

胜战：求新求进

观点摘要

□ 复盘

风险资产全面沦陷，9 月以来逐渐走出泥沼。A 股第三季度普跌，9 月也呈盘整蓄势；大盘低估值和成长板块跌幅较小，但总体风格、行业跌幅差异均小；债市呈现牛平态势，信用利差明显下降。

□ 趋势

救市已经不再是市场的主要矛盾。市场的主要矛盾最可能是关于创新和改革的预期。在第四季度，创新会重于改革，高层对创新支持持续不断，市场个体转型活力并未消失。经济增长、信用利差、汇率与外汇市场、海外经济都有可能对市场形成干扰，但不太可能会改变上述趋势。

□ 节奏

场内外杠杆资金流出规模超两万亿，证券市场交易结算资金下降 8700 亿。散户净卖出量有限。普通股票型与平衡型公募基金规模几无下降。到 9 月底，投资者交易活跃程度明显下降，持仓账户在 9 月也开始略有下降。上市公司增持规模较大，且大多数浮盈在三成以上。月度的价格趋势显示市场整体接近极弱状态，第四季度反弹可能性较大，风格较有可能偏向消费、科技和设备制造。

□ 结构

三季度 A 股收入下滑，盈利微涨。商品价格下跌带来的成本下降推高了毛利率。上半年 A 股上涨通过投资收益对整体业绩贡献较大。整体 ROE 持续下行，预计到年底情况不易有改观。“十三五”规划对创新的强调会大幅提高，农业信息化、智能制造、石墨烯、互联网+、温室气体减排、军民融合都会进入“十三五”规划。

□ 策略

在战略上，我们认为权益整个季度或有小幅上涨。成长性企业，尤其是成长性的民营科技企业有望收涨，周期类板块较可能收平或收跌。债券整体看平，到年末通胀对利率品有一定压制，信用品需要提防信用利差受一些事件影响快速扩大。主题性机会的作用会有所上升，但不会到上半年的热度。中短期业绩成长的重要性仍然不低，小市值的溢价有望上升，同时估值的重要性有所下降，由此选出的超配行业包括基础化工、轻工制造、农林牧渔、计算机。第四季度权益类机会较有可能出现在前半程。

目 录

一、复盘：走出泥沼	2
1.1 资产的收益特征	2
1.2 第三季度策略回顾	5
二、趋势	5
2.1 市场的主要矛盾：创新	5
2.2 创新、改革的前景：创新>改革	6
2.3 市场的干扰和风险	9
三、资金分析与价格趋势	13
3.1 资金条件：减杠杆资金流出，其他资金基本维持	13
3.2 市场参与者：上市公司股东积极做多	14
3.3 技术打分	16
四、结构	17
4.1 盈利：A 股三季报收入下滑，盈利微涨	17
4.2 盈利质量：ROE 持续恶化，主因在于资产周转率大幅下降	18
4.3 板块情况：中小板和创业板的盈利优势显著高于主板	20
4.4 “十三五”规划前瞻：未来数年的投资蓝图	20
五、策略	22
5.1 投资的战略和战术	22
5.2 大类资产配置	22
5.3 股票行业配置	22
5.4 债券的配置	24

一、复盘：走出泥沼

风险资产全面沦陷，9 月以来逐渐走出泥沼。A 股第三季度普跌，9 月也呈盘整蓄势；大盘低估值和成长板块跌幅较小，但总体风格、行业跌幅差异均小；债市呈现牛平态势，信用利差明显下降。

1.1 资产的收益特征

1.1.1 大类资产：仅余债券避险

□ 风险资产全面沦陷，9 月以来逐渐走出泥沼

2015 年三季度令全球多数投资者倍感沮丧。7 月以后，在美国经济数据持续走强的支撑之下，美元加息预期强化，支撑风险资产的货币条件及预期出现恶化；中国股市减杠杆、经济下滑以及汇率贬值等，引发全球金融市场大幅波动，各风险资产普遍经历大幅下跌，投资者风险偏好急剧下降，仅债券资产与美元现金等核心避险资产表现积极。就跌幅而言，三季度表现最差的资产为中国 A 股、港股以及原油，分别下跌 28.6%、20.6%与 23.3%；表现最好的资产为中国的企业债、国债，分别上涨 3.2%与 2.3%。

9 月以来，由于美元加息预期缓解，以及人民币汇率渐趋稳定，以及国内稳增长的政策力度及预期有所加强，全球风险资产普遍止跌，新兴股市小幅反弹，发达股市分化，港股美股领涨，日股德股表现偏弱。

表 1 2015 年以来各季度资产表现 (%)

资产类别	资产标的	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015M9以来
股票	上证综指	15.87	14.12	-28.63	-0.71
	香港恒指	5.49	5.42	-20.59	3.64
	美国标普500指	0.44	-0.23	-6.94	2.17
	德DAX指	22.03	-8.53	-11.74	-1.59
	日经225指	10.06	5.36	-14.07	-2.39
石油	IPE布油	-4.26	14.59	-23.28	-0.7
外汇	美元指数	9.02	-2.96	0.8	-1.13
	人民币/美元汇率	0.09	0.01	-2.51	1.6
贵金属	COMEX黄金	0	-0.94	-4.91	1.91
	COMEX白银	6.02	-5.8	-7.53	8.36
基本金属	LME铜	-4.21	-4.28	-10.6	3.04
	LME铝	-3.98	-5.32	-6.98	0.44
	LME锌	-4.54	-3.92	-15.46	2.15
农产品	CBOT大豆	-4.79	5.95	-13.54	-0.03
	郑棉	-4.07	-3.08	-7.12	-1.37
债券	国债	0.9	1.67	2.27	0.8
	企业债	1.7	2.6	3.17	0.68
	可转债	-0.59	-11.46	-20.69	4.02
国内基金	标准股票基金	32.4	17.3	-26.76	5.49
	灵活配置基金	25.71	15.85	-16.47	3.52
	普通债券基金	2.5	4.4	1.06	0.18

注：各类资产的三季度收益数据截至 2015 年 9 月 30 日，9 月以来的收益数据截至 10 月 9 日；

来源：Wind 资讯，银河基金研究中心，博时宏观策略部

从基金回报看，2015 年三季度国内股票基金大幅下跌，平均回报为-26.8%，灵活配置基金跌幅稍小，平均回报为-16.5%，仅普通债基实现正回报，但由于 IPO 暂停，尽管债市表现较好，普通债基的平均回报较一、二季度仍有下降，平均收益 1.1%，货币基金收益率更低。因政策利率调降与货币市场资金价格大幅下降，银行理财产品关键期限的发行利率已普遍跌破 5%，3 月期银行人民币理财产品的平均预期年回报率 9 月末已下降至 4.6% 左右。

□ A 股三季度普跌，9 月以来盘整蓄势

A 股自 7 月上旬的触底反弹之后进入震荡，8 月在人民币贬值、救市资金退出传言等不利因素下继续下挫，进入 9 月以后，以上证 50 指为代表的大盘低估值个股率先企稳，但由于监管机构限期清理场外配资，股市场内资金明显流出，以上证 380、中证 500 指数成分为代表的中小盘个股继续大幅下跌。9 月中下旬之后，因投资者预期场外配资清理趋于结束，以及人民币汇率企稳并略有升值，对 A 股的主要担忧略有缓解，由此推动创业板指等成长指数进入了小幅盘升的阶段。对应上述行情格局，三季度跌幅居前的是中小盘主板股指，如上证 380、中证 500 指均下跌 31% 以上，而跌幅稍小的是大盘低估值以及成长板块，上证 50 指、中小板指与创业板指分别下跌 25.2%、26.6% 与 27.1%。

表 2 2015 年各季度国内主要股票指数表现 (%)

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015M9以来
上证综指	15.87	14.12	-28.63	-0.71
沪深300	14.64	10.41	-28.39	-0.78
深证成指	19.48	8.95	-30.34	-0.09
上证50	6.70	4.19	-25.22	0.40
上证180	11.54	8.37	-27.69	-0.27
上证380	31.41	24.63	-31.37	-0.75
中证500	36.27	22.79	-31.24	-1.69
中小板指	46.60	15.32	-26.57	0.00
创业板指	58.66	22.42	-27.14	11.01

