

## 熔断机制暂停 市场仍有压力

### 主要观点

**A股节后走势动荡。**中国A股新年开局走势动荡，四天之内两次触发熔断，并且跌势出现了加速的迹象。此外包括美股、欧洲股市以及亚洲股市也在新年后出现明显下跌，资本市场的避险情绪急剧提升，而反映到避险资产上则是黄金的大幅拉升，顺利站上1100美元，为去年8月来的最大周涨幅。

**减持解禁期临近并非下跌主要原因。**市场认为，本次下跌的主要原因在于股灾期间对大股东减持限制的规定即将在1月8日到期，而去年10月份以来股票市场已经反弹超过20%，届时大股东的减持行为将引发市场大跌。但这种观点虽有逻辑上的合理性，但却缺乏必然的因果性。减持限售期的结束并不意味着大规模抛售期的到来，相反，多家上市公司在此前已经主动承诺不减持，更重要的是此前的万科和宝能的股权之争使得大股东对于控股权有一个价值重估的过程。

**汇率大幅贬值成为超预期事件。**虽然市场对于人民币贬值已经形成一致的共识，但新年以来如此猛烈的下跌仍然超出了市场的预期，人民币汇率过快的贬值导致了市场情绪的波动，从而使得不稳定性从汇率市场向其他资产传递。

**熔断后市场恐慌情绪有所放大。**熔断触发后，市场处于非理性状态，个人的理性行为导致的群体不理性。流动性恐慌的情况下市场产生单向波动加大，这种恐慌情绪的蔓延可能延续到第二天的跳空缺口上。而由于市场流动性的枯竭，风控的执行也将面临较大的问题，从而导致更大亏损的发生。而这种强平的压力可能会释放到第二天开盘，从而使得第二天仍然面临较大的下行压力。此外，由于全天提前结束交易，对于金融业的日常影响会较大，体现在金融业的GDP数据可能在一季度出现较大幅度的下滑。

**短期仍有下行压力。**证监会发布减持新规，1月9日起执行，这意味着市场前期担忧的解禁抛售压力已经大幅度减弱，当前更需要担忧的是流动性枯竭后的影响，而证监会也在昨日宣布1月8日起暂停A股指数熔断机制，这项措施一定程度上能够缓解市场的恐慌情绪和流动性枯竭的影响，情绪面的扭转有助于股票市场企稳，但鉴于投资者认知谬误，对于近期的事件可能赋予较大权重，市场有可能呈现出高开低走的走势，而外汇储备的大幅下降也对市场资金面会产生扰动。鉴于监管层的举措可以理解稳定市场的一部分，市场若继续下跌则可能有更多维稳措施出台，因此后期大幅下跌的空间相对有限，但短期仍然面临较大的下行压力，操作上建议观望或者日内短线为主。

报告日期 2016-1-8

研究所

廖鹏程

股指期货分析师

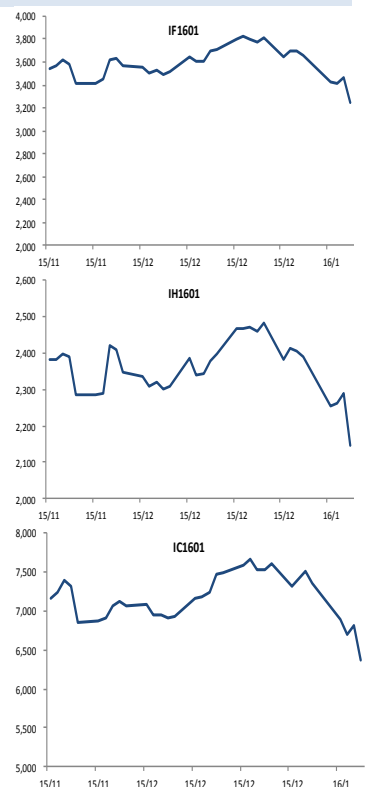
从业资格号：F0306044

投资咨询号：Z0011584

010-84183011

liaopengcheng@guodu.cc

### 相关图表



### 相关研究

目 录

A股节后走势动荡 市场情绪过于恐慌.....	4
减持解禁期临近并非下跌主要原因 .....	5
汇率大幅贬值成为超预期事件 .....	6
熔断后市场恐慌情绪有所放大 .....	6
短期仍有下行压力 .....	6

插图

图 1 美国股市.....	5
图 2 欧洲股市.....	5
图 3 亚太股市.....	5
图 4 comex 黄金.....	5
图 5 上证综指技术分析.....	7

