Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
姚永源 0755-82723950
yaoyy@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0010046

2018 年四季度金融策略报告 股指

股指将迎趋势性上涨！

摘 要

2018年2月以来A股持续单边下跌，究其原因主要是降杠杆而启用的紧货币、紧信用力度较大。在2018年1月全球经济持续维持较高的复苏，中国经济增速再次稳增长，一时间全球股市大幅上涨，市场利率也大幅攀升，但随后美国非农数据披露后市场投资者解读为通胀上升导致货币紧缩力度将超预期，从而一时间引起美股千点暴跌，A股因为受市场避险情绪传染从而也应声而下。国内为防止系统性金融风险从而加强降杠杆力度，力度过猛导致部分上市公司现金流紧缺，影响实体经济发展，市场投资者避险情绪大幅上升，再加上国际贸易扰动事件不断升级，宏观经济、金融数据不断走弱也加剧了A股走弱，期间虽然恰逢A股纳入MSCI之际，境外资金大幅流入A股也未能支撑A股下跌的步伐。

政策底已现，但经济增速下行压力依旧较大。我们对政策底已现的判断依据主要是以年中中央政治局经济会议召开后以稳经济为主代替降杠杆为工作重点的转变，并且从中国经济短周期运行的时间规律来判断也符合再次刺激经济将迎来新的上涨周期时点。虽然政策底已现但是从7-8月的宏观经济、金融数据来看没有出现明显的反弹迹象，反而部分经济数据继续疲弱，表明短期经济增速下行压力依旧较大，并且通胀持续上涨，所以我们认为出现了的“类滞涨”现象，随后央行频频“放水”以刺激经济，预计四季度中国经济表现将有所好转，股市底将体现出现。

行业配置先周期后创新。2018年股市大幅回调并非因为中国经济出现衰退而导致的，而是因为流动性紧缺以及投资者悲观预期导致的，在A股上代表当前中国核心资产的周期性企业依旧保持强劲的盈利增长速度以及较高的盈利质量，并且也是众机构投资者重点持仓对象，股市的大幅回调导致这样绩优股估值错杀，则目前实行稳经济政策，周期类行业将获得加杠杆，企业盈利质量再提升，导致估值错杀后必将领先修复，特别是目前机构重仓股，而创新经济主要是基于未来发展经济后的结构性调整，国家长远战略布局，此类股票的估值抬升高峰期将是稳经济后的发展经济阶段中才能体现。

把握2018年最后的趋势性行情。按照历年A股周期特点，因流动性紧缺而导致的熊市，后续基本上都遵循“政策底——>股市底——>经济底”这样的路线，本文从自上而下宏观经济分析、行业配置的角度来分析在这个过程中需要把握的配置重点。从年度A股波动周期特点来看，上半年的春季行情和下半年的趋势性行情都将不会缺席，而在目前的政策底、股市底、估值低共振的角度来看，即将迎来今年最后一个趋势性行情，建议投资者切莫缺席。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

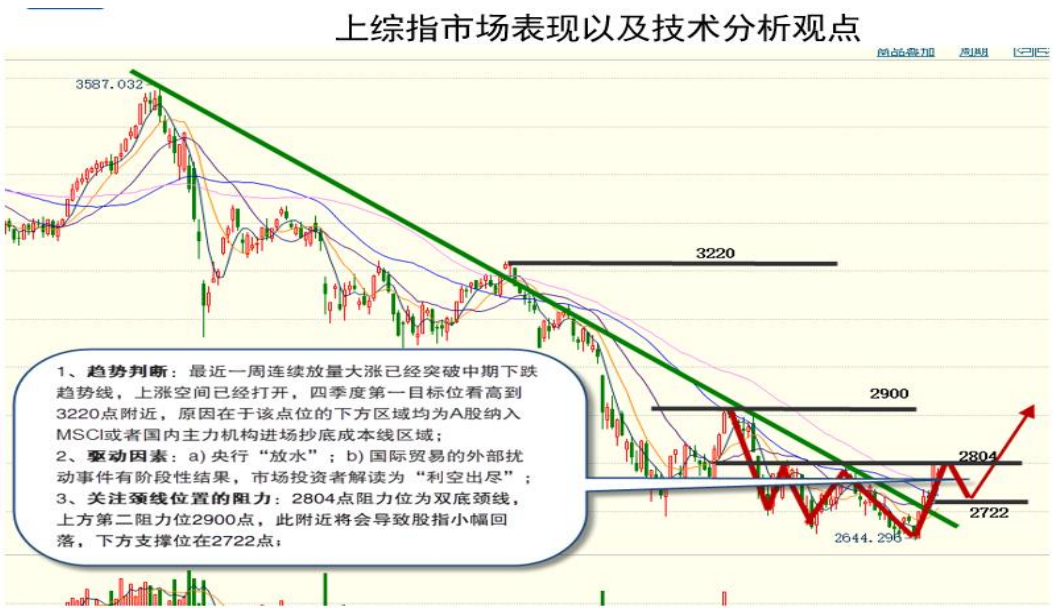
第 1 章 市场回顾和展望 3
1.1. 沪指中期上涨趋势已打开 3
1.2. 期指套期保值和跨期套利机会 5
第 2 章 政策底后经济增速下行压力依旧较大 7
2.1. 政策底已现 7
2.2. “类滞涨”初现，经济增速下行压力依旧较大 8
第 3 章 行业配置：先周期后创新 13
3.1. A 股估值较低，政策风刚吹起 13
3.2. 经济复苏为主线，寻找行业配置重点 17
3.3. 从投资行为方面看主力持仓动向 19
3.3.1. 主动偏股型基金持仓 19
3.3.2. “国家队”公募基金重仓股 20
3.3.3. 重点基金经理重仓股票 22
3.3.4. 陆股通重仓股票 24
南华期货分支机构 25
免责申明 27

