

# 春季行情料延后

2016年首个交易周,在推出熔断机制的市场,两个交易日四次触发熔断之后,监管层暂停该机制。机构人士认为,由于熔断机制存在一些不合理性助跌市场,目前A股尚需时间整理修复,待风险偏好和基本面得到修复后,春季行情才有望到来。

## 等待行情修复

**中国证券报:**2016年首个交易周,市场四次触发熔断,这给市场带来怎样影响?如何看待未来市场走势?

**汪毅:**熔断机制在制度上存在一些不合理。首先,市场在5%到7%这段时间很短,比如有些优质的小股票跌停了,在没有熔断机制的作用下,可能会有价值投资者抄底,但因为有熔断机制,买盘因考虑市场存在的不确定性,不急于抄底,宁愿等到明天,其结果就是大盘跌到5%时,再走向7%是很容易的。

从其他市场来看,美国的熔断机制触发的情况也不多,美国股市是实行t+0同时没有涨跌幅限制,而A股是既有涨跌幅限制,又有熔断机制,同时又是t+1。这种制度组合的合理性值得商榷。历次A股大跌时个股的联动性很强,这样就使得一旦触及5%熔断线后,制度上就掐掉了先跌停的股票翻身的机会。其次,中国的熔断机制一级阈值和二级阈值之间距离太近,且一级阈值太低。预计2016年市场趋势可能随一月的下跌砸出一个坑,随后等待风险偏好修复,之后才将开启缓慢的复苏行情。

**康臻:**一个健康的市场,最需要的是流动性。熔断机制的推出影响了市场流动性,没有起到熨平指数波动的作用,反而成为下跌的助推器。其原因在于以前一般急跌都会有抄底资金进入,但这次熔断机制阻止了这部分博弈资金的参与,只要急跌到5%,一致性预期会加速下跌导致二次熔断,当天的流动性也会受到明显影响。国外需要熔断机制,主要是国外没有涨跌幅限制,有一个熔断机制可以在极端行情中,保护投资者。因此熔断机制更应该像核武器,在危机的时候使

用,而不应该在一个常态化的市场中去常规使用。

2016年的市场行情,利好主要有:首先,由于经济尚未企稳,钱多资产少会成为2016年常态,目前安全有收益的资产非常少,因此机构对于权益类资金的配置,会成为市场增量资金的主要来源。其次,无风险收益率还有下行空间。从2009年到2013年,国内一直在一个高通胀、高存准、高利率的投资环境中,这也是A股长期低迷的重要原因。如今美元进入加息周期,资本外流降低外汇占款,低油价降低对通胀的担忧,国内存款准备金率会有相当大的下行空间,预计2016年全年有两次降息、数次降准可能。无风险收益率下行让股票估值有提升可能。此外,A股纳入MSCI指数后全球资产将加大对中国股票的配置需求。

利空方面,首先,当前A股的估值过高,其次,经济转型速度低于预期,同时,注册制扩容、新股、定增以及大股东的减持等都会考验市场资金的供给情况。

**山鹰:**预计股市震荡应该是短期的,2到3个月以后应该得到修正,但2016年震荡市难免。此外改革和创新预期还在,优质标的仍有上涨空间。

## 风格切换未现

**中国证券报:**近期两融有所下降,资金减少将如何影响市场风格?春季行情能否如约而至?

**汪毅:**资金对于风格切换影响很大,在目前情况下,两融规模迅速下降,我们不认为会出现大的风格切换,对于春季行情的判断也只能延后。首先要等待下跌结束,市场有企稳迹象。

**康臻:**两融作为最灵活的杠杆型资金是一把双刃剑,对指数具有助涨助跌的作用,规模减少肯定会影响市场风格切换的高

度,市场普遍预计可能春节后会实现成长和蓝筹的大切换,但如果增量资金减少,蓝筹高度可能也有限。因此这样的切换可能只是短期选择。赚钱效应最后可能还是落实到小股票上。春节前,出于对成长股业绩的担忧,深跌的蓝筹股在政策利好刺激下可能有一定的反弹需求,并且,具有一定的持续性,但高度暂时无法预估。资金的分流会让成长股估值出现回归。春节后,随着市场交易的活跃,以及未来一些中概股回归,热点会让成长股再度接棒。