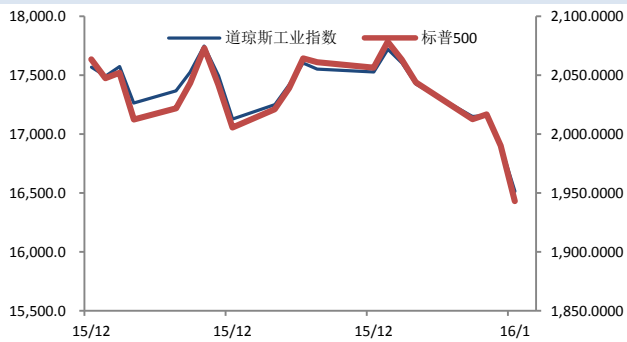
## A股节后走势动荡 市场情绪过于恐慌

中国A股新年开局走势动荡，四天之内两次触发熔断，并且跌势出现了加速的迹象。此外包括美股、欧洲股市以及亚洲股市也在新年后出现明显下跌，资本市场的避险情绪急剧提升，而反映到避险资产上则是黄金的大幅拉升，顺利站上1100美元，为去年8月来的最大周涨幅。

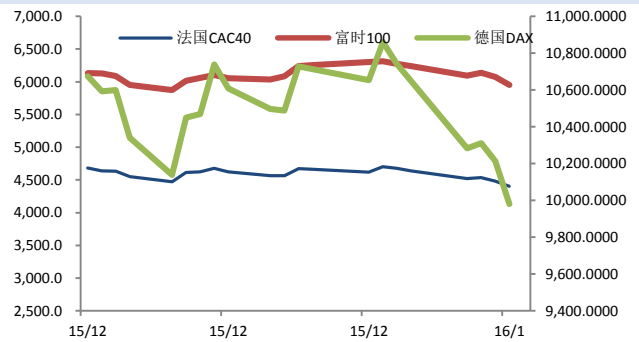
周一午后沪深300走弱，接连触发5%和7%的阈值之后，A股提前收盘，受到市场恐慌情绪的影响，市场各主要指数在周二早盘跳空低开，上证综指开盘大跌3.02%，深证成指开盘大跌4.38%，创业板指和沪深300指数则分别下跌5.54%和2.5%。虽然随后止跌回升，但午后继续走弱。在经过周三的小幅回升之后，股市市场在周四再次出现恐慌性下跌，受到人民币汇率暴跌影响，上证综指开盘下跌1.55%，报3309.66点，深成指开盘下跌1.88%，报11504.90点，沪深300指数开盘下跌1.66%，报3481.15点。由于随后沪深300指数跌幅急速扩大，并两次触发熔断，提前结束了全天交易，截止收盘，全天成交时间仅仅15分钟，上证综指收报3115.89点，跌幅7.32%；深证成指收报10745.74点，跌幅8.35%；创业板指收报2254.52点，跌幅8.66%。

周四股票市场在交易仅仅15分钟后就因为沪深300指数跌幅触及7%的阈值而提前休市，市场恐慌情绪发酵，由于无法交易而导致的流动性恐慌开始蔓延，而黄金作为避险资产价格开始走高，国内沪金在股票市场休市后开始出现了明显的拉升。

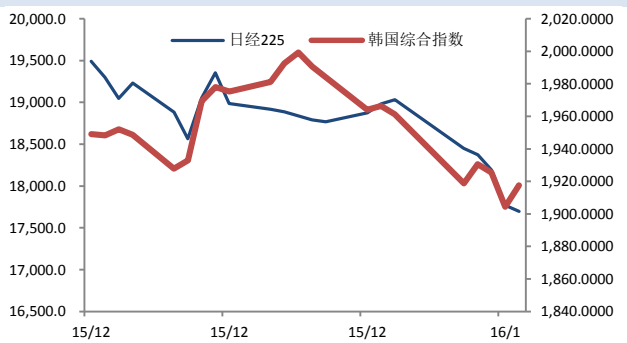
此后，监管层在周四晚间宣布暂停实施熔断机制，而且发布了大股东减持新规，两项措施一方面缓解了市场流动性枯竭的危机，另一方面在心理层面上缓解了解禁担忧下的下行压力。周五市场高开，沪指开盘报3194.63点，上涨2.23%；深成指开盘报11008.89点，上涨2.31%；创业板开盘报2297.59点，上涨1.82%。随后市场开始剧烈波动，大盘先是大幅下跌60点，而随后有收复跌幅，并大幅上涨逾百点。市场这种剧烈的波动恰反映出了市场整体的非理性因素较大。