注：各类资产的三季度收益数据截至 2015 年 9 月 30 日，9 月以来的收益数据截至 10 月 9 日；
来源：Wind 资讯，博时宏观策略

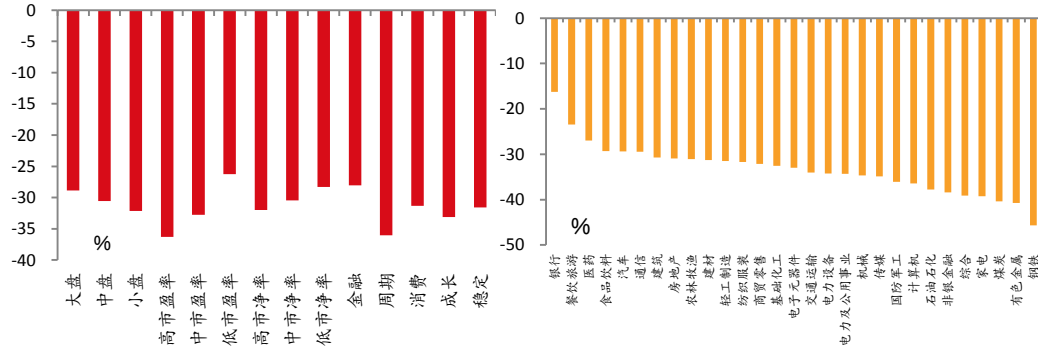
1.1.2 A 股风格与行业：风格差异略小，低估值/消费相对抗跌

A 股在 2015 年三季度的下跌并没有提供结构性的避险机会，各种风格结构普遍下跌，跌幅均在 30% 左右。大中小盘等规模因子的定价差异不大，重资产与轻资产的定价差异同样较小，仅估值、动量因子的定价差异较为彰显，即低估值风格的跌幅稍小，高估值风格的跌幅较大；之前涨幅较大的个股在三季度跌幅较大，而在此之前涨幅偏小的个股跌幅稍小。

从大类行业看，各大行业的跌幅均在 30% 左右，其中金融（主要是银行地产）行业的跌幅稍小，周期、成长行业的跌幅稍大，消费板块的跌幅居中。比较中信行业分类的一级行业，除极少行业外，多数行业的跌幅均

在 30%以上。季度内跌幅较大的行业是钢铁、有色金属、煤炭、家电、非银行金融、石油石化、计算机、国防军工与传媒，跌幅较小的是银行、餐饮旅游、医药、食品饮料、汽车、通信、建筑与房地产等。

图 1 2015 年三季度风格、行业表现

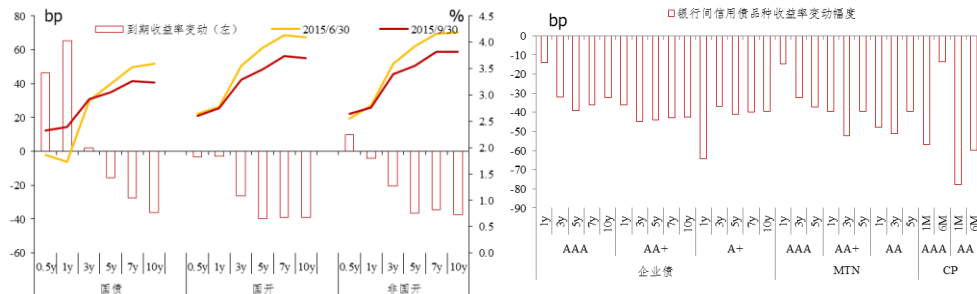


来源：Wind 资讯，博时宏观策略

1.1.3 债券：牛平，信用利差缩窄

接近历史低位的货币市场利率未进一步下行，但外汇市场和一度抬头的通胀预期亦未对货币市场利率形成明显挤压。“资产荒”的说法在第三季度后期逐渐出现，受经济再度走弱、股市不振支持，债市期限利差明显缩窄。年初以来国家背书的预期逐渐强化并持续到第三季度，信用利差持续缩窄。

图 2 利率和信用品收益率第三季度变动情况



来源：Wind，博时宏观策略

1.2 第三季度策略回顾

博时基金对 2015 年全年的看法是“推陈出新”，指出要避免重犯“非大即小”的错误，强调“推陈”是战术，“出新”是战略。全年看多权益，从产业上看，布局可能形成主导产业的新增长点仍是大势所趋。

具体的，我们认为宏观上趋势向上的动力在衰减，考虑到 1) 改革预期难以爆棚；2) 宏观基本面依然疲弱；3) 流动性宽松趋势虽成，但在节奏的掣肘下，力度有限。考虑到原材料价格下降、利率成本的下降对企业盈利还会形成额外的支撑，市场趋势性向下的动力也是不足的。在行业上，我们全年偏好环保及公用事业、通信、机械、电子元器件和计算机，并建议关注工业 4.0、“十三五”规划、新中产、估值国际化等主题的投资机会。在市场情绪方面，我们总体判断监管会趋严，并且“全年要提防融资杠杆的风险”，从情绪看风格，当时也认为周期和成长的拉锯将会是明显的交易特征。

在撰写第三季度报告的时候，国家的托市已经暂时稳住快速下降的市场。我们认为市场会逐渐走出对救市政策、政策的效果、政策的退出等讨论，而回归到有望支撑市场的中长期因素上来。当时建议在业绩已经处于验证的龙头成长性公司上找相对收益，并且在节奏上建议到第三季度末要提高仓位。这些看法在后续的市场中得到了支持，整个第三季度调整最为剧烈的的确是估值此前处于最高位置的股票。

我们在季度初认为市场走出救市的讨论时间会比较快，之后的上涨有希望将股市带到超过季度初的位置，整个季度是看多权益。但市场直到阅兵结束才彻底走出救市的阴影，而且整个 9 月它都在犹豫、纠结和担惊受怕中度过——这种心态也孕育了新的一段上涨。

年初提到的宏观风险——地产泡沫、人民币贬值、债务问题等——发作了一个，就是贬值，在 8 月末的下跌中，贬值起到了推波助澜的作用。

二、趋势

救市已经不再是市场的主要矛盾。市场的主要矛盾最可能是关于创新和改革的预期。在第四季度，创新会重于改革，高层支持持续不断，市场个体转型活力并未消失。经济增长、信用利差、海外经济和汇率都有可能对市场形成干扰，但不会改变上述趋势。

2.1 市场的主要矛盾：创新

2.1.1 救市淡出市场

关于救市的讨论困扰市场长达两个月。无数的例子证明，对市场的信心如果是来自一个非市场力量的买入，它是没有办法重归上涨的。根据对高层政策和市场舆情的观察，我们判定救市已经淡出了市场。

高层政策上。最高层已经确认市场已经进入“自我修复和自我调节阶段”，而中央对市场波动的理解和政府职责也有了较为清晰的理解。

股市涨跌有其自身的运行规律，一般情况下政府不干预。**政府的职责是.....防止发生大面积恐慌。**前段时间，中国股市出现了异常波动，**这主要是由于前期上涨过高过快以及国际市场大幅波动等因素引起的。**为避免发生系统性风险，中国政府采取了一些措施，遏制了股市的恐慌情绪，避免了一次系统性风险。境外成熟市场也采取过类似做法。**在综合采取多种稳定措施后，市场已经进入自我修复和自我调节阶段。**发展资本市场是中国的改革方向，不会因为这次股市波动而改变。

——习近平接受《华尔街日报》采访文章摘录，2015 年 9 月 22 日

具体操作方面，阅兵之后托市几无迹象，到 9 月 30 日基于 HOMES 与类似系统的场外杠杆清理基本结束。监管力量主要转为打击内幕交易、违规减持和市场操纵。

最后，无论是机构还是散户，对救市的讨论已经大幅减少；市场即便跳水，也不再去寻找托市的迹象，寻找来自监管层的喊话支持。

2.1.2 创新、改革是第四季度的主要矛盾

我们判断创新、改革是第四季度的主要矛盾。其理由有三：

1. 改革、创新的预期是 2014 年年中以来市场走强的基本面基础，因为有这样的历史，关于改革和创新进程的关注度一直处于较高水平
2. 市场恢复常态，理应是回到市场的基本面。但近期的业绩并非基本面的全部，在非常态的市场中，它能帮助提供避难的场所；在市场恢复常态后，关于业绩空间的讨论自然会回到聚光灯下；在当前中国，A 股公司业绩空间与创新、改革的政策及实践关系尤为密切
3. 市场动荡之后，国家推进改革、创新的步伐是否会有减缓？加上中小创是这轮市场下跌的震中，这方面也较有可能形成分歧，需要通过持续的观察和验证来解决分歧

