

剥极必复，贞下起元——A 股历史数据下的牛熊之变

“剥极必复，贞下起元”。取自易经，代表三个卦象，一个是剥卦，一个是复卦，一个是乾卦。剥极必复，意指事情出现最坏的情况后，好事情就差不多要发生了。贞下启元，意指事物是一个反复的过程，由始到终，由终到始，循环往复。用此古语，我们想传达的基本观点是：自 2015 年以来的这一轮熊市基本上到了尾声，在 2019 年，市场会逐步走强。

在展开之前，给大家介绍一下 2018 年全球最受欢迎的宏观分析师——特朗普，在过去的一年中全年他几乎可以算作全球资本市场的预言帝，他预测什么涨什么就涨比如美股，他说什么跌什么就跌比如石油，貌似一切尽在他的掌握中。与此相反，中金关于 2018 年的十大预测则几乎是言比不中。开篇列举这两个案例，是想告诉大家：做投资看起来简单，事实上很难，有很多不可预知的事情会左右市场，像中金在做 2018 年十大预测时并不能预知 2 月份后会出现中美贸易摩擦。因此，在投资决策中如果我们仅仅依靠分析，不断的对未来进行一个预测，我们投资的结果必然不会过于理想，事实也是如此。因为，如果对未来进行分析预测，错误是难以避免的。所以，依据对未来进行预测来进行投资，投资如果不理想的情况也属正常。

一、市场认知悖论

在我们的交易过程中，无论是买卖股票、期货、外汇，交易实际上都很简单的，简单到我们只要根据规律操作就可以了，但为什么还是会出现投资不理想的情况呢？我们认为主要是源于一些认知上的误区，即关于市场认知的悖论。那么是什么造成市场认知悖论的

呢？

我们认为主要是方法论上的原因，投资交易与分析预测存在较大差异，分析需要预测未来，预测未来则存在着出错的可能。而做投资需要应对的是当下，如何对市场的情况做出及时的反应并采取正确的策略是实际做交易需要真正研究的。当前，很多时候大家对于分析和投资依然缺乏足够的认识，未能有效区分两者间的关系，是投资不理想的主要原因！投资者之所以形成这种误区原因有二：一是未能有效厘清分析和交易之间的关系；二是受到 A 股主流分析方法变迁的影响。

（一）A 股主流分析方法演变

回顾 A 股市场主力机构的占比，可以发现从 2006 年开始，公募基金占比逐步达到了 20% 以上，在相同的时间段内，整个机构的持仓比例也达到了一个新高。从中国基金的发展史来看，我国最早的基金是在 1999 年开始发行的，之后市场进入了公募时代，这个时期市场都在疯狂的买基金，而银行等机构也在尽最大努力向客户推荐指数基金、行业基金等各式各样的基金。

