

上海证券基金评价研究中心

刘亦千

执业证书编号：S0870511040001

021-53519888-1988

Liuyiqian@shzq.com

报告日期：2015 年 10 月 14 日

报告编号：

相关报告：

2015 年 10 月基金投资策略：结构性价值

开始凸显 主题仍偏向国企改革和投资

2015 年 9 月基金投资策略：短期谨慎长期

乐观 主题侧重国企改革和政府投资

## ■ 主要观点：

## ■ 市场企稳，利好政策累加驱动股市机遇大于风险

2015 年三季度股市风险快速释放，债券市场表现强劲。

三季度中国经济继续下行，三驾马车整体疲软，市场普遍预期更多的稳增长政策即将出台。预计不断累加的积极政策效用有望支撑中国经济维持合理增速。

我们更加担忧的人民币汇率问题在中短期内难以出现。近期市场走稳和震荡幅度收敛表明前期恐慌情绪已经大幅缓解，持续的风险释放使得市场结构性的价值开始凸显，市场风险偏好出现抬升之势。股市的机遇已经大于风险，投资机会以阶段性机会和结构性机会为主。

三季度债市快速上扬，收益率曲线平坦化下行，收益率和信用利差均降至历史均值之下，一方面投资者需警惕近期市场风险偏好改善带来的超短期冲击，另一方面大环境仍然有利债市上涨，高评级、中长期券种投资机会较为明显。

## ■ 提升风险偏好 态度转向中性偏乐观

预期 10 月市场将在震荡中实现筑底，市场投资机会以结构性机会为主，上涨的希望正在孕育。建议投资者转向中性偏乐观，低风险投资者继续维持相对中性的配置结构；高风险投资者适当增加权益基金配比。

权益类基金方面，建议投资者重点关注选股能力突出，波段操作能力强的混合基金。进攻关注重仓计算机、军工、地产相关和汽车板块的基金，防御从估值策略出发关注重仓公用事业、金融服务、资源等低估值板块或食品饮料、医药卫生、餐饮旅游、信息服务等盈利稳定板块的基金。主题方面关注国企改革、顺周期蓝筹、行业政策改善的消费主题以及具备选股

能力的中小盘成长风格基金。

固定收益基金方面，适当降低前期超配的债券基金配置比例。品种上更看好重仓期限为中长期、评级为中高券种，以及重仓评级较高的城投债的债券基金。中国已经事实上进入低利率时代，投资者将面临所有大类资产类别收益率下行的困境，定位流动性替代工具和短期理财工具的货币型证券集合计划仍然值得低风险投资者关注

QDII 方面，继续战略性配置正在走出泥潭且估值较低的欧元区股票 QDII、适当高配美国股票 QDII，尤其是美国房地产和制造业板块 QDII，低配日本股票 QDII，回避新兴市场和香港股票 QDII，谨慎对待商品 QDII。美国加息延后利好黄金，短期交易性投资者可适当关注黄金 QDII

## 一、基础市场分析：全球疲软中国宽松加码，结构性价值开始凸显略

2015 年三季度，由打击股市杠杆引发的市场调整持续深化，期间上证综指最大回撤达 34%，股市风险快速释放，进入 9 月以后市场的调整开始放慢脚步，并逐步走向企稳。如我们所预期，市场风险偏好下行给债市带来难得机遇，债券市场表现强劲，收益率中枢持续回落。