2.2 创新、改革的前景：创新>改革

总的来讲，我们认为创新较改革更为重要。我们认为国有企业、土地等关键区域改革需要在高层和公众有相当的共识后才能有大的突破，当前的确有明显掣肘，财政、金融、税收等领域改革则相对更易于推进。而在创新方面，我们看到，在不突破底线、不影响国家安全的范围内，党在推

动创新上的努力绝对是空前的；同时，估值调整后做资产运作相对更加容易；唯一需要注意的是，私募股权市场可能会冷一段时间。

当前改革预期的调降，决定了国企的相对走势会弱于民营企业。而民营企业中坚持走创新路线、锐意进取的，会持续受到追捧。进一步的，如果这些企业又能和党和国家的关键战略相结合的，会成为市场的主角。

2.2.1 国企改革顶层规划：渐进性质为主

国有企业改革是中国改革的核心问题，重要性毋庸置疑。9月14日顶层规划文件的出台，使我们得以一窥政府在这方面的考虑和用心。

我们认为，顶层规划文件本身渐进性质较强，集中体现在混合所有制改革重要性相对较低；国有资本投资公司、国有资本运营公司至少一开始是有限引入，并不会带来国资管理体制的突变；国企“做大”重要性也有所下降。

国企改革仍然是投资主题的重要来源。顶层规划文件发布后，较为确定的投资机会应该在国有企业的整体上市。央企之间的强强联合、大集团内部的资产归并也会带来不少机会。

2.2.2 高层对创新的支持没有任何变化

有相当多的事件显示股灾之后，高层对创新的支持没有任何变化。7月30日的政治局会议上就指出“把发展实体经济和培育有核心竞争力的优秀企业作为制定和实施经济政策的出发点……要切实推进结构调整，加快实施创新驱动发展战略，促进大众创业、万众创新。”这几句话基本上都是近来才有的新提法。

李克强总理在7月28日出席国家科技战略座谈会讲“创新驱动”时，明确了它的含义：“实施创新驱动发展战略，要坚持把科技创新摆在国家发展全局的核心位置，既发挥好科技创新的引领作用和科技人员的骨干中坚作用，又最大限度地激发群众的无穷智慧和力量，形成大众创业、万众创新的新局面。”

另外需要重视的是屠呦呦获得诺贝尔奖，这的确为中国提供了一位英雄，对促进科研体制改革能起到的作用不可小视。

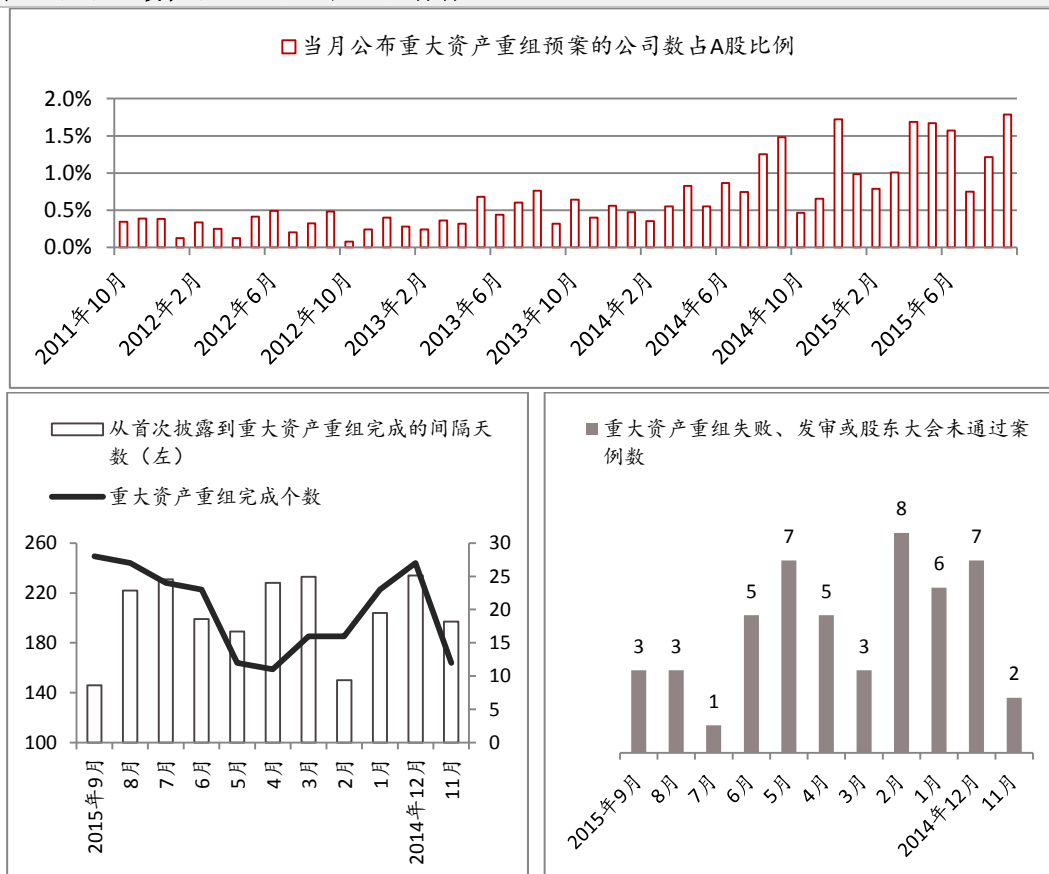
最后，我们认为“十三五”规划对创新的重视将是空前的。智能制造、互联网+、农业信息化等方向将会确定它们的战略地位。

2.2.3 A股市场也没有失去支持创新的活力

并购重组是经济中的新鲜血液进入A股市场最为便利的手段。因此，看并购重组活动，也能看出来A股是否还在求新求进。从我们统计到的数字看，A股市场并没有失去支持创新的活力。

到 9 月，A 股宣布重大资产重组董事会预案的公司无论是数量还是站 A 股上市公司总数的比例均已经创出历史新高。已经在进行重大资产重组的公司，重组步伐并没有减缓；宣布重大资产重组失败的公司，在 7、8、9 三个月处于低位。

图 5 A 股重大资产重组活动仍然生机勃勃

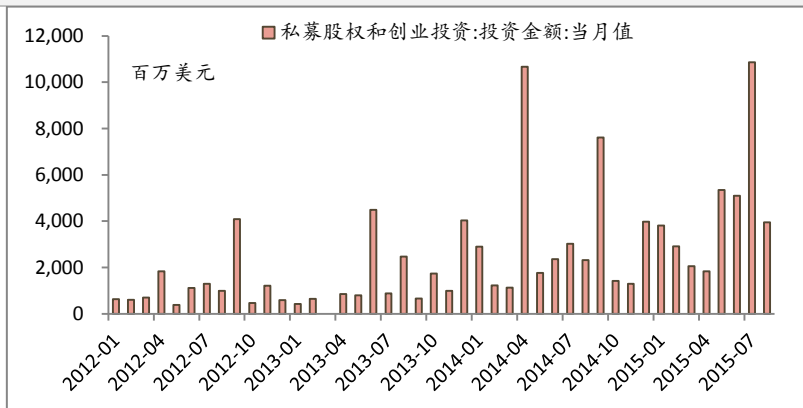


来源：Wind 资讯，博时宏观策略

但需要提示的是，私募股权市场可能会有一些压力。无论是美国还是中国，有越来越多的业界人士认为市场正处于泡沫或者泡沫破裂的开始。红杉资本的董事长 Moritz 最近在金融时报也以 Theoranos 的例子讲了同样的观点。

好在 A 股并购的标的相对都比较成熟，当前初创企业投资的泡沫对上市公司并购重组的影响应该还是相对较小的。

图 6 私募股权投资活动可能会减缓



来源: Wind 资讯, 博时宏观策略

2.3 市场的干扰和风险

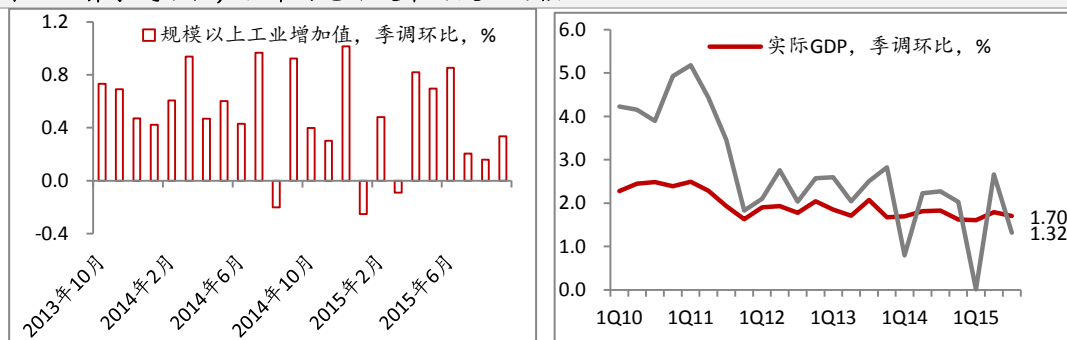
2.3.1 短期经济景气不利

2012 年以来的宏观经济政策从未远离稳增长。三年过去,边打边撤的态势仍没有改变。总理最近也在讲新旧动力的事情,我们认为在新旧动力转换完成之前,经济仍很难脱离持续下行的轨道,这上也是市场的共识。