**图1 美国股市**


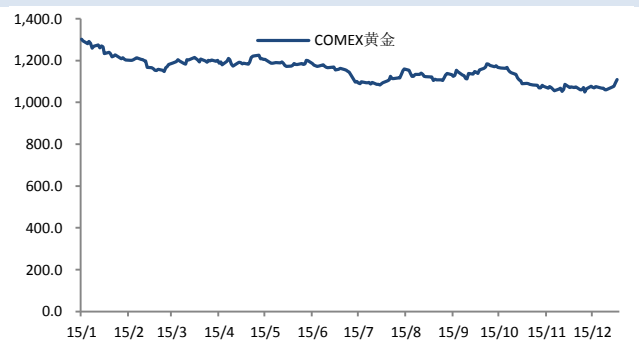
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图2 欧洲股市**


数据来源: Wind、国都期货研究

**图3 亚太股市**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图4 comex 黄金**


数据来源: Wind、国都期货研究

## 减持解禁期临近并非下跌主要原因

市场的一个观点认为,本次下跌的主要原因在于股灾期间对大股东减持限制的规定即将在1月8日到期,而去年10月份以来股票市场已经反弹超过20%,届时大股东的减持行为将引发市场大跌。

但这种观点虽有逻辑上的合理性,但却缺乏必然的因果性。减持限售期的结束并不意味着大规模抛售期的到来,相反,多家上市公司在此前已经主动承诺不减持,更重要的是此前的万科和宝能的股权之争使得大股东对于控股权有一个价值重估的过程。

如果这是一家优质的企业,即便大股东减持,也会有潜在的投资者买入;而如果这是一家非优质的企业,投资者也会在大股东减持前将价格压低,从而使得减持缺乏额外的议价。当然A股市场存在估值普遍过高的问题,但是这难以解释股票市场为什么在年后出现如此大幅度的下跌。减持限售期的临近只是股票下跌的导火索,而不是主要原因。

## 汇率大幅贬值成为超预期事件

虽然市场对于人民币贬值已经形成一致的共识，但新年以来如此猛烈的下跌仍然超出了市场的预期，人民币汇率过快的贬值导致了市场情绪的波动，从而使得不稳定性从汇率市场向其他资产传递。

根据利率平价条件，人民币汇率的大幅贬值使得央行的货币政策空间受到抑制，未来降息的空间有限，此外弱货币还容易引发输入型通胀，但是当前大宗商品处于低位，短期无忧，但一旦原油等价格出现超预期的上涨，国内通胀就急速回升。降息空间难以打开也意味着市场资金利率短期可能见底，从而对股票市场以及实体经济产生负面影响。

为了对冲资金面短期紧张，另外一个可动用的工具即为降准。但是外汇占款的降低使得被动性的货币投入减少，货币政策的效果会出现一定的折扣。资金外流的压力也对股票市场形成打压。

## 熔断后市场恐慌情绪有所放大

根据熔断的机制，沪深300指数涨跌幅达到5%的熔断阈值后，全市场会暂停交易15分钟，而股指期货的日内涨跌幅会扩大到7%，当市场日内出现如此剧烈的变动之后恐慌情绪会增加，尤其是市场流动性紧缩下价格波动会大幅增加，在流动性日益枯竭的股指期货市场表现更为明显。而沪深300指数周一第一次熔断后再次触发7%的熔断阈值，用时不到6分钟，而全天的交易也结束。而周四则用了仅1分钟左右就再次触发7%阈值。

我们对市场看法是整体处于非理性状态，个人的理性行为导致的群体非理性。流动性恐慌的情况下市场产生单向波动加大，这种恐慌情绪的蔓延可能延续到第二天的跳空缺口上。而由于市场流动性的枯竭，风控的执行也将面临较大的问题，从而导致更大亏损的发生。而这种强平的压力可能会释放到第二天开盘，从而使得第二天仍然面临较大的下行压力。此外，由于全天提前结束交易，对于金融业的日常影响会较大，体现在金融业的GDP数据可能在一季度出现较大幅度的下滑。

## 短期仍有下行压力

证监会发布减持新规，1月9日起执行，这意味着市场前期担忧的解禁抛售压力已经大幅度减弱，当前更需要担忧的是流动性枯竭后的影响，而证监会也在昨日宣布1月8日起暂停A股指数熔断机制，这项措施一定程度上能够缓解市场的恐慌情绪和流动性枯竭的影响，情绪面的扭转有助于股票市场企稳，但鉴于投资者认知谬误，对于近期的事件可能赋予较大权重，市场有可能呈现出高开低走的走势，而外汇储备的大幅下降也对市场资金面会产生扰动。鉴于监管层的举措可以理解为稳定市场的一部分，市

场若继续下跌则可能有更多维稳措施出台，因此后期大幅下跌的空间相对有限，但短期仍然面临较大的下行压力，操作上建议观望或者日内短线为主。

图5 上证综指技术分析



数据来源：文华财经、国都期货研究所

### 分析师简介

廖鹏程，国都期货研究所股指期货分析师，西南财经大学硕士学位，主要负责股指期货的研究。

### 国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

### 免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。