**山鹰:**相信年初的调整,有利于2016年全年行情的走势。就如去年的“去杠杆”,高风险的杠杆资金离场有利于市场稳定。

从技术层面来讲,最近的技术关键点即这周的破位,上证指数构成了M头,M头的极限量度跌幅357点,也就是上证指数大跌到2971点。预计经历这周急跌之后,上证指数在3000点附近企稳回升的概率还是较大的。如果目前的调整是结构性转换,那么后期沪深300蓝筹股有可能是2016年上半年的主攻方向。

## 节前赚钱效应小

**中国证券报:**有观点认为现在市场处于“深蹲期”,您如何看待这种观点?在目前市场下,应如何布局操作?

**汪毅:**目前市场确实处于“深蹲期”,这应该是“时间换空间”的过程。投资逻辑还是要建立在系统性风险过去之后的个股估值修复中,刚开始是风险偏好的修复,随后才可能是基本面对应的修复。短期建议空仓观望,自下而上选择超跌优质个股。跌得越多,反弹越多,基本面的因素是反弹第二个阶段要考虑的事情。

**康臻:**目前从供给角度来看,



长城证券首席分析师  
汪毅

国信证券投资顾问  
康臻

西藏同信证券策略分析师  
山鹰

主持人:本报记者 周文静

大小非减持压力、扩容和定增的规模都很大,而增量资金来源有限,对于股票市场的走势,短期看供给和需求,长期看企业盈利。

目前市场的投资逻辑主要还是改革牛市预期仍在,“资产荒”使得投资渠道趋窄,而管理层在不断放开垄断,鼓励市场化竞争,经济在市场化浪潮中再创新的活力,因此大众心态上仍期待新一轮波澜壮阔的牛市。此外,注册制的推出,也会让资本市场具有更大的竞争,如果可以实现优胜劣汰,资本配置的效率将明显提升。政策红利将成为最大的市场预期。

短期投资机会应该在超跌反弹,尤其是有资金自救的股票,反

弹速度可能会更快。熔断机制尽管降低了股市流动性,但同时也让大资金基本很难顺利出局,而这部分股票超跌反弹的力度,应该会比一般股票更为强劲。此外,还有一部分传统行业转型的优质股票,经过调整以后,已经接近指数在1875点的水平,这部分股票虽然陷入瓶颈,但公司积极谋变、定增、员工持股计划融资扩张,而市场的不认可让价格可能回到起点,这部分股票最有望受到新进资金的关注。

板块上,因指数已经破位下行,预计回补缺口概率非常大,因而,可能板块效应并不是特别强劲。一般在市场下跌的时候,往往往冷门板块,比如钢铁,煤炭

或许有阶段性反弹机会。但成长向周期转换,本质上是经济周期开始扩张带来的企业盈利改善预期。现在油价低,经济增速持续下行,美元强势也让大宗商品并不具备大幅反弹的基础。因此板块持续效应估计有限,且反弹不具备持续性。

操作上建议轻仓以对,谨慎追高,短线博弈机会可能集中在风险释放后情绪冰点时的反弹,降低盈利预期,及时获利了结。对于热点板块,尽量不在放量时去追。反而对于冷门板块,如果有放量应择机卖出。春节前,市场赚钱效应可能会非常小。风险大于收益,操作难度非常大,因此最需要控制仓位。

## 粉丝经济

□大摩华鑫基金公司

近期上映的《老炮儿》收获了超越票房的优良口碑,在这样一部可能“主要看气质”的大片中,李易峰、吴亦凡两位当红小生撑起演员阵容的半边天,足见新生代偶像背后庞大粉丝群的商业价值。要知道,鹿晗主演的电影《我是证人》2015年10月上映时,百度鹿晗吧31个分会组织的包场遍布全国几十个城市,很多女孩可是连续看了八遍之多。

互动感和参与感是打造粉丝经济的核心。在新的媒体环境下,偶像的产生方式发生很大变化,即从“追星”到“造星”。“造星”一词强调两点:一是工业化偶像生产方式;二是粉丝深度参与偶像的生产过程,一定程度上决定其结果。