6 月极有可能是 2015 年年内经济景气的高峰,此后除住房销售之外的数据均无好转。尽管预期有持续的基础设施投资托底,货币政策也会持续保持宽松(没有人会怀疑这一点),第四季度的经济也难见曙光。预计三、四季度 GDP 同比增长率会在 6.7%到 6.9%之间。

当然,也正因为我们判断市场在这个方面的理解较为符合事实,且分歧不大,这方面不太可能成为市场的主要矛盾。

图 7 经济景气不佳,但幸好它不是市场关注的核心



来源: Wind 资讯, 博时宏观策略

当然,不排除这方面出现风险。这可能以一个大幅低于预期的经济增长数字触发,也可能是被海外市场的大幅重挫所触发,或者一并触发。

房地产首套房首付比例下调和小排量汽车销售刺激政策出台后,周期板块也的确给予了响应,这的确也是市场有可能对经济景气做更多反应的信号。

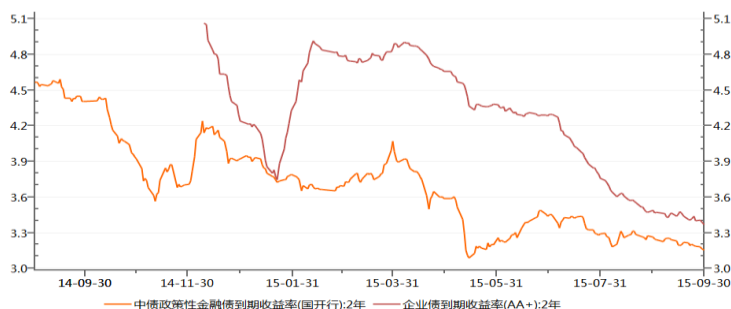
2.3.1 信用利差扩大

3 月以来地方债确认方式和置换进度方面的情况，以及部分国企债务偿付的“托底”，导致信用利差大幅缩窄。可以说，当前信用利差隐含的预期，不仅仅是刚性兑付最近不会被打破，而是在很久的未来也不会。

触发信用利差扩大的因素，可能是某一国企债券刚性兑付打破，也可能是国家在地方债方面出台一些不利于托底负债的政策。

但上述因素由于概率相对不大，我们并不认为这是最有可能发生的一种的未来。

图 8 3 月以来信用利差明显缩窄



来源：Wind 资讯，博时宏观策略

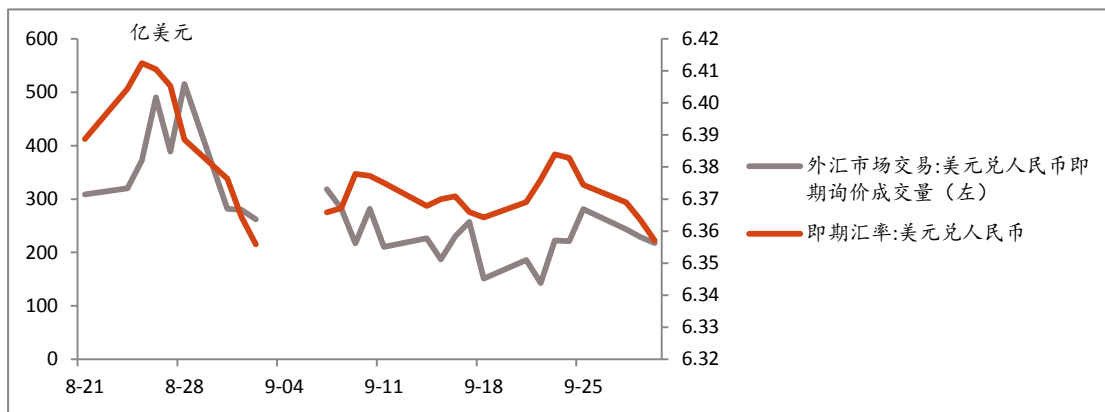
2.3.2 汇率和外汇市场

8 月 11 日的小汇改发生的触因是中国力求加入国际货币基金组织特别提款权（SDR）对应的一揽子货币，它最大的成果是维持了次日中间价和前一日收盘价的关系。此后央行全力维护人民币的汇率，外汇管制也有所加紧，以抑制“投机资金”，到了 9 月，冲销压力已经明显缩小。

由于联储在 12 月加息的概率仅在三成，从海外的因素看，也不支持对人民币看空的情绪在第四季度快速升温。

总的来看，外汇市场对 A 股形成冲击的概率仍然相当低在这个背景下，新兴市场国家经济的压力、动力仍然主要来自国内。

图 9 外汇市场压力明显减少



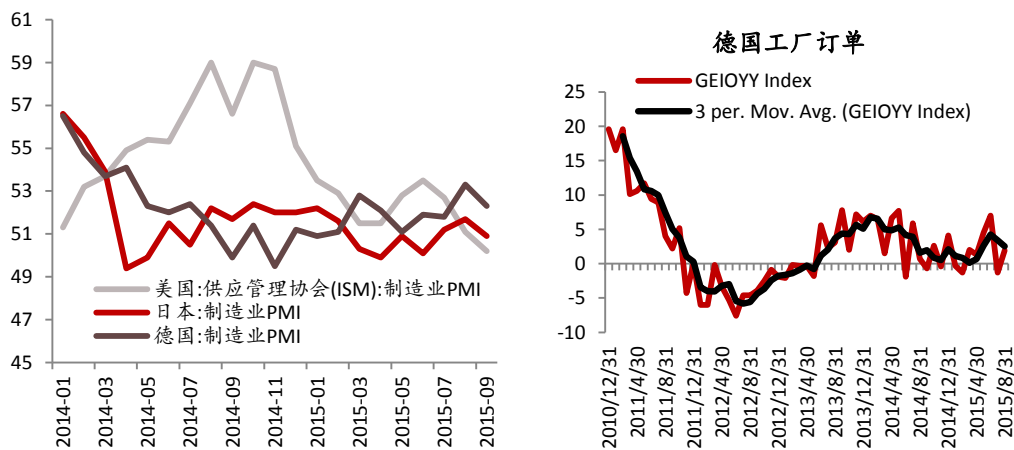
来源：Wind 资讯，博时宏观策略

2.3.4 海外经济和市场

应该说，上述三个风险因素任何一个一旦触发，国内外市场都会形成共振。

但需要看到海外经济疲软是全球投资者情绪不稳定的内在原因，欧元区更是成为拖累。事实上，欧元区经济放缓已发生在了如下冲击之前：（1）人民币（8 月中上旬）贬值前；（2）德国大众危机曝光前；（3）移民及相关问题出现前。预计联储与 ECB 会维持宽松态势，ECB 的 QE 甚至会加码——但很难改变经济的现状。

