



熔断下基金惊魂:挂跌停价也卖不出

□本报记者 徐文擎

两遭熔断操作变形

“有了1月4日的熔断经历后,我们对大盘超过2%跌幅后的表现以及自己的操作就变得很谨慎。”北京一家大中型公募股票型基金经理李光(化名)对记者说。本来,经过周一的大跌和之后连续两日的小幅回升后,他觉得趋势略有转好的迹象,但在7日集合竞价交易阶段,沪指快速下挫超1.5%,创业板跌幅超2%,他“嗅到了趋势掉头转差的苗头”。

“晨会时本来还计划买部分股票的,当下决定不买了。”他说,“谁知我刚刚做了不买的决定,立马就觉得应该卖。”9点43分,沪深300指数迅速跌至5%阈值,触发当日首次熔断,并休市15分钟。他按照1月4日的经验判断,第二次马上会接踵而至,决定复盘后立即把高估值小票挂跌停价卖出,同时由于最低仓位限制要求,还需要买一些低估值、流动性好的蓝筹股来填仓位。“但没想到的是,从5%到7%仅2分钟,远远快于周一的6分钟,根本卖不出去,也来不及买。”

该名基金经理素以“重对策、轻预测”以及快准狠的操作手法闻名,在2015年全年的股市大起大落中,也因重仓股敢搏、调仓换股快,获得很好的同业排名。“即使在去年7、8月的市场中,也没有出现这样极端变化以至于来不及操作的情况,流动性枯竭得太快。在一个没有流动性的市场,所有的估值管理、仓位管理、时间管理都是空谈。”

他还提到,尽管到目前为止,他管理的基金还没有出现专户大额赎回和散户挤兑的情况,但市场部门的同事压力不小,天天打电话到“头晕脑胀”。“其实我们心里都清楚,如果熔断机制不暂停,熔断可能会成为常态,然而这是监管层无法容忍的,所以我们只能不停地对基民说,短期的极端情况也是中期布局一个比较好的介入时点。”

“我们7日在竞价阶段减了一部分高估值的科技股。”上海一家私募基金的总经理说。他原本预计,早盘低开是前两日获利盘的回吐,并不值得太恐慌,没想开盘不到5分钟,指数猛烈下挫并快速接近5%的首档熔断阈值,“我们迅速决定离场观望,但又不忍心直接挂跌停,因为手上拿的货并不差,只能不断刷低挂单价格直到最终降到跌停价。”这位私募总经理说,“但即使这样,也只出掉一小部分,从周一的6分钟到周四的不到2分钟,大家跑得越来越快,就算国家队想拉指数也来不及。在这种市场预期下,私募基金未来的操作只会越来越保守。”

“政策不会影响市场的方向,但会改变市场的节奏,熔断机制产生助推的作用。”北京一家做股指期货量化CTA的基金负责人说。由于目前股指期货日内平仓的手续费仍然很高,他们一般采取锁仓的方式锁定当日收益。1月4日,沪深300指数从跌幅5%快速下探至7%,连带期指

“休市下那种无所事事、抓心挠肝的感觉真心难受。”北京某保险资产的投资经理说。和他一样,A股证券从业人员新年第一周都经历了从业以来不曾见过的新局面,四度熔断、两日休市。

“直接被废掉功夫。”上述投资经理说,“A股趋同性太高,即使熔断机制本身不是造成下跌的主因,但在势不可挡的下跌趋势中,很多基金经理的操作与小散无异,甚至想跑得更快。如果专业人士都无法说服自己坚守,可以想象市场上几乎就不会看到与市场方向相反的操作。”

Wind数据显示,截至2016年1月7日收盘后,全部A股总市值为49.510万亿元,新年前4个交易日蒸发逾7万亿元。

“如果不暂停,在周五集合竞价的时候,指数可能就会一路下探直接触发熔断休市。”他说,“不过,两次大跌后‘黄金遍地’,尽管余震未了,海外风险仍在,但作为专业投资机构,该捡的黄金还是要捡。”

市场各大指数也快速跌停,以至于他们来不及进行当日锁仓,一手IF和一手IC空单变成隔夜空单,好在1月5日开盘几分钟内继续下跌,他们迅速平仓,赚了两天的收益。“隔夜策略的政策风险太大,我们一般不做,但周一的情况让我们来不及反应以至于未锁仓。尽管这次赚了,但并不代表下次还会这么做。熔断的磁吸效应以及引发的快速下跌的确让我们始料未及,普通投资者恐怕更加措手不及。”他还表示,在不连续交易的情况下,本来是近乎无风险的分级A套利也很难做。

有媒体称,在1月4日触及二次熔断后,已有多家基金公司向基金业协会反馈意见,请求改进新实行的熔断机制。

熔断机制水土不服

“人民币汇率短期大幅贬值,海外市场震荡,A股本身承受着一定的调整压力,叠加熔断机制,

会放大短期的下跌效应。”华夏未来资本董事总经理、投资总监胡怀志分析称,“在尚不完善的熔断机制下,流动性损耗过快,资本市场的价值发现功能、融资功能、资产管理功能都会丧失。而从投资的角度看,有清盘压力的私募基金只会越来越谨慎,越来越保守,为了避免清盘,仓位都会控制得很低,投资收益的预期也会降低,投资者难以从中获利,投资也就失去了意义。”