近年来艺人低龄化现象越来越普遍,诸如TFBOYS、SNH48这样的组合,成员大都不足15岁,这在欧美日成熟市场其实并不新鲜,但在我国却仍有颠覆性,因为大多数人认为明星之所以成为明星,无非是具备常人所不及的艺术才能,然而很多低龄偶像在演艺水平上并无过人之处,甚至外貌也难言出众,不免让人费解。这是因为当下偶像的形成原因要复杂得多。

粉丝最初可能是被相貌所吸引,但真正成为“死忠粉”还是得益于长时间关注后发掘的特质,例如眼神纯净、有礼貌、团队意识强等等,这种发掘过程需要专业机构引导,比如通过管理粉丝、控制舆论等等。造星工业中很重要的一环就是使粉丝相信自己不仅是偶像的追随者,而是守护者和实现者,自己的付出程度会直接影响偶像的命运发展。

EXO曾在韩国录制一档节目,正式播出时鹿晗的镜头被全部剪掉,粉丝发出潮水般的抗议,后来节目组对此前的行为作出道歉,并大幅增加鹿晗的特写镜头,诸如此类事件会不断强化粉丝的使命感,因而他们会在网上刷遍鹿晗参加的人气榜单,在线下用灯牌、手幅在演出场外搭起“鹿家一条街”,这种被称为“应援”的行为是粉丝圈里的核心名词之一。

AKB48是造星的经典模式。2005年8月成立,从近8000名应征者中选出45人,通过在秋叶原的专属48剧场表演累积人气,并组成小分队全国巡演,最终登上红白歌会。AKB的特色在于:每周的剧场公演和频繁的握手会拉近与粉丝距离;单曲的演唱者有粉丝在总选举上选出,每年的总选举对于成员的前途意义重大;AKB在成员选择上充分利用“投射”心理,普遍年龄较小,且各方面都比较平凡,使粉丝容易找到自己的影子,并且在一次又一次丑小鸭变天鹅的故事中找到无与伦比的满足感与自豪感。

从经济学角度看,AKB的造星模式有几个明显的优势。首先,艺人在培训期就推向市场,由用户逆向选择,大大降低沉没成本,AKS公司付给团员的薪资也大大低于艺人平均水平;其次,粉丝的深度参与和情感付出拉长了艺人的生命周期,拓展了用户年龄段,大大增加支付潜力。

目前如日本的杰尼斯事务所、韩国的SM等,在造星与粉丝运营上都已十分成熟,而我国在工业化造星上还处于摸索阶段。考虑到我国庞大的90、95后人群,粉丝经济无疑具备极高的商业潜力,从事相关业务的上市公司值得持续关注。

## 名家连线

# 连平:不必忧虑人民币汇率短期波动

□本报记者 高改芳



连平  
交通银行首席经济学家

交通银行首席经济学家连平日前接受中国证券报记者专访时表示,从中长期看,一国货币汇率水平最终由其经济基本面决定。当前,人民币并不具备趋势性大幅贬值的基础。我国经济基本面总体平稳。尽管经济增速持续回落,但2015年仍有可能保持7%左右的中高速增长。放眼全球,能达到这一发展速度的国家并不多。2015年以来,我国经常账户顺差增大,国际收支总体上保持平衡。

外汇储备急剧缩水等一系列问题,会带来股市和汇市非理性联动,形成“蝴蝶效应”,2016年开局以来的市场动态似乎已见端倪。这不仅不利于我国经济转型和产业升级,甚至有可能导致系统性金融风险。2015年以来,人民币实际有效汇率升值较快,“8·11汇改”可视为人民币兑美元汇率的一次校正,但这种校正不太可能常态化。未来市场供求关系将逐渐成为人民币升值的主要决定因素。汇率实现清洁浮动尚需一系列政策、机制和市场条件,不可能一蹴而就。

2016年,不排除人民币出现阶段性适度贬值的可能。短期内我国经济仍面临不小的下行压力。近期人民币汇率出现较大震荡,似乎表明我国以市场供求为基础的人民币汇率形成机制正在形成之中,双向波动的区间正在打开。美国利率将走上行通道,推动资本回流美元资产,对人民币汇率带来向下压力。离、在岸市场上美