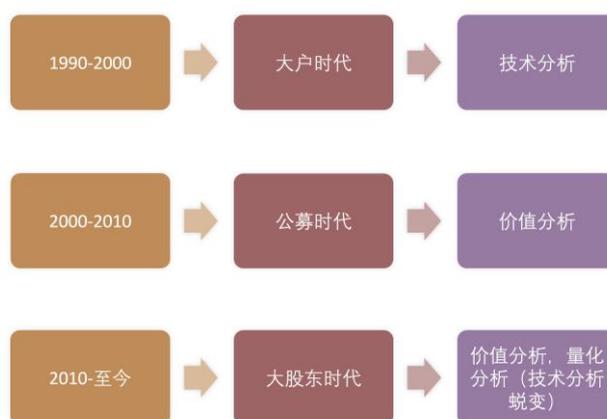
2004-2015 年市场主力资金概况

	公募基金	险资	私募基金	海外资金	其他	自然人	一般法人	机构占比
2004	1618 14%	0 0%	83 1%	70 1%		73%	5%	16%
2005	1773 17%	1112 1%	70 1%	223 2%		66%	6%	23%
2006	5406 22%	632 3%	426 2%	968 4%		55%	9%	32%
2007	23359 25%	2287 2%	1584 2%	1503 2%		50%	16%	32%
2008	8894 20%	983 2%	552 1%	811 2%		45%	28%	26%
2009	18996 13%	2160 1%	2056 1%	2113 1%		31%	50%	18%
2010	17722 9%	6880 4%	3363 2%	2358 1%		29%	55%	17%
2011	12761 8%	6501 4%	2623 2%	1773 1%		27%	58%	15%
2012	13700 8%	7692 4%	3234 2%	2473 1%		25%	59%	16%
2013	131182 7%	6602 3%	4201 2%	3011 2%		28%	59%	15%
2014	15563 5%	12215 4%	12913 4%	6083 2%		26%	62%	16%
2015	18813 4.50%	13467 3.20%	35760 8.60%	4370 1.00%	6%	24%	51%	19%

注：数据源于证监会、基金业协会、wind、中山证券财富管理整理

后面随着股权分置改革的完成，我们整个市场的生态再次发生了变化，其中最明显的表现就是，我们一般法人持股比例逐步增加，其市场影响力也同步增大，同时这也造成了我们的今天的困惑，即大股东股权质押问题。

伴随市场变迁，我们的分析方法也在发生着改变。从上交所深交所的成立，整个 90 年代所经历的就是一个大户做庄的一个时代。在这个时代，只要有个别客户联合操作某些股票坐庄，就可以控制相应的股价，此时的市场主要分析方法是从自台湾引入技术分析。进入到公募时代，整个市场的分析方法逐步演变到为基本面分析——价值投资，也就是在 2000 年以后，市场才逐步了解并接受巴菲特等西方投资大师的价值投资理念，这时基本面分析还比较原始，主要通过 PE、PB 来挖掘股票的价值，在 2007 年 6124 这轮牛市的时候，市场基本上延续的就是这种方法。此后，随着 2007 年股权分置改革的完成，上市公司法人股逐步可以在市场流通，市场逐步进入到大股东的时代，由此至今上市公司的大股东成为市场的最大主力。相应的，我们的分析方法也发生了一些改变，在以价值分析为主的同时辅以量化分析，量化分析实质上是技术分析的一个蜕变，因此，也可以说 A 股市场进去了一个技术面与基本面分析结合的时代。



随着价值投资理念逐步成为主流分析方法，市场认知误区也由此产生。

(二) 基本面分析——不完备性

关于不完备性，一是由未来不可预测所决定，明天会发生什么我们并不知道，而做投资，必须要对未来做出预测；二是认知的缺失，它反映的主要是我们的信息来源有限，我们可能认识到庄家主力的资金变化，但对于整个市场来说，我们的信息来源依然是十分有限的，更重要的是 80%的人对自身的了解并不是十分足够。这其实也是导致我们投资不理想的一个深层次原因，我们在市场上买卖股票，我们不是跟庄家主力去博弈，事实上我们是跟自己进行博弈。

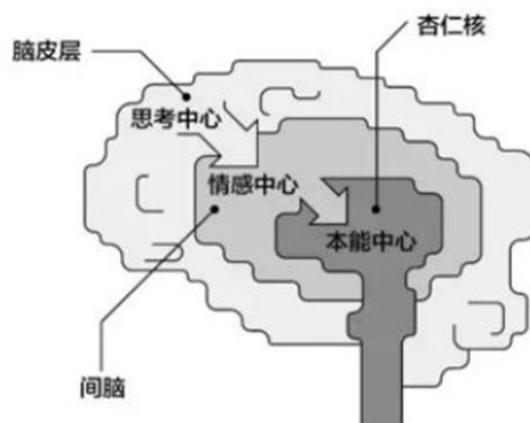
下面举几个例子说明基本面分析的不完备性：第一个例子是在圣诞节后第一个交易日，美国的道琼斯指数出现了报复性的上涨，可以肯定的是大家会很困惑，谁也没有想到在圣诞节前夕特朗普会突然组织成立了跳水保护小组并筹集了 640 亿美金进入美股市场进行护盘。相信，在此之前，没有任何人预测到会出现这样一个信息，这体现了基本面分析在对未来预测的不足。