图 1、沪深两市指数累计收益率

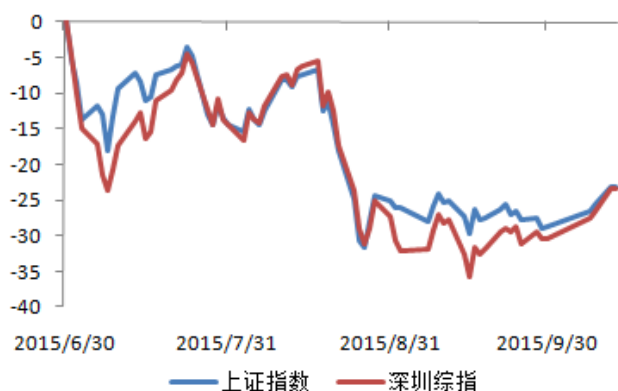
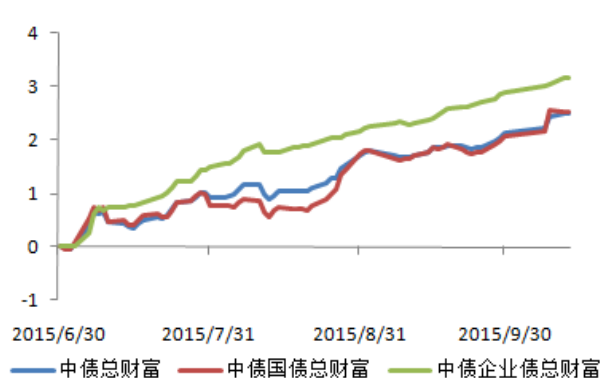


图 2、代表性债券指数累计收益率



数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心（时间：2015 年 7 月 1 日—2015 年 10 月 12 日）

### 股票市场：利好政策累加，股市机遇大于风险

2015 年三季度中国经济继续下行，三驾马车整体疲软：投资继续探底，地产价升不改地产开发困境；居民收入增速放缓，消费持续回落；受全球经济不振影响出口维持疲软。市场普遍预期中国 GDP 增速将降至 6.9%。

