

财经圆桌

3000点拉锯战打响 多看少动

沪深两市本周继续惯性下跌，随着风险不断释放，市场调整步幅放缓，但两市量能未能有效放大，资金谨慎情绪浓厚。机构人士认为，大盘3000点拉锯战打响，震荡筑底之路将延续，而中小创的去估值压力依然较大，后市技术性反弹后仍有进一步探底压力，投资者应多看少动。

3000点拉锯战打响

中国证券报:本周股指连续震荡下挫，盘中一度下破2900点关口，后续市场走向如何？在指数连续下挫的同时，沪深两市成交额也不断走低，缩量格局能否扭转？

傅子恒：本周是暂停指数熔断机制之后的第一个交易周，大盘前几个交易日延续市场疲弱走势继续回落，市场人气较为低迷。但周四沪指在跌破3000点、创业板跌破2000点之后，开始遇到强势买盘支持而初步企稳。总体来看，本周股指大幅波动，市场信心经历“熔断机制”推出与停止打击之后，后半周情绪步入平稳，市场做空“一致预期”被打破，大盘显露止跌企稳信号。目前，上证综指距离前低2850点仅一步之遥，但创业板指数本周创出的低点1989.87点离前期绝对低点1779.18点尚有10%的距离，周四大幅反弹后距离进一步拉平。后市大盘是继续在此构筑波段底部还是展开反弹波段，取决于消息面与外围市场互动情况。

周旭：本周股指一度跌破3000点整数关口，最低探至2867.55点。不破不立，3000点跌破至接近2850点前期低位后引发资金抢筹，跌幅较大的TMT、国防军工等品种成为反弹急先锋。当前来看，持续超越后A股迎来难得大反弹，不过，两市量能未能明显放大，市场谨慎情绪依然占据上风，目前仍难言股指就此企稳，短线3000点一线仍将反复争夺。

需要指出的是，3000点附近向下已是杠杆盘的敏感压力位，若后续实质性跌破，则势必引发融资平仓，并引发再次深跌风险。因此，预计3000点一线的拉锯战仍将持续一段时间。而对于市场持续缩量，表明场外观望情绪不断加重，尤其是年初就大幅下跌，市场风险偏好几近降

至冰点，这将使筑底之路更加漫长，指数很难出现单底走势，后市技术性反弹后仍有进一步探底压力。

张刚：A股此波下跌，主要源于人民币汇率走贬，引发市场恐慌情绪。不过，目前这一状况已得以改善。目前美元兑人民币汇率已经回稳，甚至出现离岸汇率强于在岸汇率的现象。周三海关总署公布的出口数据远好于预期，单月出口总值创出历史新高第二高，显示人民币走贬对出口刺激立竿见影。经营项目下的外贸顺差，也有望吸引外商投资，促成本资本项目下逆差减小，因汇市波动导致A股走弱的原因得以消除。近期下跌缩量更是地量低价的底部特征，由于本周为股指期货最后交易周，大幅重挫可被理解为诱空之举，也是相关优质个股的布局良机。

中小创“去估值”压力不减

中国证券报:作为成长军团代表，创业板指数下挫幅度更大，估值泡沫快速挤压，后市以小盘成长股为代表的创业板指数何去何从？

傅子恒：本轮市场下跌中创业板跌幅更大，原因有两点。一是创业板股票因流通盘较小而具有较好的弹性，但也因为流通盘较小，其流动性相对弱于大盘，因此无论是在上涨过程还是在下跌过程中，其固有趋势容易被放大。二是大盘下跌过程中，主板市场因钢铁、煤炭等板块受政策刺激而短线走强，一定程度上对冲了主板股指的下跌幅度。但在周四的反弹中，创业板重新成为急先锋。

从基本面来看，受国家政策扶持的许多新兴战略产业中的个股大多分布于创业板，一旦大盘企稳，此类个股容易受到追捧，由此判断，创业板短线热度将延续一段时间，前提是大盘上涨至少稳定。而在股指反复下挫之后，市场投资偏好下降。受注册制推出股市扩容压力、美联储