第二个例子是中石化爆出的期货交易亏损事件，根据中金公司的测算，预计亏损高达 150 亿。同样，相信在此事件曝出之前，任何研究所或者基本面分析都是没有注意到相关风险的，因为基本面关注的财务报表并没有反应这一潜在风险，而当实际发生时大家才恍然大悟，这也是使用基本面分析的时候会出现一个局限性：无法预测未来。

第三个例子是康美药业，这是一个关于信息来源有限的有效例证。从自上市以来，康美药业业绩表现优良，持续受到基本面分析的追捧，可以算得上是一只明星股。任何人都没有想到，康美药业会爆出黑天鹅。根据相关新闻报道，康美药业编制虚假购买土地信息。大家可以看看康美药业的财务数据，事实上如果从基本面分析来看的话，持续增长的业绩

让以基本面分析为主的分析师得出的推荐、增持等结论。之所以举这个例子，并不是想否定分析师的工作，只是想说明：在面对市场的不确定性时，通过基本面分析来指导投资交易是存在着缺陷和不足的。

接下来，让我们从生理学、心理学、和解剖学的角度来解释我们存在的认知偏差。根据人体大脑的构造，不同的功能区对应着人体不同的反应（如下图）。人类关于知识的学习总结等主要存在于大脑皮层，也就是我们的思考功能区，这是我们在日常生活中进行思考和分析所使用到的部分，它代表了理性及客观，不带入任何的情感。情感是在我们的大脑的另外一个区域——情感中心进行处理的，此处便是认知偏差出现并最终导致交易出现偏差的根本所在，因为交易是一个动态的过程，是带有情绪的过程。任何时候，如果你想买一只股票，若股票突然上涨，相信大多数投资者可能会担心它会涨停而迫不及待的想买入。这表明投资者的交易结果，实际上是一个理性思考夹杂着感情的一个结果。



那么，该如何改善呢？答案是 1 万小时定律，它的意思就是任何一个人，在一个领域，持续研究或者工作达到 1 万个小时，他会成为这个行业或者领域的专家。第一个一万小时涉及思考中心，也就是大脑皮层部分，也就是说，经过一个小 1 万个小时的投资研究，人们能够成为一个专业的分析师、专业的投资顾问。但是专业的研究在交易中往往是不够的，

因为市场一盈二平七亏定律，无论从什么的角度来说都是很难改变的，事实上这主要是我们无法进入情感中心来控制我们的情感从而来提高成功率。那么，要学会控制自己的情感，我们需要 1 万次的交易来进行锻炼，在达到了 1 万小时交易的条件后，我们将逐渐成为一个合格的投资者，也就是说我们将成为一盈二平中的一员。从情感中心出发向更深一层发展，便进入大脑的本能中心，本能中心对于交易的意义就在于盘感。经过 1 万个小时的研究学习以及 1 万个小时的交易之后，我们的交易能力达到一个比较高的水平，之后则需要逐步进入到本能的锻炼之中，如果能够成功培养出盘感，那么相信大家会成为十个人中那唯一的赢家，这便是对大家大脑进行分析后得出的基本结论。

(三) 技术面分析——完备性

技术分析的大前提就是市场包含一切信息，无论你采用的什么样形式的技术分析，本质上是认同的市场反映了包括过去现在未来的一切信息这一理念的，这也是为什么说技术分析具有完备性。

