

A股再度熔断 “心结”待解价值渐显

□本报记者 李波



新华社图片 制图/王力

昨日沪深两市低开后快速下挫，连续触发5%和7%的熔断阈值而提前收市，全天交易不足15分钟。接受中国证券记者采访的机构人士指出，人民币贬值、外围市场调整、原油暴跌等利空致避险情绪升温，熔断机制加剧了羊群效应。汇率贬值、减持预期等“心结”短期或困扰市场。不过，制度的完善将有助于缓解恐慌情绪。从中长期角度看，优质品种的价值投资机会正逐步显现。

内外利空共振 A股二度熔断

7日，受隔夜外围市场、人民币汇率以及原油大跌的影响，沪深两市大幅低开后快速下探，刷新调整新低引发恐慌盘出逃，进而带动市场加速跳水。开盘仅13分钟就触及5%的熔断阈值，两市暂停交易15分钟，恢复交易后很快再度触发7%的二次熔断阈值，两市提前收盘。这也是2016年以来四个交易日第二次熔断后提前收市。

昨日市场低开重挫主要由于外围、汇率以及原油市场集体异动引发的共振冲击，以及美联储加息节奏超预期。隔夜欧洲股市普跌，美股三大股指全面下挫逾1%，其中道琼斯工业指数跌破17000点关口。昨日，人民币汇率中间价跌破6.56，早盘离岸人民币大跳水，最低跌破6.76。国际油价周三急跌，布伦特原油跌破35美元，创2009年以来新低。而昨日凌晨的消息显示，预计美联储2016年将有4次加息、25个基点，节奏快于此前市场预期。

除了上述直接因素，大股东减持禁令到期以及注册制落地带来的新股扩容压力继续发酵，驱动资金倾向离场避险。12月财新PMI数据疲弱，加上供给侧改革令信用违约风险发生的几率上升，市场对宏观经济的谨慎情绪趋浓。与此同时，管理层对险资举牌监管趋紧，入市险资回撤担忧升温。另外，随着年底排名考核的结束，机构落袋为安和调仓换股，也加剧了市场波动。

宏观、汇率、外围利空共振，短期中期扰动齐袭，风险偏好持续下降。在悲观情绪下，熔断机制的磁吸效应和A股典型的羊群效应，导致非理性抛售以及二度熔断。

三大心结羁绊 积极信号渐显

人民币汇率贬值、大股东减持禁令到期和熔断机制，成为当前困扰A股市场的三大“心结”，但积极信号也开始逐步显现。

人民币汇率近日下跌速率和频率超出市场预期，成为导致A股大跌的重要原因。中国光大资产管理有限公司产品总监魏颖捷指出，人民币贬值其实是符合目前宏观背景的。从海外经验来看，主动贬值可以改善上市公司的盈利预期，通常对股市影响正面，而被动贬值往往是金融体制和经济结构的问题所引发，会伴随股灾。最典型的案例就是日经指数在2012年和1990年后的走势。从目前人民币汇率的情况看，更倾向于前者，因此汇率贬值对于A股的影响更多基于风险偏好层面。如果说汇率贬值对A股有影响，那最大的影响就是贬值令国内流动性宽松的空间受到挤压，造成部分流动性溢价回归均值。由于A股估值普遍较贵，一旦流动性预期出现钝化甚至拐点，市场自然会去找价值中枢，映射到盘面上就是快速修正。

在7日早盘跳水至6.7608点后，离岸人民币汇率快速回升收复失地。在当前A股投资者紧盯汇率的大背景下，如果汇率企稳，市场有望迎来短期反弹机会。

大股东减持禁令今日正式到期。2015年12月下旬开始的震荡回落，很大程度上由于对“减持潮”的担忧。而昨日收市后，证监会发布《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》，规定大股东在三个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数，不得超过公司股份总数的百分之一。业内人士认为，该政策将延缓市场对限售股抛售的恐慌情绪，对A股市场影响中性偏多。

去年股灾之后，熔断机制推出。但在目前的悲观预期之下，熔断机制放大了恐慌和波动。联讯证券研究总监付立春指出，当市场奔向股灾时，与市场同向的未交易的投资者想要抢先交易以防止流动性枯竭，而反向投资者则倾向于延后交易来获得更优价格，两者的效果均加快了市场奔向股灾的速率。同时，由于熔断所带来的交易时间减少，使得券商的经纪业务受到不利影响，作为市场中权重较大的板块，券商业绩受损反过来加剧市场的下跌。