加息、汇市波动等外围不确定因素增加，市场对中期预期分歧加大，因此，市场短线上涨只能暂时以反弹对待。

周旭：经过前期股指的快速回落，两市估值回落明显，全A股的滚动TTM市盈率到1月13日已下滑至18.65倍，而上证指数估值已下行至13.83倍，接近近5年的估值低位。而创业板指估值回落也非常明显，其滚动TTM市盈率已下行至69.16倍，相比年前将近95倍的估值已释放不少的压力。值得注意的是，创业板相对于主板的估值溢价率也再度回归此前的中枢水平。

此次下跌，核心原因是人民币汇率贬值预期升温下，市场对国内宽松政策屡屡推迟而引发的流动性拐点预期。当前，我们倾向于认为政策宽松基调未改，市场只是因短期情绪的过分担忧引发超跌，创业板指仍可以呈现区间震荡，以不断实现高估值泡沫。后续的核心关键仍是继续关注政策面变动情况，包括货币政策以及金融监管举措的相关进度与变化。

张刚：中小创此前的大幅调整主要缘于市场对大股东减持的担忧，高估值的小盘成长股往往是大股东减持的重灾区。目前，针对大股东减持行为，上交所、深交所已采取专项措施。相比之下，中小创以民营企业为主，被减持意愿相对较强，而其中很多上市公司在上市前就将股权结构设计得十分分散，以“小非”形式存在。投资者现阶段主要需回避中小创可能存在的减持风险。长期看，扩大与海外市场的互联互通，以及战略新兴产业的设立，将使中小创的估值重心保持下移的趋势，逐步回归至和境外主要市场相近的估值水平是必然结果。

多看少动 耐心等待

中国证券报:大调整后，投资者是空仓观望还是择机布局？



万联证券研究所所长
傅子恒



南京证券研究所所长
周旭



西南证券研究所首席策略分析师
张刚



主持人：本报记者 徐伟平

傅子恒：市场大跌后有望再度企稳，反弹还是反复筑底，后两周将见分晓。由于每年春节前后市场一般相对较为稳定，因此我们判断股指在此位置有望逐步企稳。但是中期而言需要有大局意识，至少2016年上半年的趋势大局是，A股二级市场更可能是对2015年股指“大开大合”走势的总修正，因此总体应相对谨慎，应降低预期，在把握趋势与具体运行节奏的基础上捕捉波段主题投资机会。

个股与板块方面，建议关注新兴战略产业领域如节能环保、生物技术、信息技术、智能制造、高端装备、新能源、美丽中国等主题交易机会。此外受政策驱动，传统产业优化升级等也属于近期“风口”。

周旭：短期中阳反弹下，目前所处位置应该是阶段性底部，市场极有可能出现短期企稳局面。但市场心态依然不稳，谨慎情绪相对占据上风，预计市场短期仍将维持关键点位争夺。是选择继续空仓观望还是择机布局，这取决于投资者的投资风格，左侧交易者可以关注前期大幅杀跌且有资金介入的个股，而右侧交易者则可等待市场企稳后再作综合考量。总的来说，应多看少动耐心等待，暂时深套的投资者千万不要再恐慌性地割肉交出带血的筹码，而空仓的可继续空仓，耐心等行情企稳。

短线布局可选择跌得较深个股，也可选择一些均线已严重发散、技术超跌显著的中小盘品种。

资产荒背后的逻辑，是全球冗余的资本追逐相对稀缺的优质资产。很多政策制定者担忧由于人民币贬值压力造成资本外流，多多少少有些杞人忧天。资本如水，总是流向投资收益相对高的地方。中国未来几年，巨量的中产阶级消费升级带来的实体经济投资机会，在全球可谓独一无二，正是全球资本追逐的目标。退一万步讲，那些因为看到政府主导的过剩产能领域和房地产投资减速而退出中国的资本，也不是长期资本，而是前文讲的跨市场、跨货币套利者，或者称之为热钱。热钱退出，虽然短期会加大人民币汇率压力，长期无疑是利大于弊的。

其次，应该利用全球资产荒局，力促中国利率市场化。中国经济的历次重大改革，很多都是被市场倒逼而成功的。这次热钱撤离中国，恰恰给了中国货币政策转型难得的时间窗口。众所周知，过去十年由于国际资本的大量流入，中国被迫进行本币规模快速扩张大大快于名义GDP增速。曾经高达20%的存款准备金率，就是央行针对资本流入被动调控货币供应量的结果，也形成了今天很多市场参与者的逻辑思维惯性。