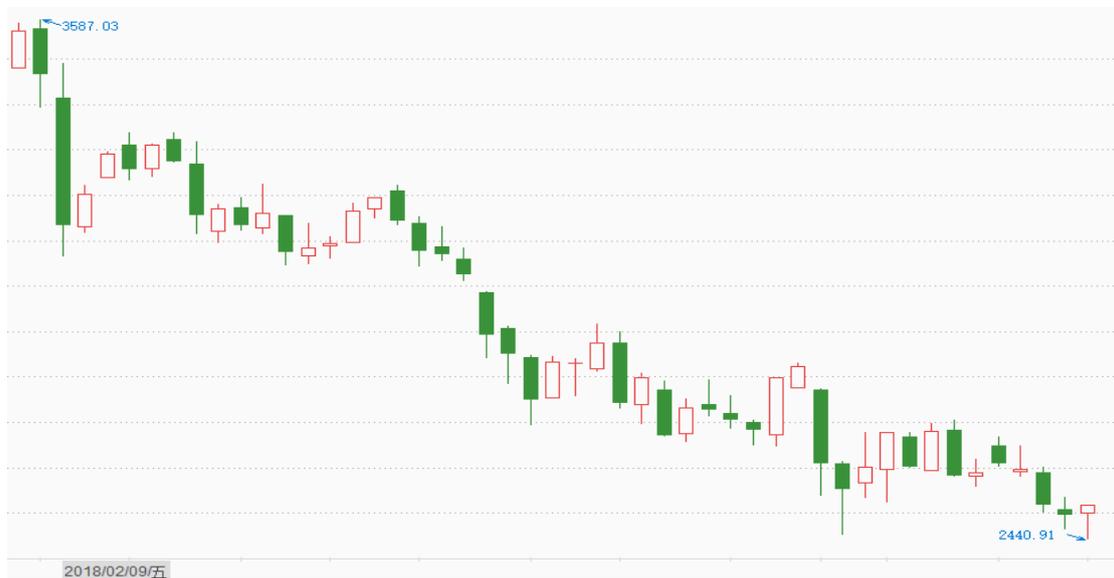
那么技术分析具体有那些方式呢？主要有两种，一是图表如 k 线、均线，一个是市场数据如资金流、持仓等。归结起来的话，其实技术分析就是概率投资，这很好的反映了我们投资的本质：概率投资。也就是说，我们要想在投资中获胜，就要把握住高概率的事件。

(四) 分析工具选择

既然基本面分析存在着两个明显的不足，那么我们就不得不把交易的诉求转向技术分析，技术面的分析的意义如前所述——市场行为包含了一切信息。观察下面的这幅 K 线图（见下图）



这是 2018 年 2 月 9 日的周 K 线图，面对这样的图形，相信大家会有一个直观的感受：那就是未来市场将会下跌，投资者需要调整投资策略进行减仓甚至是清仓操作。但事实上，在去年 2 月份，中美贸易并没有出现直接摩擦，特朗普对中国加征关税是从 2018 年 3 月份开始的，上证指数也是到 2018 年 5 月才出现快速调整的走势。可惜的是，在 18 年 2 月份，能真正进行了减仓或清仓的投资者少之又少，分析其中的原因就是有一些其他的干扰信息影响了你大脑的决策。



因此，在以后的交易中，投资者一定要从完备性角度出发进行思考。总结过去的投资经验，我们发现完备的技术分析应该是应对当下的最好投资工具。现在回头再看刚刚的 K 线图就一目了然了：2018 年 2 月份，特朗普公布对中国征收反倾销税的政策，单就这部

分看它对国内整个经济来说影响相对有限。然而，它却构成了后面 A 股持续下跌的导火索，随着后续政策逐步加码，最终导致市场的风险偏好下移，紧张情绪持续升温，市场一路下跌。

