

## 调整会有，但不会改变大蓝筹长期趋势

——2017年九月给少数派投资人的信

股市不会简单重复，但周期循环往往似曾相识。1960年代美国股市投机风气盛行。从60年代初期的“电子概念”，到中期的“收购兼并”，到末期的“主题投资”。几乎在股市每波上涨的时期，市场就能挖掘不同的题材进行炒作。但是概念股往往经不起时间的验证，甚至出现欺诈行为。1960年代末期投资者开始反思，基金经理们又回归价值投资。机构投资者不再追求那些激动人心的主题概念，反而争相买入并长期持有那些能够稳健成长的知名公司，推动大蓝筹快速上涨。仔细看看这段历史，中国投资者是否会觉得似曾相识。

强势风格周期一旦形成，往往可以长达五到十年。这跟市场环境、跟投资者行为都有密切关系。往往从市场上大多数投资者忽视的时候和地方开始，从少部分人认同逐渐扩散到大部分人。等到市场上大多数人形成了一致预期和行为，就进入了行情的高潮，但也接近尾声。美国60年代的主题概念投资，70年代的漂亮50，中国2010年以来的成长股强势周期都持续了好几年。目前这轮大蓝筹的强势周期也会持续好几年。

任何一波长周期的行情都不是一蹴而就的，震荡反复是股市的基本特征。2009年到2016年的成长股强势周期里，经历过2011年中小创指数下跌35%的大幅调整，但随后又上涨了好几倍。很多短线的调整，随机性偶然性比较大，很难被预测。这轮大蓝筹行情也是如此。出现季度甚至更长时间的调整，都是有可能的。但何时发生，多大幅度，很难被预测。

我们既不指望大蓝筹明年会象今年这样让人惊喜，又不太担心大蓝筹的调整。我们去年6月持有大蓝筹以来，在去年8月、12月、今年6月都经历过大蓝筹的短期调整，但随后又创出了新高。今年的上涨更是超出预期，令人惊喜。但是短期调整一定还会出现。如果有判断的具体依据，可以做波段操作。如果没有，宁可不要波段操作。

只要决定大蓝筹长期趋势的五个关键因素没有变化，短期波动不会改变大蓝筹的长期趋势。在我们上半年“大蓝筹行情只是刚刚开始”一文中，分析了决定目前市场的五个关键因素。1) 供求结构：这几年股票供应的增量几乎全部集中

在中小盘，而增量资金需求却在在大蓝筹。2) 筹码稀缺性：大蓝筹没有供应的增量，连存量也很有限。3) 交易对手行为：包括公募在内，绝大多数投资者还严重低配了大蓝筹。4) 估值：跟全球市场比，跟长期历史比，中国的大蓝筹还处于严重低估。5) 市场情绪：大蓝筹已经出现了赚钱效应，但还远远没有到高潮期。只要这五个关键因素不发生变化，短期波动不会改变大蓝筹的长期趋势。

**股票投资需要灵活，也需要坚定。**能够灵活适应市场的变化，不故步自封，才能不断进步。能够抓得住决定市场的关键因素，不被市场每日的涨跌所迷惑，才能有坚定的心。

**少数派投资**

**2017年9月29日**