图 3、投资活动继续下行

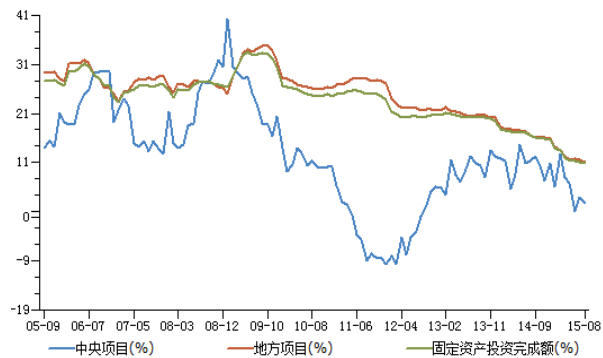


图 4、地产销售回暖为改善地产开发困境

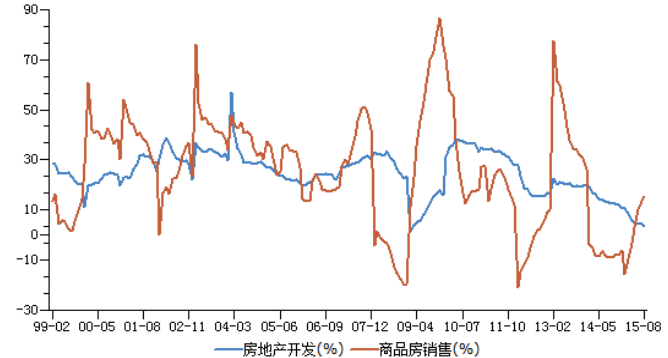


图 5、居民收入增速放缓，消费持续回落

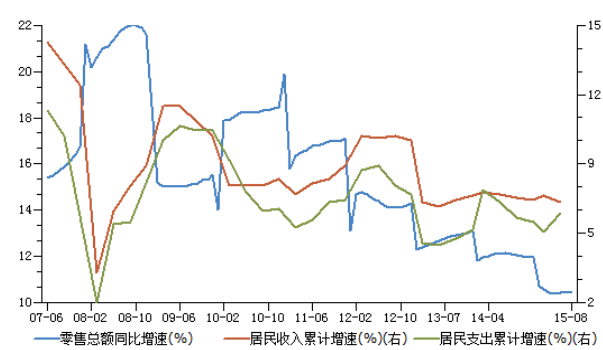


图 6、出口持续疲软

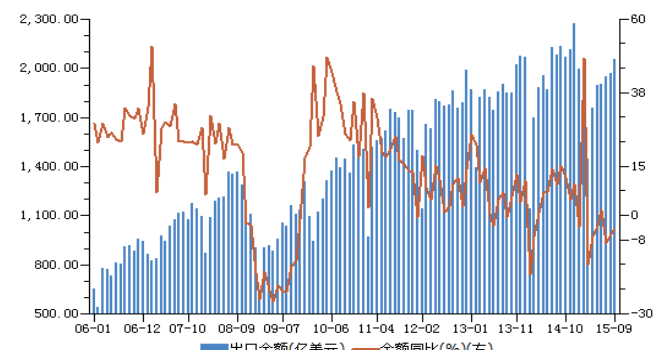


图 7、代表中大型企业的统计局 PMI 降至收缩区域

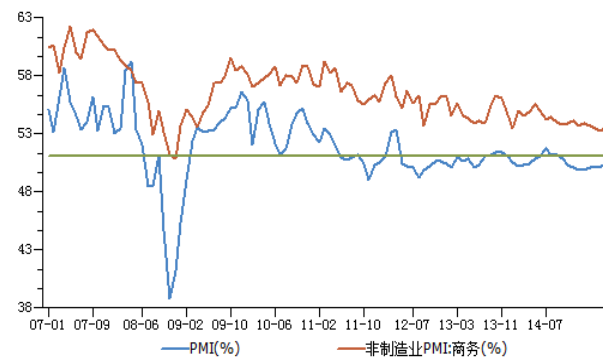


图 8、代表中小企业的财新 PMI 表明制造业加速萎缩

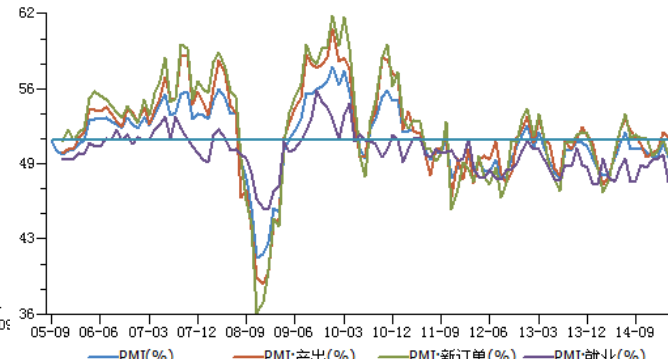


表 1、中国宏观数据预测

| 指标         | 2015F  | 2014   | 2013   | 2012 | 2011   |
|------------|--------|--------|--------|------|--------|
| GDP(%)     | 6.9    | 7.4    | 7.7    | 7.7  | 9.3    |
| CPI(%)     | 1.8    | 2      | 2.6    | 2.6  | 5.4    |
| PPI(%)     | -4.9   | -1.9   | -1.9   | -1.7 | 6      |
| 社会消费品零售(%) | 10.8   | 12     | 13.1   | 14.3 | 17.1   |
| 工业增加值(%)   | 6.2    | 8.3    | 9.7    | 10   | 13.9   |
| 出口(%)      | -1.4   | 6.1    | 7.9    | 7.9  | 20.3   |
| 进口(%)      | -13.2  | 0.4    | 7.3    | 4.3  | 24.9   |
| 贸易顺差(亿美元)  | 5907.6 | 3824.6 | 2590.2 | 2320 | 1551.4 |

|             |                      |      |      |      |      |
|-------------|----------------------|------|------|------|------|
| 固定资产投资(%)   | <a href="#">10.5</a> | 15.7 | 19.6 | 20.6 | 23.8 |
| M2(%)       | <a href="#">13.4</a> | 12.2 | 13.6 | 13.8 | 13.6 |
| 人民币贷款(%)    | <a href="#">13.8</a> | 13.6 | 14.1 | 15   | 15.8 |
| 1 年期存款利率(%) | <a href="#">1.61</a> | 2.75 | 3    | 3    | 3.5  |
| 1 年期贷款利率(%) | <a href="#">4.39</a> | 5.6  | 6    | 6    | 6.56 |