第1章　市场回顾和展望

1.1. 沪指中期上涨趋势已打开

2018 年 2 月以来 A 股持续单边下跌，究其原因主要是降杠杆而启用的紧货币、紧信用力度较大。在 2018 年 1 月全球经济持续维持较高的复苏，中国经济增速再次稳增长，一时间全球股市大幅上涨，市场利率也大幅攀升，但随后美国非农数据披露后市场投资者解读为通胀上升导致货币紧缩力度将超预期，从而一时间引起美股千点暴跌，A 股因为受市场避险情绪传染从而也应声而下。国内为防止系统性金融风险从而加强降杠杆力度，力度过猛导致部分上市公司现金流紧缺，影响实体经济发展，市场投资者避险情绪大幅上升，再加上国际贸易扰动事件不断升级，宏观经济、金融数据不断走弱也加剧了 A 股走弱，期间虽然恰逢 A 股纳入 MSCI 之际，境外资金大幅流入 A 股也未能支撑 A 股下跌的步伐，如图 1.1 所示。

图 1.1：沪指的底部在哪里



数据来源：wind 南华期货研究所

7 月 31 日中央政治局经济会议的召开，定调了 2018 年下半年开始以稳经济为主的工作任务目标，届时货币政策将从之前的紧货币紧信用转变为宽货币宽信用，虽然各部委都发布工作纪要要求努力促进经济增长，我们将此定调为政策底，按照历史 A 股走出底部区域的规律，政策底后将迎来艰难震荡的股市底，而从截至本文截稿前的市场表现来看，我们认为股市底已经形成，即将下来迎接的就是 2018 年下半年的趋势上涨行情，主要理由在于：

宏观经济因素：

- **中国新一轮经济短周期即将迎来上升阶段**。从中国经济短周期运行的时间判断，2019 年初将迎来新一轮经济短周期的上升期，目前宏观政策的转变也是为经济短周期启动铺垫的。我们在 2018 年半年度股指策略报告《拥抱通胀主题》中也分析了历年经济短周期与 A 股波动周期的关系，当时大胆预测 2640 点附近将是未来沪指的底部区域，从现在的沪指走势来看，很符合我们的预期。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