技术分析优势如此明显，那具体应该怎么来进行技术分析下的概率投资呢？答案是通过应用数量分析的手段，对市场数据进行整合从中提炼出有价值的信息来指导我们的交易。过去一段时间，我们统计了一下目前市场上主要的一些量化投资策略，如指数增强、股票回购、持股员工等等，策略种类非常丰富，从这些策略背后的技术支持来看，市场正变得越来越专业化。面对这种专业化的投资趋势，对个体投资者来说，要想跟上投资的节奏难度越来越大。为了帮助投资者应对这种困境，我们开发了一个工具（扫面下方二维码可获得），来降低这种量化投资的门槛，帮助大家通过简单易上手的方式来使用这些最新的方法进行一个概率投资。在这个工具中，包含了一些经过我们提炼整理的有效的量化投资指标，结合自身的实际投资经验和关注的重点，投资者可以通过对这些指标进行组合快速筛选出希望得到的投资标的。同时，投资者也可以利用这个工具，对自己持仓的股票从多个维度来进行分析，检验自己持仓的优劣性，辅助自己进行投资。



二、2015-2018 年熊市逻辑分析

2015 年到 2018 年，可以说是艰难的几年。从交易的角度分析一下其中的逻辑，也就是主要的矛盾：2015 年的牛市是杠杆牛，所以从 2015 年开始的熊市也是由于去杠杆所引

起的，当时有三大杠杆，一是场外配资，二是场内融资融券，三是大股东加杠杆即股权质押。第三条也是我们目前面临的最大的问题。经过 2015 年下半年到 2016 年年初的监管调整，场外配资和融资融券的问题基本消除，现在来说对我们 2018 年市场影响最大的，就是股权质押问题。因此，逻辑上可以肯定的是当这个影响市场的因素消退之后，市场为期三年的一个熊市也就基本结束。目前的市场数据（详情见下表）也佐证了这一观点，经统计当前主板的质押市值两万多亿，中小板 1 万多亿，创业板 6000 多亿。

A股各板块股权质押情况

板块	股权质押上市公司数量(家)	占板块公司数比例	质押市值(亿元)	质押市值占板块市指比
主板	1875	99.21%	22615.67	6.03%
中小企业板	920	99.78%	13130.38	18.55%
创业板	731	98.92%	6534.88	16.15%

注：以2018-12-28为基准，数据源于wind，中山证券财富管理总部整理

从 2018 年 10 月份开始有关部门的推动下，各地政府和重要金融机构纷纷推出了纾困基金，截止到 2018 年的最后一个交易日，市场可以统计到的纾困基金规模已经接近 5600 亿（详情见下表），有一些资金更是已经落到实地，市场生态已经悄然发生改变。相信在后续政策的支持下，股权质押问题应该会得到良好的解决，对于投资来说，这是一个积极的信号。伴随三大杆最后一个问题的不断消解，熊市的逻辑将不复存在。因此，此时此刻我们更应该整理情绪展望未来。

