。投资家从本质上来说，都是乐观派。

而对于实业家来说，眼下确实面临不少困难：企业订单大幅减少、融资难融资贵、劳动力成本不断抬高、转型升级异常艰难、毛利率不断下降……甚至有不少非“头部企业”面临倒闭。传统企业供过于求的局面未能有效改观，做实业真难！这成为不少实业家的内心声音。对于产业资本来说，如果这种困窘的局限继续下来，能够熬多久，就是个关乎生死的大问题，如果得不到改善，可能一些实业企业就熬不过这个经济寒冬。而把时间往后一点看，企业家们又暂时看不到改观的明显迹象。中国的实业家们，已经离高毛利期越来越远，大部分的行业竞争都接近饱和或者早已饱和，行业集中度在提升，对企业的要求也在提升，只有那些管理先进、不断进取的企业未来才有前途，或者说，未来做实业的，必须做到所在行业的“头部企业”，才能生存下去。“活下去”对实业家们来说，在这个经济寒冬里显得比什么都重要。因此，实业家们其实是更注重当下的感受，对2019年的经济比分析师们更悲观，也就不难理解了。

中国的实业界未来会转化到提升企业核心竞争力和关键技术上面，轻松赚钱的时代早已过去，在结构转型升级的当下，对于很多企业来说，“活下去”比什么都重要，未来将是一个“剩者为王”的时代，“头部企业”的市场份额会越来越高，很多非“头部企业”要么被收购兼并，要么倒闭，他们对未来悲观，也就很好理解了，世界的“玩法”变了！适者生存，一些实业家对2019年和更长的时间感到悲观，丝毫不代表着中国经济的未来会悲观！相反，中国经济的未来一定会越来越好，只不过，很多企业都活不到那一天。

（作者任职于证券时报）

【股市笙歌】

现金流曾被认为是不可能造假的，但在A股市场这早就被财务造假高手破解了。

又到年底“搬运”现金时

闻韶

现金是衡量公司经营风险的最可靠角度之一，却很容易被各种手段操纵蒙蔽外部投资者。当经济增速放缓、行业面临拐点之时，现金是首当其冲的会计科目。特别是，货币资金属于资产负债表的资产类，所以公司大股东很容易在年底通过各种手段扭曲它的真实情况。即便是不容易造假的现金流，也可以通过走账等方式实现虚构。

曾经看到一个有关现金问题的典型错误，就是根据公司货币资金的多少判断财务质量。殊不知借来的钱也是钱，如果公司短期借款和长期借款规模远远超过账上现金，或者短期借款比较大，总是短借长投，公司的财务风险是非常大的。同时，由于商业模式的特性，并非公司货币资金越多经营质量就越好，比如百货公司、供应链等企业，因为公司经手的钱并非自己的钱，做代理销售收入最高，但利润率是非常低的。

高明的投资者可以通过现金科目发现很多风险。笔者曾经拜读一些财务专家的分析文章，尽管有的分析并不严密，但是确实可以对公司的真实财务情况作出大胆假设，规避投资风险。比如，不少公司货币资金余额连续几年变动不大，占总资产比例又高，如果公司经营又不如意，那么这样的现金资产很有可能是虚构的。

又比如，近年来A股上市公司大股东深陷股权质押爆仓风险。笔者在工作中了解到，有机构为上市公司大股东设计各种融资方案，规避信息披露的要求，通过定期存单等质押融资就是一个方式。如果投资者仔细翻阅年报可以发现，在财务报表附注中，公司必须详细披露货币资金各种类别以及是否存在质押等情况。笔者曾查阅多份上市公司年报，有的公司并没有详细披露资金受限的情况。

现金流曾被认为是不可能造假的，但在A股市场这早就被财务造假高手破解了。不过，我们从现金流的变化仍然可以观察出公司和行业的发展情况。有些公司通过与隐匿的关联方交易等各种手段扮靓经营现金流，我们可能不好察觉。但是行业的情况一般不会出现重大造假，如果该行业公司的经营现金流净额首次出现负值或者较大变化，仍然可以反映行业和公司的经营风险。

一些有关现金使用的异象也值得投资者思考。一家公司IPO成功后，募投项目连续两三年没有变化，募集资金看上去都趴在银行，但笔者在招股书中查阅到公司有董事家属前往该银行任职。那么合理的推测就是，要么该笔资金成为银行任职的前提条件，要么通过银行任职家属的操作，仍然从这笔资金的使用获得了实际利益。

笔者家乡一位亲戚说，家乡的某上市公司到年底就开始往经销商运货，人为提高销售业绩，过了年又把货拉回来。这种操作在国内外上市公司都不鲜见，但是货的进进出出我们都是看得见的，现金的流向我们无法掌握。我们只能用最大的恶意，去质疑和揣测大股东对现金的使用是否符合广大股东的合法权益。

（作者任职证券时报）