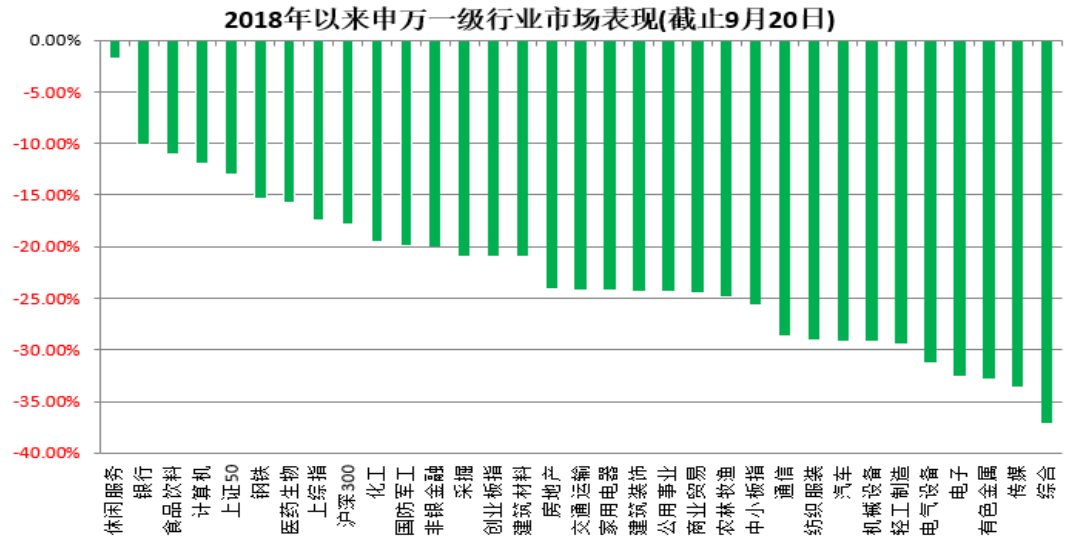
- **8 月份宏观经济、金融数据没有明显反弹，短期央行频频“放水”以刺激经济**。8 月份宏观经济、金融数据披露后显示没有出现明显的反弹，经济增速下行压力依旧较大，这与管理层定调的政策底刺激经济不符合，再加上国际贸易事件扰动再次升级，并且短期地方债发行量和逆回购到期金额较大，届时释放流动性对冲，如 9 月 18 日央行开展 1500 亿元 7 天逆回购、500 亿元 14 天逆回购，无逆回购到期，实现净投放 2000 亿元，而 17 日开展 2650 亿元 1 年期 MLF 操作，7 天累计净投放达 7950 亿元，短期市场资金利率继续下行，而针对 9 月底美国加息预期，央行进一步降准的概率较大，此举短期利好 A 股。

市场表现因素。

- **基差指标显示期指开始升水，说明主力资金看好未来股市上涨**。这次上综指大幅上涨的启动日期是 9 月 18 日，截至 21 日期指交割时三大期指的基差指标大幅走强，如 IF、IH、IC 基差指标分别为 20.53、24.47、2.68，比 20 日分别变动了 18.76、14.88、7.17，并且按我们基差指标的计算规则期指交割基差指标重点关注的是 10 月份合约，并且我们单独观察发现远月合约的基差走强力度非常大，在股指期货依旧交易受限的情况下期货从之前持续贴水到大幅升水，说明主力资金非常看好未来股市上涨。
- **中期维持的量增价跌关系已被打破，后续将形成新的多空平衡后，以价增量涨的关系出现**。17–25 日 IF、IH、IC 总持仓量分别变化–5013 张、–1395 张、–2957 张，对应期指均大幅上涨，图中也看出持仓量中期上涨趋势已经改变，中期持仓量和期价的量增价跌关系已经被打破，后续将会达到新的多空博弈平衡关系，价增量涨趋势将占主导。
- **上综指 K 线结构看，指数价格已经上涨突破中期下跌趋势线**。从图 1.1 的上综指 K 线结构我们可以看出最近一周连续放量大涨已经突破中期下跌趋势线，上涨空间已经打开，股市底已经成立，从双重底结构来看目前已经临近颈线，原则上短期将会小幅回调后再次上涨，四季度第一目标位我们看高到 3220 点附近，原因在于该点的下方区域均为 A 股纳入 MSCI 获准国内主力机构进场抄底的成本线区域，在估值错杀修复的带动下将会成为反弹第一目标位。

从行业市场表现上来看，所有行业指数都下跌。从图 1.2 中我们发现领跌的行业主要是综合、传媒、有色金属、电子、电气设备，涨幅分别为–37.07%、–33.54%、–32.81%、–32.53%、–31.19%，从重要指数表现来看，上综指、沪深 300 指、中小板指、创业板指、上证 50 指涨幅分别为–17.47%、–17.88%、–25.65%、–20.83%、–13.04%。

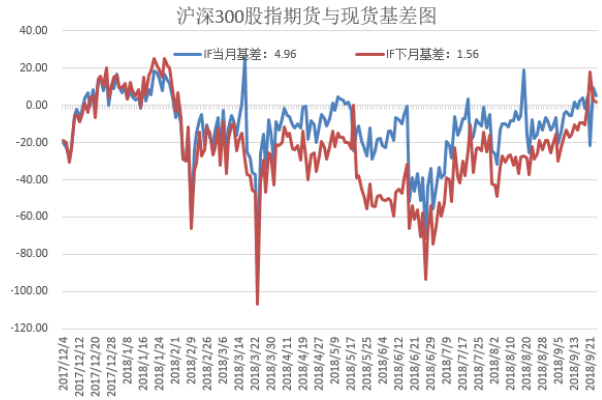
图 1.2: 2018 年以来申万一级行业市场表现(截止 9 月 20 日)