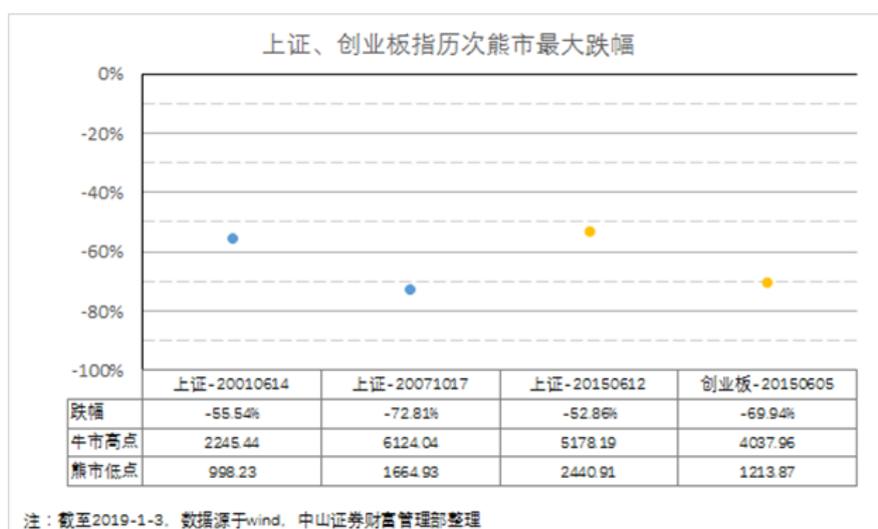
纾困资金情况

来源	产品	承诺	目标规模 (亿元)	实际发行规模 (亿元)	落地项目 (亿)	项目落地/目标规模 (%)
专项资管产品	证券公司资产管理计划	527.5	417.11	293.81	19.5	4.68%
	保险资产管理公司专项产品	——	1060	——	22.23	2.10%
专项私募基金	地方政府	——	3335	——	102.35	3.07%
	券商私募子	——	700	——	——	——
专项债	私募专项债	——	33	18	18	54.55%
	专项公司债	——	75	90	90	120.00%
合计		——	5620.11	401.81	252.08	4.49%

注：以2018-12-28为基准，数据源于证监会通报、wind，中山证券财富管理部整理

三、2019年牛熊之变

如前，熊市逻辑不复存在，那么是否就意味着我们已经开始进入了牛市？把时间段拉长来讲，目前应该是长期牛市的起点。除了牛熊逻辑外，长牛起点的判断是怎么得出的呢？我们对历次牛熊市转换进行了统计（见下图），2001年这轮牛市后熊市上证从6月最高的2245.44点下跌56%左右，之后市场转强；同样2007年6月之后的熊市上证下跌了73%；回到最近2015年的这一轮熊市，上证市场累计下跌下跌53%，创业板指累计下跌70%。从上述这些数据可以看出，它们都具有一定的相似性，都处于分布50%到70%这个区间中，这实际上体现了市场的另一个规律：半衰期。



什么是半衰期？一个简单的例子可以说明：大家生病了要去医院看医生，医生会给一

些药物帮助治疗，但是这个药物是有一定的有效期的，过了这个有效期药效就会消失，而这个有效期也就是药物的半衰期。进一步延伸，也就是说事物要发生转变的一个基本条件就是原来作用于这个事物的力量的50%发生改变。因此，从半衰期的角度来讲，当市场下跌50%以后，下跌的动力就会逐步消解，然后市场逐步转向进入上行周期。结合过去的投资经验，我们认为半衰期的规律对于当前市场是适用的。另外，从管理层推出纾困基金的时间节点看，也或多或少的体现了半衰期的规律。展望未来，随着退市、回购等制度完善，整个市场生态又会发生一些新的变化，当前的点位市场已经具有一定的投资价值，投资者可以逐步介入。

最后，从传统分析理念来说，目前是盈利估值指标也已经进入历史低位。分析05、08、13年的估值水平并与目前的水平进行一个对比，以上证综指的PE为例，可以看出其当前值已比05年低了33%，比08年低14%，比2013年略有上升，但总体来看当前的估值水平是比较低的，市场已经进入相对底部。

A股当前PE与历史估值底比较

证券简称	2005年	2008年	2013年	2018/12/28	相对2005年 向下空间	相对2008年 向下空间	相对2013年 向下空间
上证综指	16.50	12.80	10.00	10.99	-33.41%	-14.16%	9.88%
上证50	11.50	12.10	8.60	8.52	-25.89%	-29.57%	-0.90%
中小板指	——	14.00	20.00	18.72	——	33.73%	-6.39%
创业板指	——	——	29.00	27.92	——	——	-3.72%
沪深300	12.98	12.42	8.91	10.23	-21.13%	-17.58%	14.83%
中证500	——	17.00	26.00	16.24	——	-4.49%	-37.55%