图 10 美欧经济景气均不佳



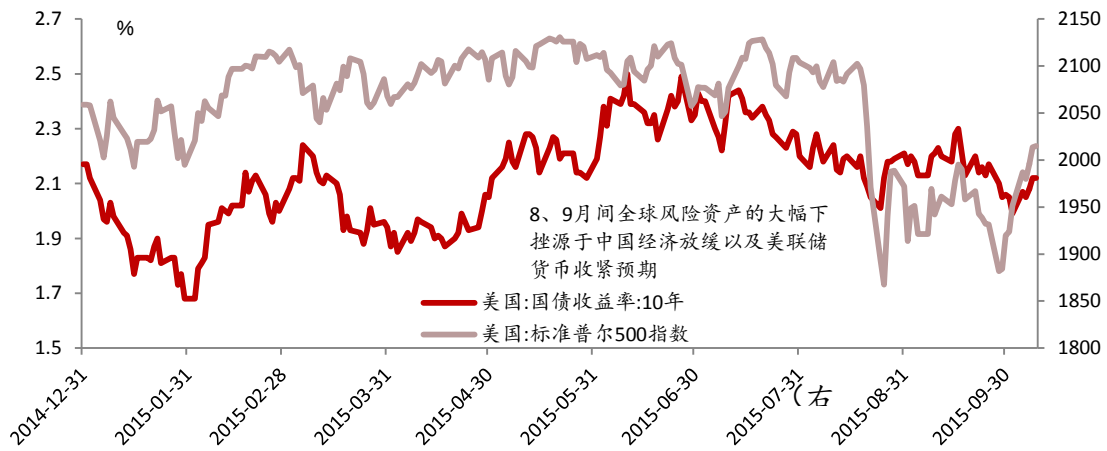
来源：Wind 资讯，博时宏观策略

另外一层原因是中国经济受关注的程度大幅上升。

自“8·11”小汇改后，中国开始成为全球市场判断的关键。9 月份联储 FOMC 会议纪要 5 次提到中国，这是极其罕见的。纪要认为中国近期的放缓和市场动荡对美国经济存在负面影响，担心中国经济下滑的溢出效应，

波及其它经济体。中国经济下滑将抑制美国出口，促成美元进一步走强，从而抑制美国通胀走高。

图 11 8-11 之后，国内外市场共振明显



来源：Wind 资讯，博时宏观策略

三、资金分析与价格趋势

场内外杠杆资金流出规模超两万亿，证券市场交易结算资金下降 8700 亿。散户净卖出量有限。普通股票型与平衡型公募基金规模几无下降。到 9 月底，投资者交易活跃程度明显下降，持仓账户在 9 月也开始略有下降。上市公司增持规模较大，且大多数净盈在三成以上。月度的价格趋势显示市场整体接近极弱状态，第四季度反弹可能性较大，风格较有可能偏向消费、科技和设备制造。

3.1 资金条件：减杠杆资金流出，其他资金基本维持

3.1.1 场内外配资、融资是资金流出的主要渠道

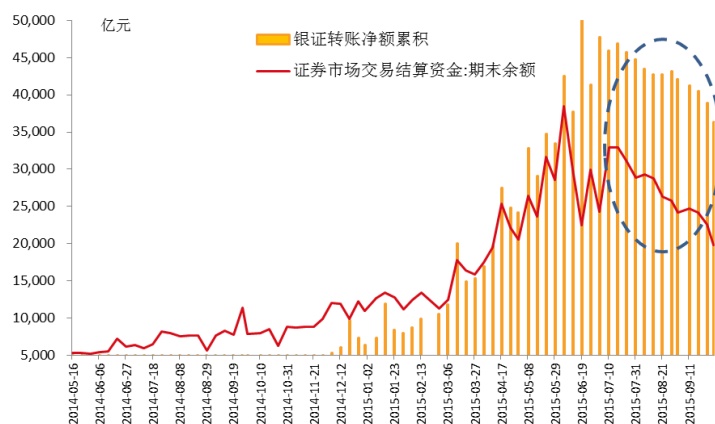
A 股震荡下跌，场外配资的逐步清理，带动场内融资余额的持续下降。根据统计，场内融资余额由 6 月末的 20447 亿元下降至 9 月末的 9040 亿元，净减少 11407 亿元，规模降幅达 50% 以上。场外配资规模没有确切统计，其清理过程分为两个阶段，前一阶段是 6 至 8 月的下跌期间，场外配资是被动去杠杆、降仓位。这一阶段的资金流动主要是场外配资从股票里变现，是 6 月下旬流动性冲击的主要推动因素，但是这些资金并没有立即从股票账户里流出，只是躺在了股票账户里，一旦市场企稳、风险偏好回升，这些资金又将进入股市。第二阶段是 8 月末至 9 月，监管机构限期清理场外配资，要求各券商切断场外配资系统的数据接口，某种意义上将配资资金彻底清除股票市场，即使风险偏好回升，这部分资金也将很难进入股市。两个阶段的场外配资清理规模均没有完全的统计，按照监管机构的介绍，后一阶段的场外配资清理规模可能在 6000 亿元左右，第一阶段的清理规模或超过第二阶段，可能达 1 万亿元左右。

考虑场内外配资、融资的清理，三季度由这两部分流出的资金规模可能在 2 万亿元以上，这是 A 股市场三季度资金流出的最大项，其他方面的资金流出与之相比均微不足道。

3.1.2 投资者小幅撤资

从投资者账户的情况看，自 7 月份以来账户资金持续净流出，累积流出约 1400 亿元，与 7 月之前的流入规模比，该水平的资金流出规模并不显著，说明个人投资在股市大幅波动期间没有明显离场。另一方面，账户内的结算保证金已从 6 月上旬的高点 3.85 万亿，下降至 9 月末的 1.98 万亿元。结算保证金余额的急剧下降，可能的原因是个人投资者在下跌过程中补仓买入，或者参与交易的活跃度不断下降。

图 12 2014 年中以来银证转账、证券结算金余额情况



来源：Wind 资讯，博时宏观策略

从开放式基金的情况看,7至10月初,股票型基金份额累积下降 1854.6 亿份,资产净值规模却没有明显下降;混合型基金份额增加 2507 亿份,规模增加 1811 亿元。由此可见,股票型基金的份额、规模在股灾之后并未有明显下降。

表 3 2015 年各类型基金的月度份额/规模增长情况

	股票型基金		混合型基金		债券型基金	
	新增份额累积	新增规模累积	新增份额累积	新增规模累积	新增份额累积	新增规模累积
2015/01	258.4	184.9	208.3	214.7	85.3	53.2
2015/02	488.2	465.5	514.8	538.3	141.7	102.4
2015/03	588.4	1363.9	1352.1	4657.2	234.8	298.1
2015/04	1660.0	2104.0	3361.2	6721.0	200.4	309.0
2015/05	2992.3	2705.2	6119.7	9734.7	178.4	326.1
2015/06	4282.1	4770.9	12536.8	17412.1	286.1	434.5
2015/07	3428.1	4761.2	14852.8	19441.5	278.9	430.1
2015/08	2670.1	4780.3	14904.8	19308.8	272.9	442.7
2015/09	2431.9	4768.6	15043.9	19147.8	326.3	541.1
2015/10	2427.5	4774.9	15043.9	19223.3	325.5	541.6

来源：Wind 资讯，博时宏观策略

3.2 市场参与者：上市公司股东积极做多

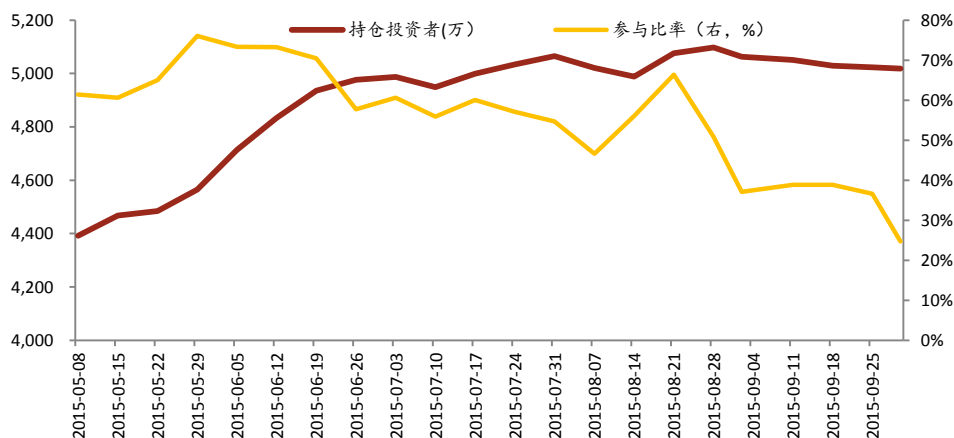
3.2.1 投资者情绪：小幅离场，交易活跃度下降

自 6 月下旬 A 股下跌以来,投资者新入市规模逐渐下台阶。从新开户的数据看,6 月中旬及以前的交易日日均开户在 20 万左右,6 月下旬至 7 月日均开户下滑到 10 万左右,8-9 月日均开户继续下滑至 6-8 万。

从 5-9 月的持仓数据看,个人投资者持仓账户的高点在 8 月末。从节奏看,5-6 月为快速上升阶段,7-8 月缓慢抬升,趋势并不明显;9 月以来小幅下降,个人投资者出现持续的净离场迹象。与此同时,个人投资者的账户活跃度从 5-6 月的 60%以上,下降至 7-8 月的 55%左右,9 月以来下降至 35%左右。