数据来源：wind 南华研究

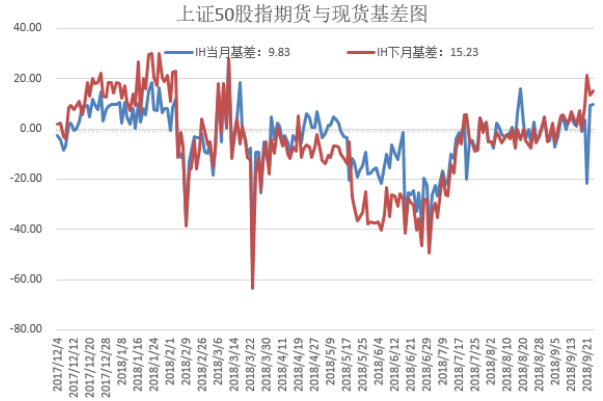
1.2. 期指套期保值和跨期套利机会

图 1.2.1：沪深 300 股指期货与现货基差图



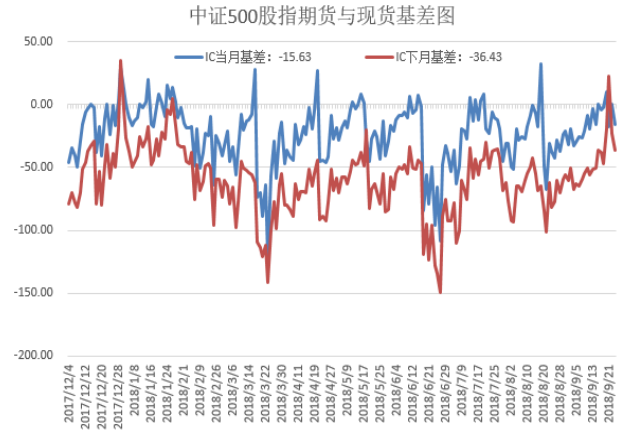
资料来源： wind 南华研究

图 1.2.2：上证 50 股指期货与现货基差图



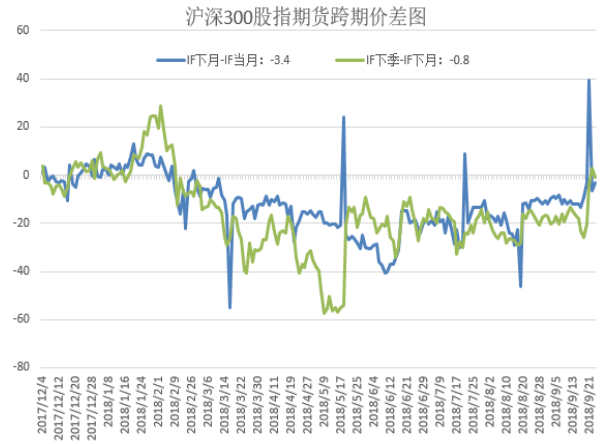
资料来源： wind 南华研究

图 1.2.3：中证 500 股指期货与现货基差图



资料来源： wind 南华研究

图 1.2.4：沪深 300 股指期货跨月价差图

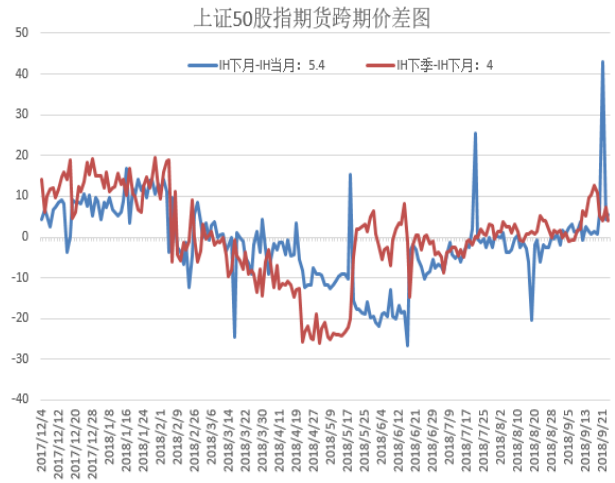


资料来源： wind 南华研究

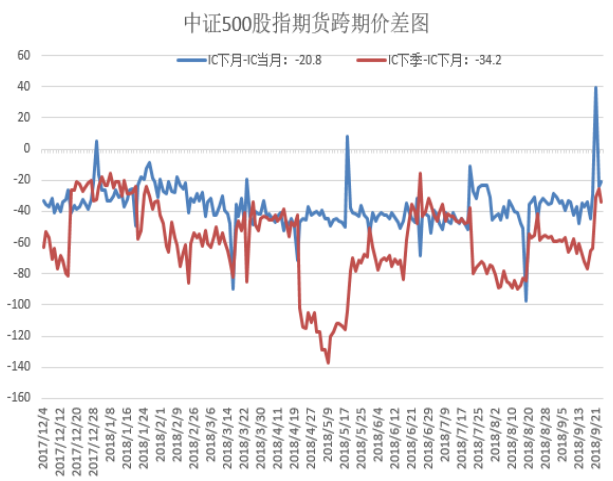
图 1.2.5：上证 50 股指期货跨月价差图

图 1.2.6：中证 500 股指期货跨月价差图

请务必阅读正文之后的免责条款部分



资料来源： wind 南华研究



资料来源： wind 南华研究

第2章 政策底后经济增速下行压力依旧较大

2.1. 政策底已现

2018 年以来 A 股下跌的核心原因是国内降杠杆导致的流动性紧缺，引发的股市系统性风险。2018 年以来中国降杠杆力度加强，宏观数据体现在紧货币紧信用双管齐下达到历史之最，企业信用风险频频出现，延伸到了部分上市公司还出现企业债券违约、企业债发债“流产”现象，可想而知哪些非上市的中小企业的现金流更是紧缺，从股票市场上频频出现机构投资者“踩雷”现象，再加上大股东股权质押风险显现，所以出现了即使股市继续估值走低，没有足够的流动性也难以支撑股市上涨，市场投资情绪继续悲观。从股票市场来看最直接导致股市“缺水”的原因莫过于资管新规迟迟没有落地，按照之前的文件指引导致 2018 年基金清盘数量大于基金发行数量以及银行理财产品规模大幅缩减。根据 6 月初银保监会发布的今年 1–4 月信托业发展状况显示：a) 通道类信托业务规模大幅缩减，截至 2018 年 4 月末，全行业信托资产余额 25.41 万亿元，比年初减少 8334.59 亿元，降幅 3.18%;同比增速比年初下降 16.09 个百分点。