数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

中国因经济放缓所导致的需求不足成为全球市场越来越担心的问题，其中 2015 年 8 月 11 日人民币突然贬值引发全球对中国经济衰退超预期的担忧，同时国内市场关于人民币是否持续贬值并引发资金外逃的疑虑也开始升温。贬值情况迅速触发市场脆弱的情绪，股票市场进一步加速释放。并引发了全球金融市场和商品市场价格回落，**市场普遍预期更多的稳增长政策即将出台。**

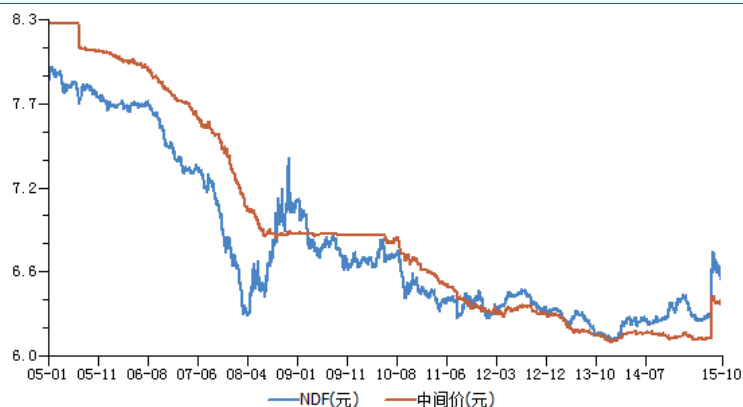
为了避免形成“人民币贬值-人民币资产价格回落-国际资本流出-国内流动性收缩-资产价格回落”的恶性循环，中国人民银行迅速在 8 月 25 日降准降息，对冲资本流出带来的流动性收缩，并稳定经济增长。

我们认为，当前中国经济增长下行压力加大但仍在合理区间，较年初并未明显恶化，即使经济再度恶化，政策制定者还有更多的政策可以实施，受益于持续释放的政策刺激，目前经济形势已经出现好转的迹象：大规模基建项目正在加快落地；来自于房地产市场的放松和房价反弹助推包括建材、家电等相关行业的景气度回暖；9 月底宣布的购车税收优惠政策有望推动小排量轿车销量加快回升。**不断累加的积极政策效用有望支撑中国经济维持合理增速。**

相对经济增长，我们更加担忧人民币汇率问题，长期来看人民币相

对美元大幅升值趋势已经成为过去。但中短期内，为了控制人民币贬值风险、顺利推进中国海外投资战略和过剩产能向全球转移，当前中国人民银行不会容忍人民币出现趋势性大幅贬值。近期在央行的积极介入之下，中国外汇市场整体走稳，其中 12 月无本金交割远期汇率（NDF）出现回落，较人民币汇率中间价的价差收窄，表明人民币预期贬值有所缓和。此外，近期经济增长出现稳定迹象也有利于汇率保持稳定，**预计中短期内大幅度的汇率风险难以出现。**