总体而言，个人投资者在股市危机期间有小幅离场，参与交易的活跃度有明显下降，投资者并没有大幅逃离 A 股市场。

图 13 5 月以来投资者持仓与交易活跃状况



来源：Wind 资讯，博时宏观策略

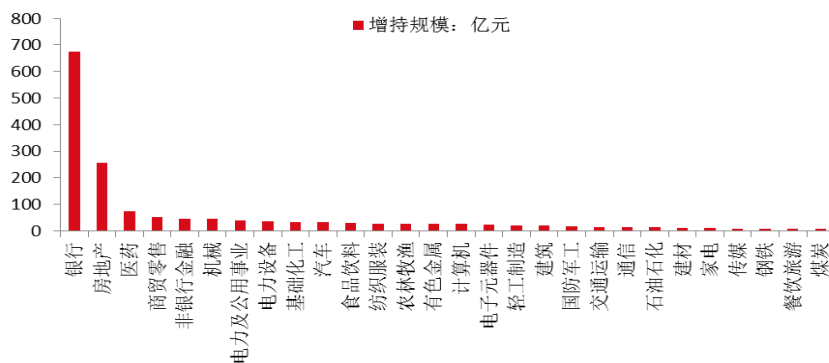
3.2.2 上市公司：增持规模巨大，大股东积极做多

为提振 A 股投资信心，稳定股票价格的恶性下跌，2015 年 7 月 8 日证监会发布了《关于上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员增持本公司股票相关事项的通知》，支持上市公司控股股东、持股 5% 以上大股东以及其他相关人员通过增持稳定上市公司股价。

根据我们的统计，7 月 8 日至 10 月 12 日，共有 1313 家上市公司实施增持，增持规模在 1600 亿元左右。增持发生较多的行业是基础化工、医药、机械、电子元器件、房地产、计算机、电力设备、汽车、电力及公用事业等；增持规模居前的行业是银行、房地产、医药、商贸零售、非银行金融、机械、电力及公用事业、电力设备、基础化工与汽车等。

从现价与增持价看，增持事件的盈利普遍在 30% 以上，发生亏损的极少。从内部人的信息优势看，大股东增持价格或员工持股的买入价格可视为上市公司内部人对公司价值的信号传递。也就是说，股票交易的市场价格如果大幅低于大股东、员工持股的价格，在上市公司内部人看来，市场对上市公司的估值就可能存在低估。因此，在股市危机暂缓之后，对个股的选择应考虑大股东增持或员工持股价格，以增加投资的确定性。

图 14 股市危机以来各行业上市公司相关主体的增持情况



注：数据截取日期为2015年7月8日至10月12日。来源：Wind 资讯，博时宏观策略

3.3 技术打分

从月度的技术打分看，市场整体接近极弱状态，四季度反弹可能性较大；指数间打分差距较大，创业板指、中小板指、深证 100 与中证 500 指相对偏强，沪深 300、上证 50 与上证 180 偏弱，但上证 180、50 指处于极弱，下跌空间极其有限，从而构成市场向上的支撑。

从行业板块看，各大类行业的强弱差异不大，消费、科技与设备制造相对略强，周期、工业服务与金融地产相对偏弱。综合来看，四季度可能可转为进攻，建议配置偏向消费、科技与设备制造。

表 4 市场指数与板块的技术打分指向进攻

指数	综合评分	MACD判定		KDJ走势		反转	
		多头	空头	趋多	趋空	转多	转空
全体A股	-44.4	4.9	53.9	5.3	94.7	2.3	9.4
创业板指	-41.6	6.0	58.0	6.0	94.0	3.0	2.0
中小板指	-46.4	6.0	70.0	6.0	94.0	1.0	3.0
深证100指	-46.7	3.0	62.0	3.0	97.0	1.0	3.0
中证500指	-47.8	3.8	58.8	4.0	96.0	0.2	9.4
沪深300指	-50.6	1.7	61.3	1.7	98.3	1.0	10.3
上证180指	-53.7	0.6	64.4	0.6	99.4	1.1	13.3
上证50指	-58.6	0.0	74.0	0.0	100.0	0.0	16.0
消费	-42.8	5.5	50.8	5.9	94.1	1.7	8.6
科技	-43.3	4.9	56.3	4.9	95.1	2.3	4.4
设备制造	-44.4	4.3	54.4	5.1	94.9	2.9	9.0
周期	-45.2	5.8	53.7	5.8	94.2	2.5	13.3
工业服务	-46.4	3.8	54.4	3.8	96.2	1.3	10.1
金融地产	-48.7	2.5	60.1	2.5	97.0	1.5	9.1

来源：博时宏观策略

四、结构

三季报 A 股收入下滑，盈利微涨。商品价格下跌带来的成本下降推高了毛利率。上半年 A 股上涨通过投资收益对整体业绩贡献较大。整体 ROE 持续下行，预计到年底情况不易有改观。“十三五”规划对创新的强调会大幅提高，农业信息化、智能制造、石墨烯、互联网+、温室气体减排、军民融合都会进入“十三五”规划。

4.1 盈利：A 股三季报收入下滑，盈利微涨

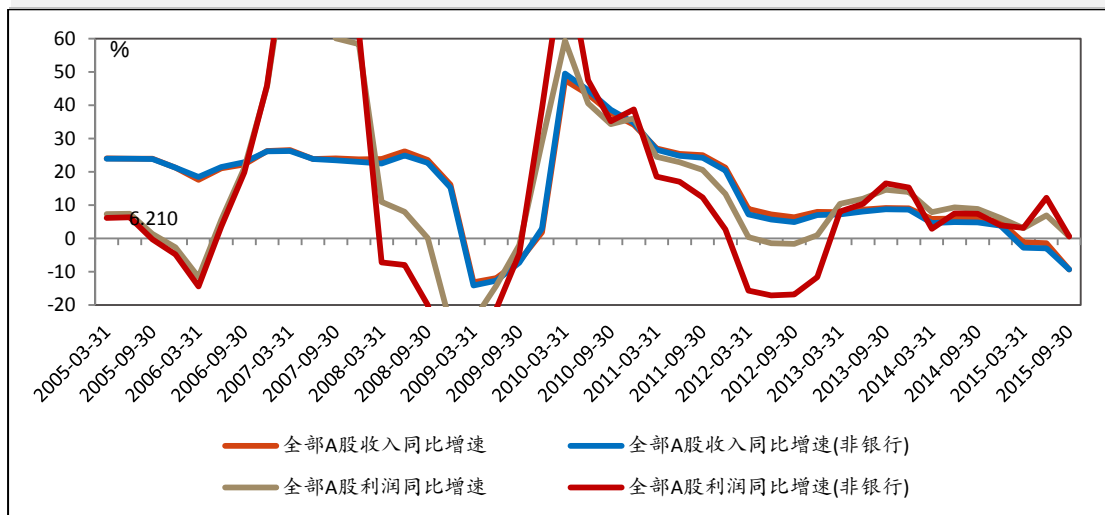
□ Q2 盈利略超预期，下半年同比增速将有所抬升

2015 年国内经济持续萎靡，基本面进一步恶化，这对 A 股也产生了非常不利的影响。

2015 年年初以来 A 股上市公司收入连续三个季度负增长，类似情况仅在 2008 年-2009 年发生过。特别是三季报，已公布数据同比增速-9.34%，创下了自 2010 年以来的新低。

