

首日大跌难阻春季行情

# 熔断挑战公募估值和仓位管理

□本报记者 曹乘瑜

昨日沪深300先后触发5%和7%熔断，上证综指和创业板分别下跌6.85%和8.21%，A股市场再次出现千股跌停现象。业内人士认为，虽然熔断机制的心理冲击大于实际影响，但不会改变市场运行方向。部分公募基金人士认为，大跌不具备实质性利空，春季行情仍可期。不过值得关注的是，熔断对公募基金的估值和赎回带来影响，对基金仓位管理提出挑战。

## 大跌不具备实质性利空

机构人士认为，导致熔断机制生效的原因有三：一是人民币昨日大幅贬值，引发资本外逃担忧；二是2015年12月份财新PMI下降至48.2，显示经济复苏的力度不及预期；三是市场对1月8日大小非开闸解禁的担忧。另有公募基金人士指出，2015年业绩排名结束，基金经理不用再拉抬股价，再加上顾虑熔断机制的杀跌效应，部分基金加大了抛售力度。

不过，机构人士普遍认为，昨日大跌背后并没有实质性利空，近期市场或将迎来急促上涨。

某大型基金公司基金经理认为，触发熔断是大跌的结果而不是原因，A股目前不存在去杠杆等实质性利空，而主要是市场心理较为脆弱。部分个股被小单砸出7-8个点的跌幅，可见市场情绪如惊弓之鸟。

星石投资认为，人民币贬值引发资本外逃的担忧。从外汇占款和外汇储备数据来看，现阶段人民币贬值的幅度导致大规模资本持续外逃的概率不大，而且央行也完全有能力使用多种工具对冲资本外逃对流动性

的影响。市场发生持续暴跌重回股灾的概率不大，短期来看，市场大概率还是会延续震荡盘整的走势。

国寿安保基金认为，从长期来看，熔断只是延缓了市场波动的的时间，对于趋势性的有基本面和资金面支撑的市场波动，熔断机制并不能改变市场运行的方向。短期由于新制度推出造成的投资者心理层面的冲击大于该制度的实际影响，长远而言，市场运行的方向和节奏仍应遵循投资者对于基本面和流动性的判断。投资者应保持理性判断，关注市场风险。

九泰基金表示，整个资金面依旧较为宽松，且往往一季度会呈现季节性流动性改善；经济数据处于真空期；机构配置需求年初往往也更为有利；同时，近期市场对企业盈利预期出现上调，军工热度上升也有助于对市场信息和情绪起到支撑作用。整体而

言，春季行情可期，短期内看好军工板块。对于前期涨幅过大、受大小非解禁带来的潜在影响较大的板块、非银金融及TMT中的相关子板块，则需留意其短期面临的冲击风险。

## 公募基金面临新挑战

有业内人士认为，今日开盘大跌的可能性仍然存在，部分公募基金可能需要为准备流动性而抛售个股。根据中国基金业协会的相关文件，发生指数熔断后，当日不再恢复交易时，当日熔断时点至收盘期间受理的申购、赎回、转换、定投等业务申请，作为下一个交易日交易处理。多家基金公司的公告显示，此类申请要转到下一交易日处理。一位业内人士认为，机构被挤赎后，赎回高峰可能助长下跌。

好买基金表示，熔断机制对公募基金的估值和仓位管理提出较高的要求。指数熔断

导致股票暂停交易，如果直接熔断至收盘，可能会导致部分股票收盘价失真，使得基金估值出现一定的困难。虽然基金管理人可以选择一个更好的公允价值来进行估值调整，而要找到一个好的公允价值是非常困难的事情。部分公募基金会投资股指期货，而熔断后，股指期货的估值也有可能出现失真，从而影响基金的估值。这样的估值不当会带来不少潜在的问题。此外，指数熔断会带来流动性短暂消失，这给基金仓位的管理带来一定的困难。为了应对赎回，公募基金会预留部分现金仓位。同时，为应对日常赎回，也会进行卖股票的操作。在极端情况下，如果持续熔断，会让公募基金难以卖出股票来应对赎回。对于高仓位运作的指数基金而言，熔断机制带来的流动性问题更为突出。所以，对于公募基金管理人来说，仓位的管理将更为重要。

## 鹏华基金首席策略师张戈：全年仍有望实现正收益

□本报记者 黄莹颖

新年首个交易日，A股市场触发两次熔断。鹏华基金通过官方网站和微信公众号在第一时间发出公告，根据交易所业务规则，对于旗下开放式基金的申赎时间进行调整，及时向投资者传递这一信息。