业内人士认为，熔断机制最大的问题在于忽视了流动性备付的风险。在股指跌至5%熔断点时引发磁吸效应，加上两级熔断阈值间隔较小，使投资者产生单边下跌至熔断的预期，导致恐慌性抛售，形成流动性危机。不过，近日证监会表态称，将根据熔断机制的实际运行情况，不断完善相关机制。由此来看，熔断机制存在一定完善空间，市场预期的稳定和制度的修复值得期待。

等待情绪平复 寻找投资逻辑

昨日的大跌将此前两个交易日的反弹成果消耗殆尽。技术面来看，大盘即将回购去年9月30日上方的跳空缺口，但如果此后股指继续下挫，并有效跌破3000点整数关口，则下跌空间恐将进一步打开，前期低点2850.71点也将面临考验。情绪面来看，昨日二度熔断令恐慌情绪再度蔓延，连续破位下挫引发的悲观心态需要一段时日方能修复。预计短期市场弱势格局将延续，建议控制仓位，静待市场企稳。

股指何时能止跌回升？魏颖捷认为，最大的利好就是空头动能耗尽，止跌信号就是市场放量后，缩量企稳。1994年以来，上证指数组线尚未出现过3连阳，那么今年大概率是过渡年、震荡年。借鉴过去经验，目前最类似的时期是1996年至2001年，今年或许与1998年更相似。由于前两年驱动A股的流动性和风险偏好今年很难延续，因此A股更多的是寻找新催化剂和逻辑。在新逻辑出现前，市场更多是依据价值中枢震荡，价值股的相对收益大概率会高于成长和题材股。

不过，纵观全球股市，每一次深跌甚至股灾都成为中长期较好的买入时点。从中长期角度来看，A股市场优质品种的低吸布局机会也再度打开。信达证券指出，新年以来的暴跌，已经让股权市场产生了巨大的吸引力，大跌之后的低估值也是大涨的前奏。正如巴菲特所说，如果想等到知更鸟报春再出门，那春天也就快结束了。当然，尽管代表市场大部分市值的股票指数或出现巨大机会，投资者仍需要注意许多细节，包括具体股票的估值、低估值的原因、产能是否过剩等。

□本报记者 任晓

7日人民币对美元中间价较上日跌322点，跌幅为去年8月13日以来最大。业内人士认为，人民币年内可能出现贬值，贬值幅度或在5%以内。当前，外汇储备有能力维持人民币稳定。

汇率风险可控

国元证券认为，在每月存在高达600多亿美元贸易顺差、有3.3万亿美元外储的情况下，央行有足够的能力支撑人民币汇价。只有当贸易顺差消失的时候，才有必要对汇价引起足够警惕。要观察原油等工业品价格，其价格持续走低对人民币汇率是有利的，顺差依然会较高。“总之，人民币汇率贬值是有管理的、可控的，符合经济发展需要。在一个外汇管制较严、大量外储存在和高顺差的国家，汇率风险很小。至于其影响到资本市场，这只是心理上的一种宣泄。”

北京

人民币汇率全年贬值幅度或在5%以内

央行7日发布的报表显示，2015年12月末中国外汇储备为3.33万亿美元，较11月末的3.44万亿美元下降1100亿美元，创2012年11月以来最低水平，当月降幅创有记录以来最大。

当前人民币汇率对一篮子货币有条件继续保持基本稳定。首先，我国经济运行总体平稳，经济保持中高速增长，经济结构优化，改革开放向纵深迈进。其次，从外部环境看，各方面关注的美联储首次加息在长时间发酵后，市场反映总体平稳，对2016年美联储继续加息的预期也较为充分，这说明美联储加息的影响已在较大程度上被提前消化。最后，经济基本面仍将对人民币汇率构成长期支撑。

年内适度贬值

交通银行首席经济学家连平认为，人民币在今年出现阶段性适度贬值的可能性较大。他认为，全年人民币的贬值幅度或在5%以内。“我认为不排除阶段性贬值超过6%，但全年范围内这一数值略大，预计全年贬值在

5%以内。”

连平认为，当前影响人民币汇率的主要因素是经济基本面和全球货币政策变化。短期经济下行压力较大，同时美国走向了升息通道。加之去年央行连续六次降息，人民币对美元汇率有较大的贬值压力。