图 9、人民币汇率和 12 个月 NDF 走势表明近期人民币贬值预期收窄



数据来源：Wind 资讯 外汇管理局 上海证券基金评价研究中心

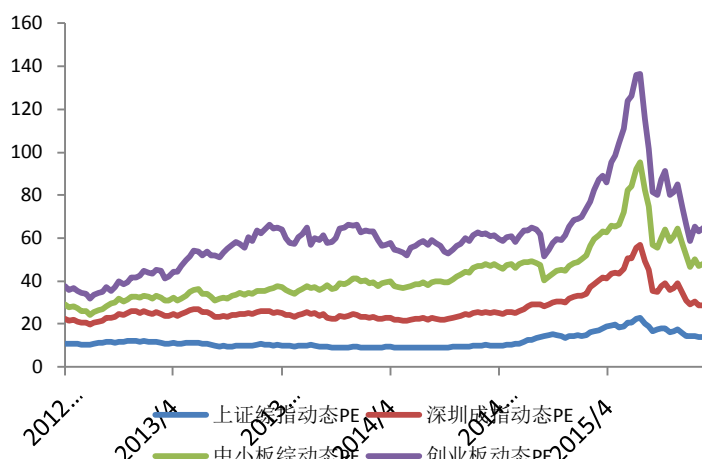
展望后市，尽管经济增长放缓、汇率风险和证监会清理配资带来的流动性压力将继续施压股市，但近期市场走稳和震荡幅度收敛表明前期恐慌情绪已经大幅缓解，前期的极度压抑的市场信心有所修复，**持续的风险释放使得市场结构性的价值开始凸显，市场风险偏好出现抬升之势。**

我们预计股市阶段性底部或已经探明，当前政策制定者不会容忍资本市场融资功能缺失，长期来看股市的机遇已经大于风险。四季度市场在震荡中实现筑底将是大概率事件，市场投资机会以阶段性机会和结构

性机会为主，上涨的希望在不断壮大，投资者可以转向中性乐观。

从估值角度出发，股票市场风险已经大幅度释放，市场投资价值显现，但横向比较的结构性风险仍然突出。数据显示，截至 2015 年 10 月 9 日，上证综指、深圳成指、中小板综指、创业板综指的估值水平分别降至 14.35、30.63、51.17、70.48 倍，估值水平分别高于过去三年的平均水平的幅度达 19.94%、11.09%、19.98%、14.64%。

图 10、市场估值降至过去三年平均水平上浮 20%以内



数据来源：Wind 资讯 上海证券基金评价研究中心

横向比较，上海和深圳主板市场价格更加具备吸引力，其中上证主板的估值水平甚至不足其它板块估值水平的一半，具备更加具有竞争力的投资价值，创业板高达 70 余倍的市盈率仍在不少投资者的想象之外；但与历史估值比较，深圳主板市场和创业板市场相对估值更占优势，其中创业板的风险释放是的其中部分股票已经具备投资性，在“大众创业万众创新”的舆论环境和政策环境中有望继续演绎奇迹。

**债券市场：仍有机会但超短期面临冲击**

2015 年三季度债券市场无疑是最佳的风险避风港，市场风险偏好调整驱动资金迅速涌入，债市快速上扬，收益率曲线平坦化下行，信用利差明显收窄。从价格指数来看，三季度中债总财富(总值)指数上涨 2.13%，分期限来看，中短期债券上涨 1.83%，长期债券上涨 4.70%；分券种来看，代表性利率债——国债上涨 2.07%、代表性信用债——企业债上涨 2.88%。另外，可转债受累股市下跌而回落 20.42%，在债市中表现垫底。

图 11、国债收益率曲线平坦化下行

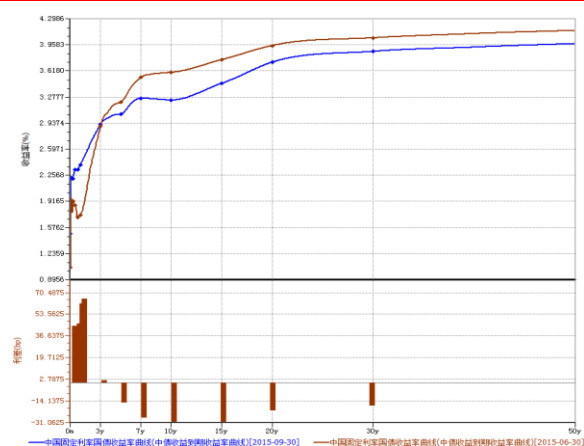
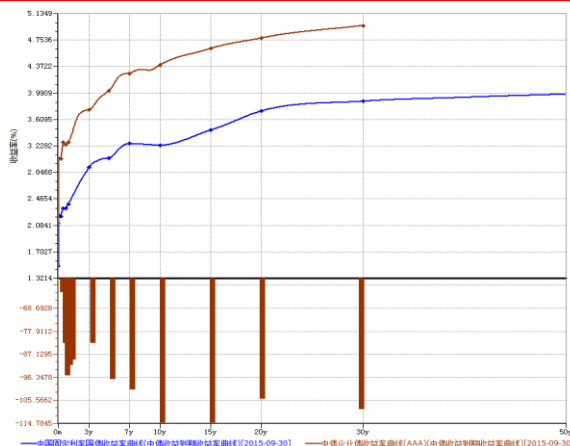