公告显示，按照基金申赎业务的开放时间与交易时间保持一致的原则，实施指数熔断期间，鹏华旗下的场内基金（含ETF、LOF、分级基金和挂牌申赎开放式

基金等）的场内申赎业务同步暂停。同时，根据去年12月31日发布的《关于指数熔断机制实施后鹏华基金管理有限公司旗下相关类别公募基金开放时间调整的公告》，鹏华基金对旗下开放式基金有权拒绝指数熔断后的申购、赎回申请，最终结果以登记机构确认的结果为准，投资者可于T+2日至各销售机构查询。

对于1月4日盘中沪深300两次触发熔断，鹏华基金首席策略师张戈表示，市场出现大幅调整的主要原来自金融体系加杠

杆到了相对极端的状态，尤其是近期险资高杠杆举牌上市公司事件引发了市场对金融风险的高度关注，叠加IPO新政和限售解禁带来的负面冲击，市场指数因此向下快速收跌。展望全年，保增长、调结构和去产能等政策都需要大量的资金支持，因此今年的市场流动性可能与去年有所不同，市场整体将呈现区间震荡的特征，但综合政策面、资金面和经济面来看，全年有望实现正收益。在震荡调整的市场中，目前正在发行的新基金占据一定的建仓优势。

# 重阳投资：结构性牛市可期

□本报记者 曹乘瑜

2016年A股面临供给侧改革、注册制实行、汇率波动等诸多进程不一的变量，同时，市场信心也较为脆弱。对此，国内最大私募——重阳投资合伙人、首席策略师兼基金经理陈心接受本报记者的专访并解局。他表示，2016年A股系统性机会和风险均不显著，但结构性投资机会显著，A股将告别2014年以来利率下行推动的价值重估，改革创新引领的价值创造和价值发现将是2016年A股市场结构性牛市的主线。

## 2016年存在四大投资机会

中国证劵报：2015年A股跌宕起伏，股灾导致市场信心非常脆弱，2016年的A股会怎么走？

陈心：经过近期股市大幅震荡，2016年市场风险偏好将以稳定修复为主。2016年经济改革预期有望提升投资者风险偏好，但企业盈利压力、汇率波动、股票供给上升将对市场风险偏好形成压制。

随着各项改革稳步推进，市场回归理性，A股市场的风险偏好将发生结构性分化。供给侧改革有望加速淘汰过剩落后产能，优化行业格局，改善优势企业盈利前景，从而提升投资者信心；国企改革有望完善产权结构，理顺激励机制，释放发展潜力，从而提升股东回报预期；注册制改革有望加快股票供给节奏，对部分缺乏业绩支撑的高估值股票形成压力。对于2016年中国资本市场，我们预期将发生三个重要变化：

第一，随着供给侧改革提速，宏观调控政策将让位于微观产业政策。因此，对于投资研究而言，自上而下的宏观研究的重要性将降低，自下而上的行业和公司研究将更有价值。

第二，随着信用市场资产荒蔓延，部分保

险机构已经逆势大规模加大对优质上市公司的配置力度，A股历史上尚属首次。保险机构配置策略的变化代表长线资金投资取向的转变，并有望在机构投资者中形成示范效应和鲶鱼效应，造成优质权益资产稀缺性的进一步上升。

第三，随着注册制推进，股市供求结构改变。但转变不会一蹴而就，而是逐步从量变到质变。优质权益资产的稀缺性价值将在注册制改革进程中得到逐步的重估。

我们判断，2016年A股市场将呈现系统性均衡、结构性分化的特点。上市公司整体盈利难有惊喜，但无风险利率稳中趋降，风险偏好稳中修复，由此市场整体将相对平稳，系统性机会和风险均不显著。与此同时，在改革创新双提速的宏观背景下，经济结构调整加剧盈利分化，改革创新加速优胜劣汰，优质权益的稀缺性进一步上升。无论传统行业或新兴产业，那些锐意改革创新的优秀上市公司有望在2016年领跑市场，带领A股走出结构性牛市。

有别于2014年以来无风险利率下行推动的A股价值重估，改革创新引领的价值创造和价值发现将是2016年A股市场结构性牛市的主线。事实上，结构性牛市已经悄然来临，但关键是既要心中有牛，还能慧眼识牛。

中国证劵报：2016年主要的投资机会在哪里？

陈心：我们将重点关注四类投资机会：

第一，具备正预期差、受益于改革红利的优势公司。具备竞争力护城河的优势企业将迎来更加有利的发展机遇期。因此，受益于改革红利且未被市场充分定价的优势公司是我们未来投资的重点。