他认为，岁末年初的支付清算、债券清偿导致的资本流动也对人民币汇率产生了一定影响。同时，市场存在“当前央行放任人民币对美元贬值”的心理预期，这些都在一定程度上影响了人民币走势。但这一预期并不准确。尽管央行强调人民币要对一篮子货币保持稳定，但央行不会对人民币持续大幅贬值坐视不理。人民币持续大幅贬值将引发市场大幅波动，本币资产遭到抛售，可能诱发金融风险和系统性风险。人民币持续大幅贬值是不被接受的。中国经济只要能稳定在6.5%以上，加上贸易顺差仍然较大，外汇储备有能力干预汇市，人民币不存在大幅贬值的基础。同时，当前没有必要追求绝对的“清洁汇率”，央行适度干预汇市能够为国际各方所接受。

□本报记者 徐文擎

新年过后第4个交易日，A股再度熔断。中国证券报记者采访的多位北京私募人士认为，近期人民币持续贬值是引发A股下挫的核心原因，而水土不服的熔断机制加大了下行风险。

“作为舶来品，目前中国版的熔断机制还显得有些水土不服。”北京某私募总经理告诉记者，水土不服的原因主要和A股现有的投资者结构、交易制度安排有关。

“T+1日交割意味着，如果出现触发第一档熔断阈值熔断的情况，市场在恢复交易后，理性人基本不会去做与市场此前方向相反的交易，必须做出和市场同向的选择。因为买错了不可再卖，尤其是在需要流动性的情况下

私募：汇率贬值是大跌核心原因

下，卖出就成了唯一的选择。再加上A股市场以散户为主，行为的趋同性很强，而5%和7%两档仅差两个百分点，相隔太近，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点，周一指数从下跌5%到7%用了6分钟，周四可能连两分钟都不到，从第一档到第二档下跌速度非常快。美国是三档熔断，每档的间隔比较大，分别6个百分点和7个百分点，同时T+0的交易制度让投资者保存了一定反向交易的动能。”他说。

淡水泉投资认为，2015年10月以来，中小盘股票反弹较多，泡沫没有出清，估值仍在高位，市场本身存在内在的调整诉求。此外，近期市场本身的不确定因素增多。在这种背景下，熔断机制作为新生事物被导入市场，在散户为主的环境下，短期内难以达成监管层最初的政治

意图，甚至会在情绪推动下放大市场波动。

源乐晟资产表示，近期市场跌幅超出预期，究其原因是汇率贬值大背景下，A股总体高估缺乏吸引力，看多投资者原本预期会有春季躁动，但近日走势让这些投资者失去信心，投资者需要谨防多杀多。

上述私募总经理称，2005年汇改以来，人民币一直在上升通道；去年8月11日人民币突然大幅贬值后，市场也表现得比较恐慌，但随后人民币汇率稳定下来，一定程度上安抚了市场情绪。元旦后再次快速贬值，4个交易日贬值1%，超出大家的预期，对于贬值幅度和速度，投资者并没有明显的预期，这是造成急速恐慌的主要原因。如果监管层能够做好预期管理，让市场提前对全年贬值的幅度、速度有一定的预期，并提前释放一部分风险，可能情况会有所改善。

上海

基金经理提示流动性风险

□本报记者 李良

上海多家基金公司在接受中国证券记者采访时表示，短期来看，由于人民币贬值、大股东解禁等诸多利空消息仍需要消化，A股仍存在剧烈震荡的可能。不过，从中长期来看，本周A股暴跌大幅释放了系统性风险，在“资产荒”的背景下，A股依旧有投资机会。

中欧基金曹剑飞表示，昨日市场调整主要由以下三方面因素引发：首先，人民币继续大幅贬值，在岸汇率从12月初的6.40附近贬至当前约6.57，离岸从12月初的6.42贬至当前6.70附近；其次，银行间流动性由于季节性和汇率贬值因素边际上收紧，同时元旦前降准预期落空，引发市场对流动性的担忧；第三，2015年7月8日证监会对持股5%以上的股东和高管实施的“减持禁令”于今日到期，市场仍存在恐慌情绪。

不过，曹剑飞同时指出，市场下跌的同时也在释放

券商：3月后股市或好转

风险、孕育机会。他认为，2016是“十三五”规划的第一年，也是各项改革措施落地的一年，供给侧改革加速落后产能出清、帮助地产去库存、促进产业转型升级，因此二季度经济可能会见底企稳，运行于一个新的低位平台之上。同时，央行仍有较大的降准空间，流动性整体仍维持宽松，未来的市场依然向好。