元持续走强的预期也在一定程度上对人民币汇率阶段性贬值推波助澜。但中国的经济基本面和政策调节能力决定人民币贬值幅度会低于市场较为流行的预期。

人民币大幅贬值和股市大幅下跌发熔断机制同时发生,是巧合还是有某种联系?对于这个问题,连平认为,就历史经验审视,鉴于我国资本和金融账户开放步伐较为缓慢,汇率与股市涨跌之间相关性较低。一些新兴市场国家由于资本和金融账户开放,两者的相关性较高。亚洲金融危机期间,个别东亚、东南亚经济体的确出现过汇市、股市相互影响、双双暴跌的情况,其本质是资本外逃。

“十三五”期间,我国资本和金融账户开放有望基本完成。届时,人民币汇率将与股市波动之间的联动将更为密切,同跌同涨格局可能会经常出现。应高度警惕股市、债市、汇市和期市等市场之间的联动效应所带来的系统性风险。与此相关的跨境部门监管、建立风险防范预案等都应该尽快提上议事日程。未来资本和金融账户开放的节奏和力度可进行务实和理性调整。

## 精彩对话

《中国证券报》:人民币加入SDR货币篮子以后,汇率的双向波动是否会更加剧烈?这次人民币贬值是否和加入SDR有关?

连平:加入人民币篮子中长期有助于人民币升值。从需求来看,人民币加入SDR货币篮子,意味着人民

币作为国际储备货币的地位初步得到以IMF为代表的国际金融体系的认可,由此各国货币当局会产生增加人民币储备资产的需求。随着人民币国际化、资本和金融账户开放等相关配套措施推进,全球金融市场将有大量外币资产逐步转化为人民币资产。预计到2020年,人民币的国际需求规模有望升至1.5万亿美元。

作为SDR货币篮的重要成员,人民币汇率大幅度波动对于SDR价值稳定显然是不利的,考虑到中国还是第一贸易大国,保持人民币基本稳定还将成为贸易伙伴国和外汇储备国的普遍需求。未来,中国的货币当局应承担在国际金融市场出现重大动荡时维持市场稳定的义务。

短期来看,人民币汇率变化与加入SDR之间并无特定关系。当然,市场预期往往是复杂而微妙的。近來市场上一直有种预期,即加入SDR之后,由于所谓的“维稳”动机消失,人民币汇率短期内可能迎来一轮下跌。这种预期虽缺乏根据,但对市场的影响不容小觑。同时,其他一些短期触发因素也与此相互交织,比如,由于中国对外资本输出步伐加大,年底到年初,各种对外支付项目可能较多,对外汇的需求比以往要大,在外汇市场上表现为短期需求明显增加,给人民币汇率带来一定的压力。再者,境内股票市场的大幅波动也给人民币汇率带来心理上的压力。我认为这些预期和心理因素都不是实质性的。“风物长宜

放眼量”,加入SDR货币篮子总体上有助于未来人民币汇率稳定和市值提振。

《中国证券报》:人民币贬值对国内投资、消费和进出口都有怎样影响?在人民币贬值、外汇占款减少的情况下,今年降息降准的情况如何?

连平:人民币阶段性适度贬值对国内投资影响并不明显,对消费也是短期的。从进口来看,以美元计价的国际大宗商品价格将继续承受下行压力,虽在一定程度上可能拖累我国今年的进口增幅,但2015年我国多数大宗商品的进口数量不但没有明显减少,反而有稳定增长。从出口来看,制造业对美出口可能迎来一定程度度的改善,但对欧盟和日本的出口可能继续承压。由于与中国出口结构类似的其他亚洲经济体无疑也将充分利用这一机遇,因此,不能将出口改善的希望完全寄托在汇率因素上。事实上,2015年一次性贬值的效应市场很快予以消化。

人民币阶段性贬值预期下,企业和个人结汇意愿下降,外汇占款有可能持续减少,导致基础货币增速下降,此时需要货币当局通过降准来对冲,预计年内将有2至4次降准。但在美联储开启加息通道的背景下,货币当局降息可能会较为慎重,因为中美利差进一步缩小有可能加剧资金流出,带来更大的贬值压力。