注：数据源于wind,中山证券财富管理部整理

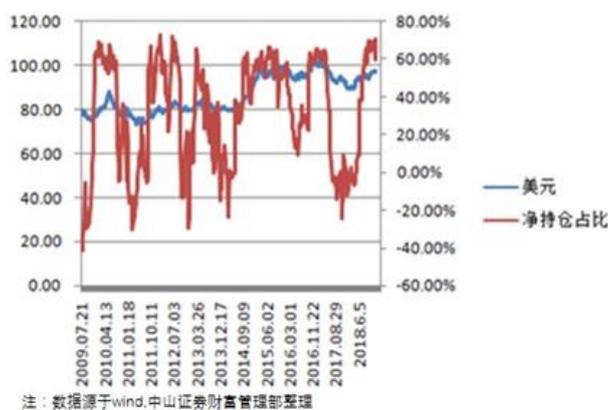
综上，熊市的逻辑已经不在，叠加半衰期的作用以及估值底，可以预见牛熊转换的时点已经来临，2018年的惨痛正在离我们远去。

四、2019年投资策略

在牛熊转变之际，2019年具体该投什么、怎么投？接下来将从全球配置和A股投资两个方面谈一谈2019年的投资策略。

（一）全球配置

在全球化的大背景下，伴随中国资本市场进一步扩大开放，我们与外部市场间的彼此渗透越来越强。同时，随着经济发展个人财富不断积累，单一市场的标的也无法匹配我们巨大的资金量。基于此，如果依然单纯坚守A股，投资效果不会理想，投资者应该逐步适应大环境，放眼全球进行资产配置以到达保值增值的目的。具体标的方面，2019年我们看好日元、欧元和黄金，不建议持有美元类资产。一是，从数据上看美元目前基本已经到达了一个中长期的顶部。因为根据历史数据，其净持仓比例一旦超过60%，美元指数就会开启一段下行走势。二是，种种迹象表明：美联储的加息已经进入下半程，继续加息的支撑正在逐步减弱，未来美元升值的动力略显不足，预计19年的加息频率会低于市场预期。在此背景下，我们认为上半年美元进行调整的概率超过了70%。对应的，在跷跷板效应下，其他非美元资产预计相对将表现的更为强势。事实上，从19年年初截至到目前，美元已经出现了转向的迹象，日元则已经开始升值。因此，我们不建议大家在2019年配置美元以及美元资产，推荐大家购买欧元、日元和黄金。



（二）A股投资

长期配置：

回到 A 股市场，目前情形下应该说已经进入了长期配置期，因此长期考虑建议关注券商板块。根据我们的研究，在 A 股历史上，每次牛市期间券商都有不错的表现，能够为投资者带来超额收益。在 2000 年的这一轮牛市，汽车、通信板块表现抢眼，期间券商表现虽谈不上瞩目但也尚可，出现这种情况在当时有客观原因：一方面，2000 年左右 A 股上市券商数量十分有限，对市场的影响相对有限，所以数据表现不太明显。



接着是 05 年到 07 年的这一轮牛市，很明显券商板块涨幅最大，这主要得益于 2000 年以后通过 IPO 或者借壳上市券商数量逐步增加，券商对市场的影响力到达一个新的高度，从而产生了一个明显的超额收益。



最后来看最近 2014 年的这轮牛市，此次市场上涨属于杠杆推动而不是通常的宏观经济面出现改善，彼时整个市场的流动性充足，资金四溢，流入各个板块，所以整体来看个板块涨幅比较平均，但可以看到整个券商板块全年的收益依然令人满意。



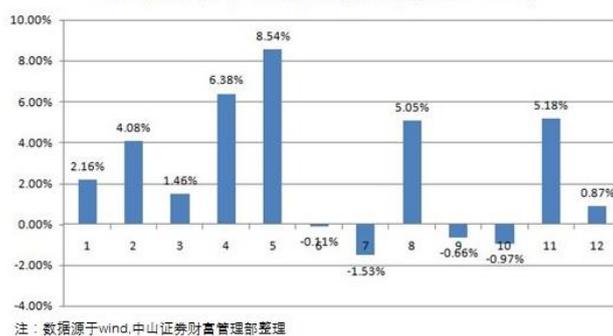
综合前面的分析，除了 2000 年牛市中由于券商的比例太低未有获得足够关注外，后续牛市券商板块实际上都成为了必配的板块。因此，在熊市结束之际，券商股应该成为长期投资者配置的重点。事实上，配置券商的逻辑很简单，对于整个市场而言券商是每轮牛市中唯一必然受益的板块。因为牛市期间市场的交易量扩大带来中介收入的提升，活跃的市场环境会引致融资需求的增大从而增厚信用业务收入，同时水涨船高下券商自营投资也能取得不错的收益，最终券商股将迎来基本面的大幅改善。因此，从概率投资的角度考虑，拥有必然性的券商自然就应该成为投资的首选方向。