第二，新技术、新业态中具备超预期增长潜力的领先公司。

第三，引领中国经济转型升级的优质高端制造业企业。

第四，具备中长期可持续高分红能力的龙头企业。无风险利率下行提升高股息率权益资产的投资价值。部分行业龙头企业，在保持丰厚稳定股息的同时，仍然具备未来业绩和分红持续增长潜力，中长期投资价值显著。

## A股牛短熊长的特征将改变

中国证劵报：很多人认为，注册制既然是一个从量变到质变的逐步放开的过程，那么2016年其对市场的作用力会有多大？

陈心：注册制改革将是2016年中国资本市场最重要的制度变革。首先，将提升A股市场定价效率；其次，注册制改革有望改变中国股市牛短熊长的特征。造成中国股市牛短熊长的重要原因之一就是股票发行市场化不足。由于股票供给受限，牛市暴涨后形成的高估值需要长时间熊市来修正。但如果发行市场化，企业在股价高位时可以发股加大供给，在股价低迷可以回购，股市运行就会更加平稳有效。因此，注册制改革将为A股营造出慢牛行情的制度环境。

中国证劵报：2015年无风险利率下行引发信用市场资产荒，这种情况还会继续出现吗？

陈心：资产荒反映的是市场中高风险收益比信用资产的供不应求。在资产荒环境下，信用债利差被压缩至历史最低水平，但信用利差收窄与实体经济走弱、银行不良资产上升的基本面明显背离，而背离原因是刚性兑付预期。随着经济结构调整提速，全面刚性兑付难以维系，市场定价终将体现信用利差的优劣分化。

从中长期来看，伴随中国经济转型，低效资产逐渐退出，金融体系杠杆有序出清，

新兴产业和服务业资金需求密度降低，无风险利率下行的整体趋势并未改变。但从中期来看，影响利率走势的主要宏观经济因素已经发生变化，大概率判断无风险利率短期将保持低位徘徊，继续下行的空间不大。

2016年宏观经济政策重点将转向供给侧改革，在配合推进经济结构调整的同时，货币政策将更注重维护金融体系稳定，防范系统性金融风险。从这个角度看，如果市场不出现意外波动，货币政策保持相对稳健的概率较高。因此，我们判断无风险利率将稳中趋降，但降幅趋窄，而货币政策将更侧重于数量管理，在保持市场流动性同时，间接管理市场利率水平。

中国证劵报：2015年人民币相对美元贬值4.7%，持续贬值预期导致资金流出，将会影响到国内资产价值，您认为汇率在今年将会怎样波动？

陈心：2016年人民币汇率仍存下行压力。受美元加息和国内投资回报率短期下降等因素影响，资本净流出压力仍存。从中长期视角看，人民币汇率取决于中国改革成效，改革成功将彻底封闭人民币汇率下行空间。总体而言，人民币兑美元汇率近期仍面临下行压力，但不具备持续贬值基础。

人民币汇率将是2016年关注的重点，而大宗商品价格波动对汇率的潜在影响最需留意。当前油价处于十年低点，反弹的内在需求在上升，金融市场对供给过剩和美元加息有充分预期，地缘政治因素则可能成为影响油价的最大变数。此外，其他大宗商品价格及运输成本同样处于多年低点，随油价反弹的概率较高。大宗商品价格波动对我国国际收支的直接影响应在可承受范围内，但市场预期的重大改变会造成国际资本流动加剧，增加人民币汇率的短期波动。

股票型基金等在控制仓位的同时，在投资标的的选择上，以绩优个股和板块为对象，等待业绩的最终落地，以获得相对稳定的市场收益。”公募机构投研人士表示，一些业绩超高比例增长个股，多通过并购重组、并表计算等途径实现业绩短期的大幅提升，这部分个股的投资机会更为“前置”，“对这部分个股的投资时点要更为靠后，其投资逻辑则不同于单纯的绩优股。”

私募机构人士也看好业绩支撑下，相关个股和行业背后的“红包”。“绩优个股和板块在公布业绩后，在高送转、现金分红等方面还会有更多的可期待之处。”私募人士认为，而观察近期市场中的一些机构投资者的操作可以发现，在年末追求真金白银“落袋为安”也是重要的投资选择。以近期险资等的投资逻辑看，蓝筹高分红个股成为其青睐的对象。有数据显示，在近期遭到险资等举牌的上市公司中，很多在2015年半年报时选择过派息，而安邦保险等举牌专业户的举牌对象中，更是不乏高比例分红派息的上市公司。