货币供应量被外汇占款增速绑架，大大降低央行利率工具的边际效应。机构间债券市场戏称央行行为“央妈”，刻画出央行对市场化流动性调控的某种无奈——机构对公开市场操作利率不敏感，更关心货币供应总量，就是源于外汇占款不断的增量。因此，结合中央倡导的供给侧改革，资本市场的无风险收益率曲线、风险溢价曲线的利率期限结构市场化，就是外汇储备减少的改革红利。说白了，中国需要更多的长期机构投资者，能对汇率、利率、信用进行主动定价，增量解决存量问题”的年代一去不复返了。

第三，应该从吸引全球长期资本角度，力促优质资产证券化。毕竟，热钱流出中国，并不意味中国不需要国际资本。在我看来，中国旺盛内需对投资的渴望是强烈的，这种供需两旺没有转化为资本市场的持续活络，根本原因是审批制下的股市活力不足，市场上代表新经济、新消费的好标的供给不足。2016年新年以来A股大多数股票下跌的情况下，次新股板块异常活跃，估值几近离谱，这也意味着股市并不缺钱，缺少的是值得投资者想象的上市公司。

随着多层次资本市场的供给侧改革，期待注册制春风能够提供更多优质资产的证券化产品，投资端的供给侧优化也会出现。如果我们分析欧美相对成熟的股票市场，会发现大量国际资本的身影，诸如中东石油美元、北欧主权基金、亚洲制造业资本等，都潜伏在蓝筹股和题材成长股的股东名单中。作为世界上唯一能在总量上跟美国经济媲美的经济体，中国绝不应该被动地去寻求把外汇储备投资于美国股市，而是要励志吸引国际长期资本投资于中国股市。

总之，从长期国家战略意义角度，近期人民币汇率和A股波动，是改革路上必然出现的阶段性阵痛，不必慌张；真正值得我们思考的是，顺势而为的中国资本市场供给侧结构优化。

券商点金指

汇率波动背后的全球资产困局

□中航证券首席经济学家 许维鸿

2016年开局短短两个交易星期，人民币汇率和中国A股价格剧烈波动，国际资产价格诸如原油、黄金、美股等也跟随剧烈波动。与此同时，全球主要财经媒体都把绝大部分的版面留给了中国。越来越多的国际投资者把中国作为新一轮全球资产价格变化的始作俑者，都在等待中国央行甚至是中国政府的最新政策变化。

这种万众瞩目的焦点地位，无疑是中国过去三十年改革开放的成果。由于经济体量巨大，无论是人民币还是中国的A股，终于成为全球资产配置的核心内容之一。但是，为了确保经济的平稳运转，中国政府对于金融市场的管控依然严格，也给国际投机者留下了很多跨市场套利、跨货币套利的机会。这就是为什么近期人民币汇率的短期波动，会把香港隔夜离岸同业拆借利率推高到67%，因为背后投机者的金融杠杆离谱地高企。因此，对于手握巨量外汇储备的中国央行来说，如何应对这种汇率和股市的波动，就变得格外引起关注。

首先，应该把人民币汇率波动，放在国际资产困局的大背景下去考量。从2014年美国开始退出QE，中国开始金融去杠杆，全球资产管理市场就进入了“垃圾时间”。由于长期的欧美负利率，全球范围内资本回报率逐渐下降，一旦中美两大经济体货币政策反转，资产价格下降的大趋势就无法动摇。我们中国资产管理行业正在感受到的“资产荒”，国际同行早就提前两年感受到了。

资产荒背后的逻辑，是全球冗余的资本追逐相对稀缺的优质资产。很多政策制定者担忧由于人民币贬值压力造成资本外流，多多少少有些杞人忧天。资本如水，总是流向投资收益相对高的地方。中国未来几年，巨量的中产阶级消费升级带来的实体经济投资机会，在全球可谓独一无二，正是全球资本追逐的目标。退一万步讲，那些因为看到政府主导的过剩产能领域和房地产投资减速而退出中国的资本，也不是长期资本，而是前文讲的跨市场、跨货币套利者，或者称之为热钱。热钱退出，虽然短期会加大人民币汇率压力，长期无疑是利大于弊的。