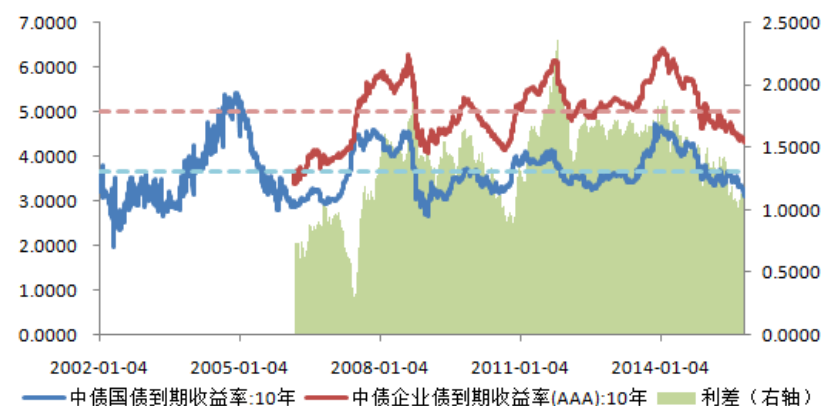
图 12、信用利差中短端快速收窄，长端维持稳定



数据来源：Wind 资讯 中国债券信息网 上海证券基金评价研究中心（截至 2015 年 9 月 30 日）

截至 2015 年 10 月 12 日，10 年期国债收益率已经降至 3.1064%，低于 2002-2015 年平均收益水平 53.99 BP；AAA 级企业债收益率已经降至 4.3293%，低于历史平均水平 68.03 BP；两者之间的信用利差自 2013 年底以来持续收窄至历史较低水平，低于历史均值 14BP。上一次债市收益率降至该水平要追溯到 2010 年底，但随后于 2011 年债市迎来历史少见的调整。

图 13、债市收益率降至历史均值之下，信用利差持续收窄



数据来源：Wind 资讯 中国债券信息网 上海证券基金评价研究中心（截至 2015 年 10 月 12 日）

当前股灾的阴影已经逐渐散去，市场风险偏好逐步改善，短期内由短期避险推动的脉冲式投资机会暂时告一段落，投资者需警惕近期市场风险偏好改善带来的超短期冲击。但经济偏弱、汇率稳定、通胀低迷、货币宽松和市场风险偏好整体仍然偏低的大环境仍然有利于债市走强。

从投资机会来看，我们坚持上期观点，股灾带来的风险教育降低市场整体风险偏好，给债市和短期理财市场带来长期机会，受到理财产品青睐的高评级、中长期期券种投资机会较为明显。

上一季度我们指出，“短期利率债收益率的下行拓宽了长期利率债收益率下行空间，并有望引导长期利率债加速下行。积极的债券投资者可以适当布局长期券种，把握债市投资机遇”。现在看来，这一趋势并未结束，但空间已经不大。

从券种来看，我们维持上一季度的判断，“尽管弱经济背景下政策制定者经济维稳动力较大，债务风险的爆发可能性偏低，但目前市场信用

利差已经降至历史较低水平，高信用级别债券的信用利差极低，未来信用债的比较优势已经不足。**建议谨慎对待信用券，侧重关注其中评级较高的城投债。”**

对可转债而言，目前转债市场标的稀缺，溢价率偏高，防御性偏弱，风险大于机会，**建议中低风险偏好的投资者继续谨慎参与可转债投资。**但另一方面，受益于股市的好转，可转债股性投资价值增大，高风险投资者可适当关注可转债的投资机会。