## ■ 中证金牛指数追踪

## 上周金牛股基指数下跌0.78%

上周，沪深两市双双收跌。受市场下跌因素影响，上周股票型基金下跌1.38%，混合型基金下跌1.13%。同期，中证金牛股票型基金指数下跌0.78%，中证金牛混合型基金指数下跌0.82%。自金牛指数发布以来，沪深300指数累计上涨38.44%，两只中证金牛基金指数跑赢沪深300指数超过约50个百分点。

未来基金投资策略方面，天天基金研究中心认为，在基金投资上，后市供给侧改革仍是市场投资主线。从经济上看，2015年四季度经济依然疲弱，下行趋势还很明显，制造业采购经理人指数仍在荣枯线以下，工业增未来仍可能继续下行。在需求疲软、库存仍待去化的背景下，后市改革力度必然加大，而在需求端已经严重乏力的背景下，供给侧改革将是未来改革的中心，因此清理过剩产能，将会影响周期性行业，可能会面临投资的机会。（刘夏村）

## 长盛医疗量化今起发行

擅长主题投资的长盛基金再推新品——长盛医疗行业量化股票型基金于1月4日至1月22日全面发售，投资者可通过中行等银行渠道、天天基金网等第三方渠道，以及长盛基金直销平台认购。该基金将由2015年黑马基金经理赵宏宇掌舵。截至2015年12月29日，赵宏宇管理的长盛电子信息主题基金获得159%的收益。

长盛医疗行业量化基金主要投资于医疗行业的优质上市公司，在严格控制风险和保持良好流动性的前提下，通过运用量化投资策略，力争实现基金资产的长期稳定增值。该基金所界定的医疗行业主要涉及六大领域，包括化学制药（包含化学原料药和化学制剂）、生物医药（生物制品、诊断试剂）、医疗信息化（诊断/治疗/大数据技术）、中药生产（中药饮片和中成药）、互联网医疗、医药流通，以及医疗器械和医院/医疗服务。

有别于当前市场上的多数医疗主题基金，长盛医疗行业量化基金将充分发挥基金管理人投资研究优势，采取“量化配置+精选个股”的双管齐下策略，更好地掘金医疗黄金时代。（黄丽）

## 博时外延增长主题首发

博时基金公告称，将于2016年1月4日-1月29日发行博时外延增长灵活配置混合基金，拟任基金经理为蔡滨。该基金将通过深度挖掘企业股权结构积极变化带来的投资机会，在严格控制估值风险及流动性风险的前提下，寻求基金资产的长期稳健增值。

据介绍，博时外延增长主题基金将重点关注以下四类上市公司：1）公布并购重组预案、方案进程以及方案实施后对企业价值产生积极影响的上市公司；2）公布增发预案、增发进程中及增发实施后对企业经营发展和治理结构产生积极影响的上市公司；3）控股股东或者实际控制人发生变动，管理层股权发生变动及其他可能对企业治理结构产生积极影响的上市公司；4）其他类型的股权积极变化的上市公司。

“事件驱动、量化筛选、精选个股”是博时外延增长主题基金的三大策略。基金将通过关注外延增长的事件驱动，运用量化策略初步筛选，结合自下而上的个股精选策略，构建优势组合。作为一只混合基金，博时外延增长具有仓位灵活、配置多样化的特点，其预期收益及预期风险水平低于股票型基金，高于债券型基金及货币市场基金，为投资者提供了风险适当、在不同资产之间进行分散投资的工具。（黄丽）

## 国泰大健康基金发行

据悉，国泰基金旗下的国泰大健康主题股基于1月4日登陆建设银行等银行渠道，该基金将主要投资于大健康主题相关的上市公司，投资者可通过建设银行等销售平台及国泰基金官方直销平台进行认购。

盘点2015年基金业绩，国泰大健康拟任基金经理杨飞称得上一匹黑马。作为80后基金经理的代表，其管理的多只基金业绩排名行业前1/10，体现出在震荡市中对市场的把握能力和选股能力。Wind数据显示，截至12月30日，杨飞管理的国泰估值优势2015年涨幅103.94%，是同类平均涨幅43.92%的两倍多，在同类777只偏股混合基金中排名前1/20，其管理的另外两只产品——国泰中小盘成长混合和国泰金龙行业混合，2015年也取得了88.12%和81.01%的回报。（徐金忠）