补充一点的是，由于券商业绩存在滞后性，通常券商业绩下滑基本上是在熊市第二年才体现出来，这使得券商在熊市初期比较抗跌，即便等到熊市信号确认后再卖出也能确保有丰厚利润。

短期策略：

最后谈一谈眼下短期投资策略。我们都知道大盘在春节后 3-4 个月基本上都是涨多跌少，也就是说 1 到 5 月份市场都将处于一个上涨的态势。因此，短期来说，建议各位投资者好好把握春季行情的投资机会。

上证指数历年各月涨跌幅均值(1997-2018)



注：数据源于wind,中山证券财富管理部整理

在此期间，除通常能够取得超额收益的高送转、高分红、业绩增长、摘帽等概念外，2019 年建议投资者还应重点关注纾困概念，尤其是那些已经获得纾困资金注入的上市公司（详情见下表）。因为，由于股权质押的问题，2018 年这些高质押的个股已经经历了一轮非理性的下跌，随着纾困资金的注入，这些公司的流动性正在得到改善，一旦未来整个市场情绪趋稳，上述标的有望在 2019 年上半年迎来一波估值修复。

已获纾困资金上市公司一览（不完全统计）

证券代码	证券名称	公告日期	纾困资方	金额（亿元）
300213	佳讯飞鸿	9月17日	北京中海丰润投资	2.08
300358	楚天科技	11月5日	湖南资产	2.68
300328	宜安科技	11月9日	东莞纾困基金	3.00
300410	正业科技	11月12日	东莞纾困基金	4.16
300001	特锐德	11月15日	山东国惠	4.00
300117	嘉寓股份	11月23日	顺义区国有资本经营管理中心	4.50
002686	亿利达	11月25日	浙商资产	5.06
300431	暴风集团	12月26日	深圳高新投	2.10
300716	国立科技	11月28日	东莞纾困基金	1.00
002261	拓维信息	11月29日	湖南信托	1.00
300148	天舟文化	12月3日	湖南信托	2.84
002661	克明面业	12月4日	湖南资产	4.29
002570	*ST因美	12月6日	长弘基金	5.00
300041	回天新材	12月7日	汉江控股、长江证券	2.20
002567	唐人神	12月9日	湖南信托	3.11
300266	兴源环境	12月11日	浙江余杭、杭州余杭	10.00
300091	金通灵	12月14日	南通产业控股集团有限公司	2.80
002668	奥马电器	12月19日	中山金控	8.50
002609	捷顺科技	12月21日	远致富海并购基金	2.00
002734	利民股份	12月24日	新沂市纾困投资基金合伙企业	1.35
000595	宝塔实业	12月25日	宁夏国有资产投资控股集团有限公司	0.50
002513	蓝丰生化	12月25日	中陕核集团及其控制的金核投资	4.40
合计				76.57

注：截至2018-12-28，数据源于wind,中山证券财富管理部整理

结语——心斋

最后借用中国哲学一个名词“心斋”作为结语：若一志，无听之以耳而听之以心；无听之以心而听之以气。听止于耳，心止于符。气也者，虚而待物者也。唯道集虚。虚者，

心斋也。（《庄子·人间世》）

希望新的一年，大家能摆脱市场认知误区，从技术分析完备性出发，秉持“概率投资”的理念，获得良好的收益。

中山证券首席投资顾问、财富管理总经理助理：谢尔逊

整理人：向成

2019年1月14日