盈利情况方面，A 股上市公司连续三个季度正增长。特别是半年报，盈利同比增速达到 6.96%，这与连续下滑的收入增速形成了反差。

图 15 A 股三季报收入下滑，盈利微涨



来源：Wind 资讯，博时宏观策略

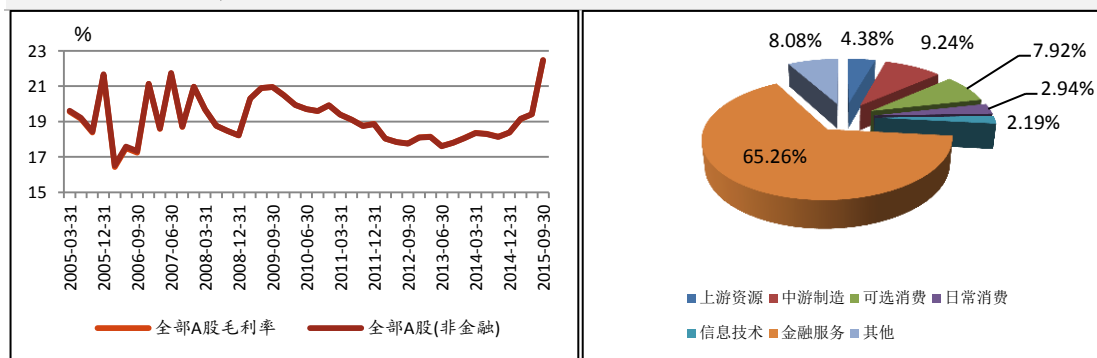
□ 主营业务成本有所下降，毛利率提升

截止 2015 年上半年，A 股净利润总额为 14471 亿元，从结构贡献来看，金融服务业占比最大，达到 65.26%，而上游行业贡献仅占比为 4.38%。

上半年，国内外的资源品价格持续下跌，严重影响了上游行业的盈利。由于上游净利润占比本身很小，对整体上市公司的盈利影响并不明显。

资源品价格的持续下跌使得中下游行业的成本极大缩减，中下游行业获得了较大的盈利空间。

图 16 成本有所下降，毛利率提升



来源：Wind 资讯，博时宏观策略

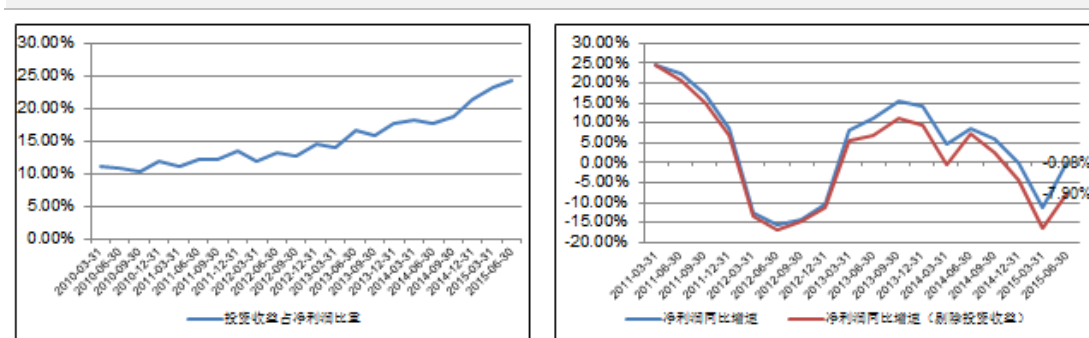
□ 股市表现对上市公司的盈利空间有显著影响

2015 年上半年 A 股市场暴涨，许多上市公司通过股票投资获得了丰厚的投资收益。A 股剔除金融上市公司在 2015 年上半年的投资收益高达 1413.35 亿元，占到了总利润的 24.13%，创历史最高水平。

如果扣除投资收益后，A 股剔除金融的 2015 中报增速将从-0.08%下滑至-7.90%。

由于 6 月份 A 股市场暴跌，预计三季度上市公司盈利会受到比较显著的负面影响。

图 17 投资收益占上市公司净利润比重逐年趋于上升，今年以来的大幅上行应与 A 股投资密切相关



来源：Wind 资讯，博时宏观策略

4.2 盈利质量：ROE 持续恶化，主因在于资产周转率大幅下降

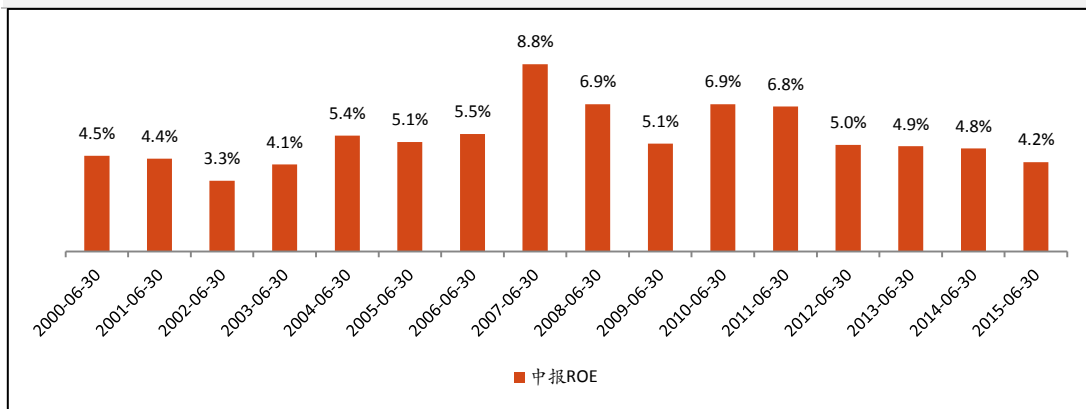
□ 毛利率有所改善，但资产周转率恶化

从杜邦财务分析的角度看，A 股（剔除金融业）2015 年中报的 ROE 为 4.19%，同比去年中报回落了 0.64 个百分点。

从 ROE 分拆的三个指标来看，销售利润率有所上升，主要得益于上半年毛利率有所改善。

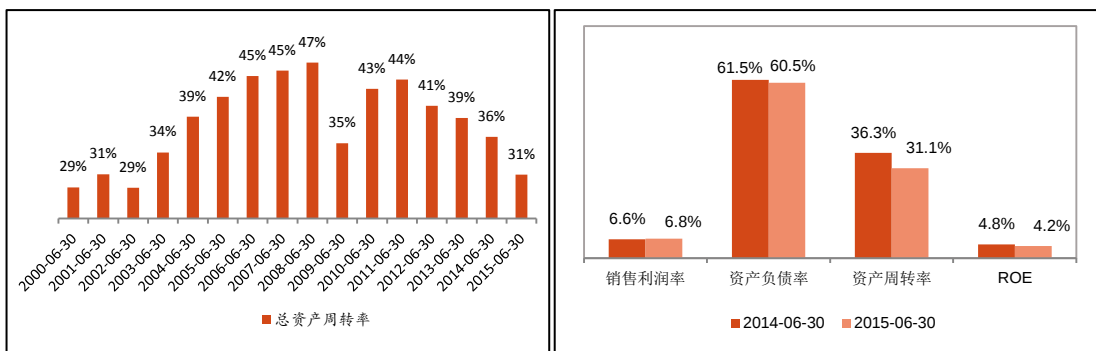
资产负债率和资产周转率相比去年同期均有下降,特别是资产周转率,下降幅度达到 5.2 个百分点。

图 18 ROE 持续下降



来源: Wind 资讯, 博时宏观策略

图 19 资产周转率持续下降



来源: Wind 资讯, 博时宏观策略

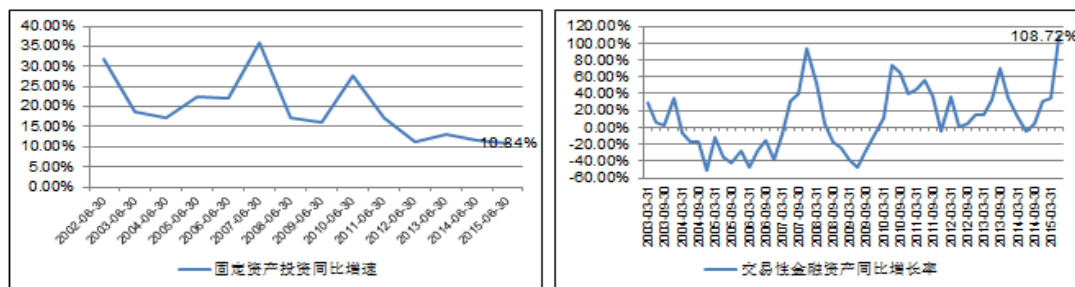
□ 股市暴跌会给上市公司下半年的表现带来压力

资产周转率的大幅下降与固定资产投资无关,固定资产投资同比增速从 2010 年以来逐年下降。资产周转率的大幅下降主要源于存货和金融资产的上升。

交易性金融资产的同比增速在一季度达到 34.62%,到二季度变暴涨到 108.72%。

可以预计,三季报和四季报由于股票市场的暴跌,会给上市公司的利润表现带来压力。同时,去库存的压力在三、四季度依然存在。

图 20 固定资产投资增速下降，交易性金融资产增速上升



数据来源: wind 博时宏观策略部

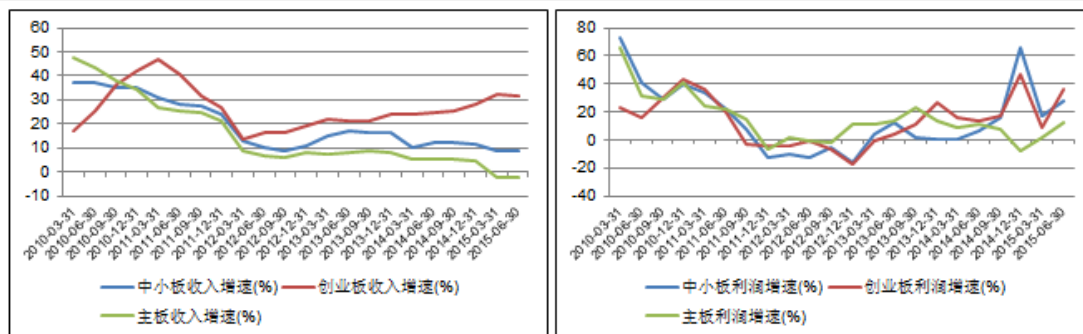
4.3 板块情况：中小板和创业板的盈利优势显著高于主板

□ 中小板和创业板的盈利优势显著高于主板

截止到 2015 年中，主板和中小板收入增速依然延续了下降趋势。中小板中报收入增速为 8.97%，主板的增速连续两个季度都为负增长。创业板的收入增速依然保持了上涨趋势。