## 浦银安盛睿智精选发行

浦银安盛睿智精选灵活配置型基金已于1月4日起正式发行，投资者可通过浦发银行、广发证券等各大银行券商以及浦银安盛基金直销平台等渠道认购，最低10元起购。作为浦银安盛旗下2016年的开年大作，浦银睿智紧跟国策热点，并采取成长股为主、兼顾蓝筹股和主题投资的均衡策略，其鲜明的产品特点引发了不少投资者的关注。

浦银睿智的股票仓位为0—95%，现金、债券等其它资产的投资比例为5%—100%，极致灵活的股债仓位有助于该基金在震荡市中可攻可守，进退自如。近年来，政府对新兴产业的支持力度持续加大，2015年政府工作报告明确指出实施“中国制造2025”战略，加速“互联网+”行动计划，坚持创新驱动智能转型。因此，浦银睿智将择时精选政策指向行业以及经济带进行投资，力争为投资者创造更好的回报。

浦银睿智将由浦银安盛权益投资总监、明星基金经理吴勇亲自管理。吴勇是一名公募老将，拥有丰富的管理经验，擅长行业挖掘和个股精选。（徐金忠）

## 华商新兴活力8日发行

在布局2016投资的关键时点，华商新兴活力混合型基金将于1月8日发行。据悉，华商新兴活力混合型基金投资股票资产占基金资产的比例为0—95%，其中投资于新兴活力方向的证券资产不低于非现金基金资产的80%，极致灵活的股债仓位有助于该基金在震荡市中攻守兼备。同时，基金经理一提的是，银河证券数据显示，华商基金权益类产品整体投资实力出色，2015年共有10只产品业绩涨幅超过40%，过去三年共有7只产品实现收益翻番。（曹乘瑜）

# 绩优标的大有可为 机构新年“看菜下饭”

□本报记者 徐金忠

Wind资讯数据显示，截至1月4日，两市共有207家上市公司去年全年业绩预增，254家上市公司业绩略增，145家公司业绩实现续盈，75家公司业绩实现扭亏。随着上市公司业绩渐次披露，绩优个股、绩优板块正在吸引市场眼球。公募基金机构大多表示，绩优个股和板块成为震荡市中的确定性机会，特别是一些业绩大幅预增以及大比例扭亏的上市公司。

## 绩优个股行业分布集中

上市公司近期密集发布2015年业绩预告，公告显示，部分上市公司和行业业绩表现突出。冠福股份此前季报显示，2015年公司预计实现净利润18000万元—19500万元，增长幅度为3062.78%—3326.34%，公司业绩同比大幅增长；巨龙矿业三季报显示，公司预计2015年净利润为16999.79万元—17348.08万元，增长幅度为2340.50%—2390.50%等。上述上市公司的年度业绩增长幅度惊人，业绩

巨幅上涨引来市场的追捧。此外，近期天银机电、海伦哲、先导智能、金龙机电、利亚德等发布的2015年度业绩预告也频频传出业绩预增的喜讯，“ST华赛、中际装备、慈星股份等公司则发布公告称2015年业绩有望实现扭亏为盈。

在行业划分上，2015年业绩实现增长的上市公司有其分布特点。统计显示，文化传媒、计算机及信息技术、通讯、生物医药等行业成为绩优上市公司的集中地。Wind资讯显示，2015年业绩预增的207家上市公司中，专用设备制造业、医药制造业、软件和信息技术服务业、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业等行业内上市公司业绩表现突出。

华融证券分析人士认为，2015年绩优个股的行业分布并未超出市场预期，“新兴产业、成长性公司，业绩表现相对较好。另外，2015年上市公司并购重组动作也相对频繁，部分个股借跨界并购、置入优质资产等实现业绩增长。”上述分析人士认为，传统上，每

年年末和次年年初都是绩优个股和板块的投资机会，在实实在在的业绩支撑下，绩优上市公司多迎来二级市场股价的上涨。另外，2015年下半年市场在大跌、企稳回升之间徘徊，去年年末和今年年初面临的局面比较复杂，市场资金的风险偏好并未得到快速提升，有业绩支撑的个股和板块成为震荡市中难得的相对确定的机会。

## 机构布局“看菜下饭”

在度过年末排名战和业绩关之后，公募基金在年初迎来新布局和新调仓的时刻。多位公募基金经理表示，不论2015年业绩如何，在过年终排名位比拼之后，旗下基金产品在2016年年初将经历调整。在布局上，绩优个股和板块是获得相对稳定收益、躲避市场风险的不错选择。

“年末排名战时，基金持股以博取短期、快速收益为主。现在排名战结束，一些高风险的投资需要进行调整。但近期市场趋势性的机会并未出现，市场存在较多不确定性因素。