其次，应该利用全球资产荒局，力促中国利率市场化。中国经济的历次重大改革，很多都是被市场倒逼而成功的。这次热钱撤离中国，恰恰给了中国货币政策转型难得的时间窗口。众所周知，过去十年由于国际资本的大量流入，中国被迫进行本币规模快速扩张大大快于名义GDP增速。曾经高达20%的存款准备金率，就是央行针对资本流入被动调控货币供应量的结果，也形成了今天很多市场参与者的逻辑思维惯性。

货币供应量被外汇占款增速绑架，大大降低央行利率工具的边际效应。机构间债券市场戏称央行行为“央妈”，刻画出央行对市场化流动性调控的某种无奈——机构对公开市场操作利率不敏感，更关心货币供应总量，就是源于外汇占款不断的增量。因此，结合中央倡导的供给侧改革，资本市场的无风险收益率曲线、风险溢价曲线的利率期限结构市场化，就是外汇储备减少的改革红利。说白了，中国需要更多的长期机构投资者，能对汇率、利率、信用进行主动定价，增量解决存量问题”的年代一去不复返了。

第三，应该从吸引全球长期资本角度，力促优质资产证券化。毕竟，热钱流出中国，并不意味中国不需要国际资本。在我看来，中国旺盛内需对投资的渴望是强烈的，这种供需两旺没有转化为资本市场的持续活络，根本原因是审批制下的股市活力不足，市场上代表新经济、新消费的好标的供给不足。2016年新年以来A股大多数股票下跌的情况下，次新股板块异常活跃，估值几近离谱，这也意味着股市并不缺钱，缺少的是值得投资者想象的上市公司。

随着多层次资本市场的供给侧改革，期待注册制春风能够提供更多优质资产的证券化产品，投资端的供给侧优化也会出现。如果我们分析欧美相对成熟的股票市场，会发现大量国际资本的身影，诸如中东石油美元、北欧主权基金、亚洲制造业资本等，都潜伏在蓝筹股和题材成长股的股东名单中。作为世界上唯一能在总量上跟美国经济媲美的经济体，中国绝不应该被动地去寻求把外汇储备投资于美国股市，而是要励志吸引国际长期资本投资于中国股市。

总之，从长期国家战略意义角度，近期人民币汇率和A股波动，是改革路上必然出现的阶段性阵痛，不必慌张；真正值得我们思考的是，顺势而为的中国资本市场供给侧结构优化。

债券长期仍有机会

□大摩华鑫基金公司

管清友：守住失业风险和金融风险底线

□本报记者 陈莹莹



管清友
民生证券研究院执行院长

2016年首周资本市场跌宕起伏，人民币出现大幅波动，对美元贬值1.4%。股市方面，在A股两度出现“熔断”、上证指数一周下挫近10%的带领下，几乎全球所有重要股指均出现大幅下跌。债市方面，受避险情绪影响，发达国家债市收益率普遍下行。

汇率走势成为市场焦点。我们认为，首先未来人民币汇率波动会变大，随着人民币加入SDR，外汇兑换开放程度放宽，汇率更加市场化。其次是人民币没有大幅贬值的基础，央行以3.3万亿美元外汇储备雄踞世界第一，有足够的筹码打贏汇率战。从央行的表态看，央行并不希望人民币大幅贬值，贬值实际上也救不了中国经济，还会引起周边经济体的竞争性贬值。第三是中国仍然保持较大的顺差，对美国的出口表现为增长，这对于汇率是一种实际支持。因此，在人民币快速贬值后，央行将把人民币保持在一定水平上。

汇率波动未引发债券的明显调整，但风险不言而喻。通常来讲，汇率下降引发资金流出压力，央行维稳汇率也会引起资金面紧张。本次汇率未传染到资金面上，体现了央行对资金面的呵护，但风险仍然客观存在，甚至还在发酵中。

债券有基本面支撑，低增长和低通胀提供内部长期环境基础。然而7天回购利率一直保持在2.25%之间，并且缺乏进一步的催化。在目前绝对收益率偏低的位置上，债券配置价值较为有限，特别是短期交易性机会不大。但从长期来看，我们仍然看好基准利率下行。

