

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。部分公私募人士认为，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时间，对于趋势性的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，机构被挤赎回后，赎回高峰可能助跌。

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对指数熔断后的申购、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，市场出现深幅调整的主要原因来自金融体系加杠

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敛。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

中国证券报：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。

中国证券报：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的潜力，中长期投资价值显著。

A股牛短熊长的特征将改变

中国证券报：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，企业在股价高估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。

中国证券报：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

为继，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。但从中短期来看，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。

中国证券报：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，人民币兑美元汇率短期仍面

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。

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。但从中短

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。

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

长主题基金的三大策略。基金将通过关注外延增