创业板和中小板的盈利增速要显著好于主板。即使考虑了扰动因素后，中小板和创业板的盈利增速相比主板仍然具有明显的优势。

图 21 中小板、创业板的盈利优势显著高于主板



数据来源: wind 博时宏观策略部

4.4 “十三五”规划前瞻：未来数年的投资蓝图

“十三五”规划是十月下旬五中全会的主题。与三中、四中全会重在改革不同，五年规划的重点在于经济、社会、文化等领域的发展重点，是“十二五”期间中央对各类产业发展方向和产业政策再思考的结晶。它和 2013 年底发布的城镇化规划、2015 年发布的中国制造 2025 一起，是中国未来几年发展政策的最佳指引。

结合长期以来对产业政策的观察，预计“十三五”规划会有如下一些特点和新增亮点：

- 在指导思想部分，创新驱动会被放到更加基础的地位，科技重要性将大幅提升
- 中国制造 2025 规划的内容，尤其是其中智能制造的部分
- 材料科学重视程度提高，尤其是石墨烯
- “互联网+”
- 农业信息化
- 减排以及全球气候变化应对
- 军民融合

五、策略

5.1 投资的战略和战术

在战略上，我们认为权益整个季度会有小幅上涨。成长性企业，尤其是成长性的民营科技企业有望收涨，周期类板块较可能收平或收跌。看平债券，到年末通胀对利率品有一定压制，信用品需要提防信用利差受一些事件影响快速扩大。

“十三五”规划对创新的强调将是空前的。它不是短炒的主题，它是未来一段时间行业配置的关键蓝图。

在选股中，主题性机会的作用会有所上升，但不会到上半年的热度。中短期业绩成长的重要性仍然不低，小市值的溢价有望上升，同时估值的重要性有所下降。

在战术上，我们认为第四季度权益类机会较有可能出现在前半程，建议在前半季度保持较高仓位，成长、周期均可考虑，但在后半季度仓位要调降，并主要降低周期类品种的仓位；固定收益的机会在整个季度能看到的节奏相对有限。

5.2 大类资产配置

可以考虑超配股票、标配债券、低配现金。

5.3 股票行业配置

基于战略上的考虑，和上一季度相比，我们略微调低盈利预测、过往 ROE 表现的权重，小幅调高了主题在行业配置中的权重，并赋予价格趋势一定的权重。

我们选出的超配行业包括基础化工、轻工制造、农林牧渔、计算机。

具体地，“过往业绩”定义为出现连续几个季度 ROE 四个季度移动平均值的上升，最少为 2 个季度。如果没有出现，该项得分为零。该指标打 8 折计入综合评分。“2015 盈利预期是否大幅提高”以最近一个月卖方一致预期提高超过 3% 为限。该指标全额计入综合评分。“制度”“技术”“要素”“需求”为主题打分，各个行业得分取决于我们认为它们“沾边”的程度，四个指标分别打 5 折、8 折、1.5 折、3 折计入综合评分。

非银行金融的综合评分非常高，但我们这次主观决定不配置非银行金融，主要考虑到券商股票和券商公司本身在救市中扮演的角色可能会不利于未来一个季度的股价表现。

表 5 2015 年第三季度行业打分以及详细说明

	配置意见	综合得分	技术分 析意见	ROE持续几 个季度提升	2015年利润增 速预测是否明 显提高	制度	技术	要素	需求	结构性变化	子行业
基础化工	1	5.7	31.9	4	0		1	1		产业整合，电商化	新材料产业，农药与复合肥等农资
轻工制造	1	5.5	29.7	3	1		1			行业整合，商业模式创新及智能化，出口带动	家居，包装
农林牧渔	1	5.6	30.1	2	1	1	1			农业信息化（“十三五”）	养殖、种业龙头；白糖
非银行金融	特别	5.7	43.3	5	1	-1.5				“股灾”后监管加强，创新业务受到压制	保险
计算机	1	5.3	32.8	1	0	1	1.5		1	纷纷走向云、移动互联和大数据	服务器、信息安全、云和大数据
交通运输		4.6	39.3	3	0				1	自贸区、跨境电商的冲击；一路一带的推动	物流、铁路、航运
有色金属		4.4	34.9	1	0		1		1	新能源车销量大幅上升，拉升相关需求	锂、钴、黄金；新材料
通信		4.3	33.7	1	0		1		1	产业政策、商业模式创新、移动互联的冲击	4G运营商产业链、小卫星、北斗、量子通信
电力设备		4.5	38.8	1	0	0.5	1			电改影响电网投资节奏；电网建设输出，新能源的大力推进	特高压；储能设备；新能源设备
汽车		3.8	35.1	0	0		1		1	智能化、车联网，汽车后市场	汽车服务市场；汽车电子；新能源车
传媒		3.8	35.5	0	0		1		1	国有传媒集团改革要以社会效益为主	有创造和发现IP能力并能影视、游戏等渠道变现的公司
医药		3.5	30.2	0	0		1		1	医保控费，医疗信息化	创新药；体外诊断；基因检测；医药电商
建筑		3.7	33.9	0	0		1		1	基建走出去。建筑与新技术和新商业模式的结合	高铁、核电等建筑子领域、家装
机械		3.4	28.9	0	0		1.5			智能制造；一带一路主题	高铁设备；节能环保设备；智能化设备；无人机
电子元器件		3.5	28.0	0	0	1	1			国产化政策大行其道，国内企业海外并购加速	半导体、安防
国防军工		3.8	24.2	0	0	2	1			舰船和飞机相关产业；民参军；国企改革	海军和空军
建材		3.5	37.4	0	0		1			国企改革；城市官廊和海绵城市建设	环保材料，家装材料
纺织服装		3.2	32.7	1	0				1	少数企业在渠道、产品相应上的进步；向体育、健康等领域的转型	体育，健康等细分领域
商贸零售		3.0	29.7	0	0	1			1	国企改革，网下网上联合，互联网珠宝	转型与改革的公司
煤炭		3.0	36.4	0	0	1				市场化、产能继续收缩整合；企业纷纷谋求转型	0
电力及公用事业		3.4	33.1	0	0	1		0.5	1	温室气体减排；售电改革利于地方电力企业	环境监测，燃气
石油石化		3.2	35.4	0	0	1			1	国内油气资源改革；下游产业链产能收缩	0
家电		3.0	30.2	0	0		1			智能、互联化	高端厨电
食品饮料		2.6	27.8	0	0	0.5			1	关注年轻、时尚、健康，创新、互联网对行	0
餐饮旅游		2.8	35.0	0	0				1	移动互联网对商业模式的影和改变；与演艺、娱乐结合在一起的新型旅游业	出境游
房地产		2.5	29.0	1	0					互联网+背景下的转型	0
银行		2.2	32.5	0	0					移动互联网技术、金融工具创新，“投行化”；利率市场化接近尾声；坏账持续累积	0
钢铁		1.9	17.2	0	1					国企间的并购重组	高端钢材，军工相关

来源：博时宏观策略

5.4 债券的配置

标配债券。我们认为利率已经到了极低的水平，进一步的下降空间已经非常窄。信用建议保留高信用评级产品。

免责声明:

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见不构成我公司实际的投资结果, 也不构成任何对投资人的投资建议。

本报告中的数据出处若未加特别说明, 均来自万得, 彭博或博时基金。本报告版权归博时基金管理有限公司所有。

投资有风险, 请谨慎选择。