对于熔断机制缘何水土不服,记者采访的多位市场人士表示,主要原因在于三点:首先,熔断机制的配套制度不成熟,以至于磁吸效应明显,无法出现相反动能;其次,5%与7%两档阈值过于接近,容易造成恐慌;最后,在A股非成熟资本市场环境中,波动性得不到充分释放,熔断机制“治标不治本”。

北京大君智萌投资管理有限公司董事长吕长顺认为,美国的熔断机制是与股市的T+0交易、无个股涨跌幅限制相配套的。在A股T+1交割和个股有涨跌停板的设置下,股市的磁吸效应效果会非常明显。“一旦跌到5%,则意味着不卖股票则在当天再也没有机会卖出了,而没有流动性市场就会变成一潭死水。所以,尽管熔断不是造成市场下跌的主因,却在实际表现中加速了股市的下跌,负面作用大于正面效应。回溯历史数据,2015年股市振幅超过5%的情况出现了23次,按照上述所说的磁吸效应,如不及时暂停,可能熔断会成为常态事件。”他说。

上海长见投资管理有限公司总经理唐祝益则表示,T+1日交割意味着,A股市场以散户为主,行为的趋同性很强,而5%和7%两档仅差2个百分点,在第一档熔断后极易触发第二档熔断,实际情况也证明了这一点。相较之下,美国是三档熔断,每档的间隔比较大,同时T+0的交易制度让投资者保存了一定观望甚至反向交易的动能。

“政策可能抑制短期内非常极端的波动,但会增加市场内生性的、整体的波动。”原某大型保险资产量化投资总监、现供职于私募基金的负责人高辉(化名)分析称,A股与成熟市场之间还有一定距离,首先,市场的运行机制有差别,成熟市场更像一个成年人,我们更像一个青春期的少年,在这种情况下,熔断的初衷是为了防范极端的行情,但现在的问题在于本身的波动率已经很高,对于波动宜疏不宜堵,但熔断机制类似于加强版的涨跌停板,在极端情况下会被宣泄。“但在波动性充分反映的成熟市场,熔断机制是可以起到应有作用的。”

2016年需降低收益预期

海通证券首席经济学家李迅雷在接受媒体采访时公开表示,在目前的市场情况下确有必要暂停熔断制度但不应该取消,监管层在认真讨论之后应该推出更为成熟的熔断制度。

他认为,A股在一周之内出现两天大幅下挫,最主要的原因在于“超预期的人民币贬值

幅度突然加大”。他称,自2005年人民币汇改以来,经历了长达9年的升值过程,至2014年1月见顶形成向下拐点。同时,经济也开始出现下行,利率连续下调,这会给大家一个暗示,即人民币可能踏上长期贬值之路。而在当今信息互通高度发达的时代,预期管理就显得尤为重要。

“汇率贬值与资本流出的压力是密切相关的,但并不认为中国央行会去推行一种非常明显的导致人民币大幅度趋势性贬值的政策。在未来两年之内,维持汇率波动在可控的5%以内还是有能力的,两三年后改革的效应逐步显现,汇率相对也会稳定下来。”交通银行首席经济学家连平周末在第二十届中国资本市场论坛上表示。

“政府强调人民币对应一揽子货币汇率稳定的重要性,也说明对美元确有高估的成分,这不利于出口,希望有所调整。向均衡水平调整无疑是正确的,但需要给市场足够充分的预期,包括调整的时间、实现的路径、未来的幅度。如果做好了预期管理,人民币贬值并不一定会对股票市场产生多大的负面影响,对流动性的影响也不会太大。”巩怀志说。

“乱战之中,金子也被扔得满地。”他强调,2016年对于所有资产管理者都不会是轻松的一年,但越是如此,越应该发挥专业投资者的天职,寻找那些被错过的“金子”。“风险控制也要进一步加强,做好仓位管理,时间管理,降低收益预期,把追求短期的减少波动和长期的复利回报结合起来。”

源乐晟资产研究总监、合伙人吕小九表示,货币的宽松今年不会到头,但边际效应在递减,无论客户还是基金管理人,都不能把过去两年的收益率作为未来一年或者两年收益率的标杆,否则,不但客户会痛苦,资产管理机构也有可能是在高压之下动作变形。“如果把预期设定得更合理,2016年大家过得会更舒服一点。”

对于1月,源乐晟资产保持相对乐观的态度,主要在于大概率的“春季躁动”。源乐晟认为,即使是2008年的金融危机和2011年的大熊市,其春季都有相当的投资机会。春季躁动产生的原因,是在每年年末,一些资金(尤其是企业资金)需要离开股票市场做财务上的清算,而1月份又会回流市场,所以新资金流入是确定的,但幅度大小还需要小心求证。至于投资方向,除了比较看好的传统企业转型、计算机、智慧工厂外,一些分红率高、行业需求相对稳定的公司也值得关注。

“按过去的经验,一旦市场被激活,很难在短期内恢复到平稳的状态,至少需要一两年的过渡,所以今年市场的波动也不会特别小。同时,不仅是汇率问题,市场的扰动因素仍然很复杂。受到多重因素的影响,2016年低风险低收益的投资可能会成为比较主流的方式。”上述北京私募负责人告诉记者,“因此,我们也确定了2016年的投资关键词,即慢才是快,今年要降低预期收益才能更好地做好投资。”