## 二、基金投资策略：提升风险偏好 转向中性偏乐观

综上，我们预期四季度市场将在震荡中实现筑底，市场投资机会以结构性机会为主，上涨的希望正在孕育。建议投资者转向中性偏乐观，低风险投资者继续维持相对中性的配置结构，并积极关注市场形势变化以待调整；**高风险投资者逐渐提高风险偏好，适当增加权益基金配置比例，适当降低前期超配的债券基金。**

**权益基金方面**，由于市场投资机会以阶段性机会和结构性机会为主，股指波动幅度虽然会收敛，但股指波动本身不会改变，震荡行情中善于挖掘优势个股和擅长波段操作的基金占据显著的优势，**建议投资者侧重选择选股能力突出，波段操作能力强的权益基金。**

从进攻性角度来看，计算机和军工板块市场弹性较大，地产相关和汽车短期盈利改善，上述板块在反弹中占据优势，建议投资者可以重点关注重仓此类板块的基金。从防御性角度来看，公用事业、金融服务、资源等板块安全性高，估值可得以保护，食品饮料、医药卫生、餐饮旅

游、信息服务等行业盈利能力稳定，防御性强，投资者可从估值策略出发重点关注重仓上述板块的基金。

产品主题和风格方面，建议如下：1，预计在未来较长一段时间国企改革将是政府的主要工作之一，也将是市场最重要的投资主题，建议关注**国企改革主题基金**；2，继续关注政府投资加速对水电、基建、金属、交运设备、工程机械等低估值低市净率的顺周期蓝筹板块的拉升，适当**高配重仓顺周期蓝筹板块的绩优基金**；3，建议关注**受益房地产市场监管放松和购车税收优惠对地产、建材、家电、汽车等板块的利好**，适当配置重仓上述板块的基金；4，前期的调整使得部分新兴板块的股票跌出价值，建议适当配置**具备真正选股能力的中小盘成长风格基金**。

**固定收益基金方面**，我们判断债市超短期或面临一定冲击，但债市有望继续走牛，考虑到目前收益率的下行幅度已经在一定程度上投资预期，当前时点或已不再适宜继续大幅超配债券基金，建议投资者可以适当降低前期超配的债券基金配置比例。在配置品种上，我们更加看好重仓期限为中长期、评级为中高券种，以及重仓评级较高的城投债的债券基金。建议**中低风险偏好的投资者继续谨慎参与可转债基金的投资**；但另一方面，**受益于股市的好转，可转债股性投资价值增大，高风险投资者可适当关注可转债基金的投资机会**。

由于 2014 年底以来中国进入新一轮降息周期，市场无风险收益率在央行的引导下持续下行，银行间同业拆借利率持续下行拉低货币市场基金收益率水平，预计四季度仅能维持 3%左右的较低水平。但由于中

国已经事实上进入低利率时代，投资者将面临所有大类资产类别收益率下行的困境，定位流动性替代工具和短期理财工具的货币型证券集合计划仍然值得低风险投资者关注。

QDII 方面，全球经济增长前景仍然暗淡，市场关于“以中国为代表的新兴市场经济疲软将拖累全球经济增长”的声音正在不断加大，美国经济相对较好，但随之而来的美元升值预期不仅施压全球金融市场，也加大了全球新兴市场货币走弱的可能。与此同时，欧元区加码 QE 的可能性正在抬升。

综上，建议投资者继续战略性配置正在走出泥潭且估值较低的欧元区股票 QDII、适当高配美国股票 QDII，尤其是美国房地产和制造业板块 QDII，低配日本股票 QDII，回避新兴市场 and 香港股票 QDII，谨慎对待商品 QDII。美国加息延后利好黄金，短期交易性投资者可适当关注黄金 QDII。

## 分析师承诺

分析师 刘亦千

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

## 重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。