富国基金则指出，本周出现的连续熔断和2015年市场巨幅调整有根本不同。2015年6月，市场仓位高、杠杆高，政策态度不确定，而这些负面因素现在都没有。周三市场大涨后的资金面数据可以看到，存量博弈资金仍在场，因此连续熔断后，市场风险已释放，不用恐慌。海富通基金也表示，2016年可能是中国经济的一个拐点，国企改革、注册制实施、战略新兴板推行等都有待资本市场辅助，中长期不必悲观。

虽然基金经理长期看好A股市场，但对短期市场快

速下跌有可能引发的各种风险，依然让他们充满忧虑。

上海某基金经理认为，短期来看，当前A股市场最需要警惕的是流动性风险，而这种风险在昨日个股大面积跌停后已经初露苗头。他指出，与新年的第一个交易日即触发熔断不同，昨日首次熔断后，仅仅过了两分钟便触发第二次熔断，许多个股便是在短短两分钟内急速涨停，表示市场出现恐慌情绪。如果没有有效措施制止，极有可能会形成新一轮股灾中的连续跌停现象，引发流动性危机。

某基金投资总监向中国证券报记者表示，流动性风险是当下A股市场最大的风险所在。由于熔断机制的存在，一旦市场形成不理性预期，频繁的错杀行为会更早触及熔断机制，导致A股交易时间和交易量大幅度锐减，形成预期之外的流动性危机，后果难以预料。“当前最重要的，是监管层应当主动引导市场预期，而不能放任市场错杀行为继续。否则，熔断机制的效果会与预期相反，反而加剧了市场暴涨暴跌。”

深圳

基金：多因素共振致恐慌情绪升温

□本报记者 周文静

7日，多家券商表示，海外市场下挫、原油大跌、人民币汇率贬值等诸多因素叠加，令A股市场信心疲弱，投资者集中减仓并引发恐慌性抛盘。未来恐慌情绪消散后，市场或迎来新机会。

海通证券表示，从经济基本面看，很难理解人民币为什么突然贬值。但决定汇率的不光是经济基本面，还有政策基本面。如果从汇率背后的政策基本面看，人民币贬值

更容易理解。人民币贬值压力背后是资本流出大于流入。一方面是企业外债去杠杆，另一方面是企业和居民把人民币资产换为美元计价资产。近期，人民币持续贬值显示央行可能对贬值更为宽容。

有券商分析师认为，股市大跌是多重因素导致的。汇率影响市场是通过两个途径，短期是利率预期，是否导致利率紧张预期出现；长期看数量，即流动性水准。如果利率出问题，说明短期抽离太多，恐慌产生；即使利率不紧张，但是水少了，市场也不会好。

野村证券认为，影响2016年中国股票走势的主要因素有两个：一是美联储加息周期。野村预计，美联储将在今年6月和12月加息。二是中国信贷周期。供给侧改革可能导致“僵尸企业”关停以及不良贷款和其他违约上升。在操作上，建议上半年逢高卖出、下半年逢低买入，3月左右市场担忧情绪或缓解，股票可能出现修复性反弹。到2016年下半年，利空出尽是利好，投资者会逐步认识到政府应对系统性风险的流动性充足，上市公司将受益于“僵尸企业”退出，结构性改革有望真正开始。

化、财政政策强化、供给侧改革加速的格局，预计经济增长前低后稳。特别需要关注的是减税，这将直接提升市场的改革预期。从资金和流动性来看，宏观流动性整体宽松，稳增长、去产能、地产去库存将占用大量资金，股权类杠杆率将难以继续上升。

张戈表示，今年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。A股市场大小盘风格上相对趋于均衡，预计难以出现过去两年的巨大分化，看好转型中的“高新”领域——即制造业中的高新技术产业以及新型现代服务业。

鹏华基金首席策略师张戈认为，出现深幅调整的主

要原因是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

风险的关注，叠加IPO新政和限售解禁带来的冲击，指数向下快速收敛。

对于未来市场走势，华润元大指出，目前市场存在不

确定性，短期走势或继续受外部环境和政策影响。不过，经

历熔断后，不少前期涨幅过大的股票估值回到了相对安全

区间，后续可能继续受到资金青睐。总体来看，投资者短期需防范系统性风险，理性对待市场变化。

张戈认为，2016年的宏观调控将呈现货币政策弱