清理僵尸企业是股市转型阵痛

□中航证券首席经济学家 许维鸿

2016年第一周股市剧烈波动,熔断机制成为其直接导火索。随着时间推移,越来越多的市场人士开始透过熔断机制看待A股市场本质,开始更加理性地思考巨幅震荡的化解之道。

在我看来,股市熔断机制的推出在某种意义上转移了市场对于股市政策面变化的注意力。2016年1月4日,人民日报大幅发表了“叔威人士”的文章:《七问供给侧结构性改革》,中央再次强调要坚决清理僵尸企业,坚定不移地推进供给侧结构性改革。如果仔细阅读人民日报的重磅文章,不难发现中央强调要厘清政府功能定位,减少政府干预。

对于股市而言,供给侧改革首当其冲的就是注册制改革,让“各路”政府从股市“放手”,让更多的没有行政资源的企业特别是很多传统意义上资本市场的弱势群体——民营企业到A股上市交易。在本周熔断大面积股票跌停的盘面上,过去一两个月上市的新股依然保持强势,很多次新股宛如“万绿丛中一点红”,坚强地证明着中国股市并不缺乏执著的投资者——对新股潜在价值的追逐再次印证中国股市从来不缺钱,而是缺少优质股票。股市本来就是吐故纳新的平台,IPO暂停让更多持续亏损、无良圈钱的上市公司奇货可居、苟延残喘,他们无疑是被中央诟病的僵尸企业,理当被市场摒弃。

注册制打开了上市公司的供给侧,资金端的供给侧改革更加值得期待。熔断机制引起如此大的波澜,很大程度是由于资金端的供给效率不高。一方面,以公募基金为代表的机构投资者行为散户化,短线追涨杀跌放大股市波动率;另一方面,机构投资者多样化不足,2015年的股市过山车让很多投资机构被迫退出市场,例如以“多空组合(Long-Short Strategy)”为代表的量化投资风格,就很难熬过两三个季度的持续亏损。

值得注意的是,在资金供给侧对涉外资金流出的担心,这也是很多人看空A股的原因,这与元旦前后境外人民币汇率的下跌不谋而合。让人不禁要问,中国资产对于国际化资本的吸引力真的下降了吗?以我在欧洲投资银行的工作经历和近期与国际基金经理的交流体会,国际资本依然垂涎于中国旺盛的内需和可以预见的巨大消费升级。但是,中国各级地方政府投融资平台和落后产能领域的僵尸企业,其银行体系贷款的系统性坏账风险,让很多增量资金踌躇不前,甚至开始怀疑中国能否顶得住坏账计提带来的本币贬值。

与其被动等待,不如主动出击!供给侧改革强调提高国有经济的效率,就是要通过PPP模式升级地方政府投融资,通过混合所有制和注册制消灭僵尸企业,让中国再次成为外资最想投资的目的。所谓僵尸企业都是那些经营效益不佳的企业,往往是地方上“又嫌狗不理”的烫手山芋。如何利用资本市场,让这些烫手山芋通过兼并重组而焕发活力,避免简单让企业破产带来的社会不稳定,对于地方政府而言无疑是个挑战。

进一步讲,随着僵尸企业重组、破产,产能严重过剩地区必然会出现由于职工下岗带来的社会保障问题,习惯性职能错位”的地方政府必须主动、用心地把有限的财政用于精准的改善,但对欧盟和日本的出口可能继续承压。由于与中国出口结构类似的其他亚洲经济体无疑也将充分利用这一机遇,因此,不能将出口改善的希望完全寄托在汇率因素上。事实上,2015年一次性贬值的效应市场很快予以消化。

人民币阶段性贬值预期下,企业和个人结汇意愿下降,外汇占款有可能持续减少,导致基础货币增速下降,此时需要货币当局通过降准来对冲,预计年内将有2至4次降准。但在美联储开启加息通道的背景下,货币当局降息可能会较为慎重,因为中美利差进一步缩小有可能加剧资金流出,带来更大的贬值压力。

归根到底,呼之欲出的注册制会把更多优质上市公司带到A股市场,如果没有僵尸企业的出清,A股市场供给侧就缺乏活力,上市公司壳价值降低,高管减持加速,股市短期下跌的原因就在于此。