2016年我国经济增长目标将定在6.5%左右，但最终的实际增速可能略高于6.5%，CPI同比为1.6%左右，较2015年小幅回升。

管清友认为，2016年货币宽松的思路会有所调整，2016年降息次数会明显减少。

首先，存贷款利率已经完全市场化，降息的边际作用发生递减；其次，预计今年CPI和PPI水平将略高于2015年，通胀下滑而导致的实际利率攀升压力得到缓解；第三，降息对贷款利率的影响大于存款利率，这会进一步压缩银行的息差，冲击银行盈利，引发系统性风险。

与此同时，央行降准次数或更频繁。首先，降准有利于对冲央行外汇占款的趋势性下滑，2015年外汇占款大幅减少1.2万亿，每年近两万亿的基础货币缺口对今年人民币贬值产生压力，必须充分降准进行对冲。其次，稳增长政策的资金需求需要降准来配合。为配合财政部发行特别国债，央行曾于2015年一次性降准5%，2016年专项金融债等公共融资工具将继续放量，这也是一种另类的特别国债发行方式。

谈及财政政策，管清友认为扩大政府发债规模和结构性减税是主要方向。首先，扩大政府发债规模。在目前预算管理和财政透明制度尚不健全的情况下，传统的地方政府债券扩容并不明显，主要依靠置换债进行资金筹措，其发行规模今年有望超过3万亿元。其次，加大结构性减税力度，如加速固定资产折旧、提高个税征收起点，加大小微企业减税力度等。预计2016年的财政赤字至少扩大到2.5%。

同时，管清友强调，财政政策的配套政策亟待出台：

通过执行政策性金融债和推广PPP模式来协助政府进行加杠杆。首先是政策性金融债，去年共发行6000亿专项金融债，由国开行、农发行和中央财政贴息，用于城市基础设施建设；为了解决增量项目的融资来源问题，今年政策性金融债的规模将达到1万亿元左右。其次是PPP模式的推广，今年是项目签约年，3.4万亿元的存量PPP项目中签约规模有望超过1万亿元。

精彩对话

中国证券报：中国资本市场2016年开局出现剧烈震荡，全年走势将如何？

管清友：总体来看，2016年股市不可能重复去年的疯牛，预计股市波动将十分剧烈。近两年的股市繁荣主要依靠无风险利率下行和改革带来的转型预期提升估值，而分子上的企业盈利并没有明显改善：首先，企业线下放缓，对企业盈利形成拖累；其次，需求端尚未完全企稳，而供给端产能尚未开始消化，去产能任务繁重。依靠估值而非盈利的市场一定是敏感和反复的。尽管无风险利率下行推动的牛市还将继续，但四大风险将进一步加剧股市波动：一是人民币贬值形成预期；二是注册制和国企整合上市导致供给放量；三是实体信用风险；四是无风险利率从快速下行转向缓慢下行。全年市场可能围绕以上因素展开频繁波动。

值得注意的是，2016年伊始启动稳步推进推出IPO注册制方案。从长期来看，注册制将造

就一个新的市场化池子，成为堰塞湖的有效出口，但短期看，注册制的推出可能会加剧市场波动。首先，大量资产推向市场将直接分流存量资金，尤其是部分没有投资价值和业绩支撑的存量股可能遭受重创；其次，注册制是一项复杂的系统工程，必须在信息披露、监管体系、退市制度等方面做好配套改革。如果推出后出现超预期波动，政策可能出现反复（类似之前IPO政策和熔断机制），打击市场和投资者对改革的信心。

中国证券报：2016年人民币仍面临贬值压力，这主要源于两方面：

首先是别人的钱要回去——随着美联储进入加息周期，过去通过借入低利率的美元来投资高利率新兴市场的套利故事已经终结，美元借贷成本逐渐攀升，过去形成的大量美元债务面临巨量偿还，如近期企业赎回未到期美元优先票据（中骏置业）、提前偿还美元债务本金（东方航空）等。其次是自己的钱要出去——中国海外投资占比为7.8%（10万亿左右），相比日本（42.2%）、欧洲（45.5%）差距甚远。从个人来讲，资产配置全球化趋势不可挡，资本账户逆差进一步增加，同时海外旅游消费快速增长，成为服务贸易逆差产生的主要动因；从企业层面来讲，我国已进入对外直接投资的净输出阶段，企业具备走入国际市场的能力与需求，从而增加外币需求，加剧行币贬值。