其中，事务管理类信托资产余额 14.97 万亿元，比年初减少 6719.65 亿元，同比增速比年初大幅下降 28.7 个百分点；b) 银信类业务降幅明显，多层嵌套规模大幅下降，银信类业务实收信托余额 11.66 万亿元，比年初减少 5619.08 亿元，降幅 4.6%;同比增速比年初下降 21.25 个百分点。银行表内资金和理财资金利用信托通道嵌套投资其他资管产品规模合计减少超过 2200 亿元；c) 信托贷款出现负增长，信托贷款余额 8.39 万亿元，比年初减少 111.07 亿元，比去年同期少增 8478.41 亿元;同比增速连续 7 个月下滑，比年初大幅下降 16.33 个百分点。各类资管产品利用信托通道发放贷款余额比年初减少 1182 亿元，投向地方政府融资平台和金融业的信托贷款规模合计比年初减少 1552.54 亿元。可见在整治信托业市场乱象的过程中，必定降低场外资金流入股市的资金量，再加上由于近期部分上市公司出现了企业债违约或发行失败的现象，也导致机构投资者对目前 A 股投资的确定性难以把握，从而引发 A 股的系统性下跌。

市场情绪方面，主要体现在中国经济短周期回落预期和国际贸易形势持续加剧。最近一次中国的经济短周期从 2016 年 1 月开始启动，用以刻画该周期的宏观经济指标——工业增加值累计同比增速开始震荡上涨，随后全世界主要经济体也都迎来了同步增长的经济短周期，而国内借此利用消费和出口大幅向好的机会促进国内经济结构性改革。中国的经济短周期一般历史三年，从 2016–2017 年一直保持向上趋势，所以步入 2018 年初虽然中国经济持续维持强韧性，但投资者的预期却没有因为当时的经济强韧性而保持乐观态度，随着后续宏观经济的披露，投资者的市场情绪也提前反应了经济增速回落的预期。国际贸易形势的持续加剧主要体现在中美贸易摩擦方面，特朗普政府对中国输美产品增加关税的产品额度从 340 亿美元升级到 500 亿美元，并且还有可能不断上升，如当前正在发酵的新增 2000 亿美元、2670 亿美元，而中国也在此期间给与一定的反制，虽然此举没有给中国经济带来较大的影响，但是此举就给中国利用出口拉动经济增长的不确定性大幅上升，而投资者的市场情绪则降至冰点。

政策底拐点，稳经济将代替降杠杆成为 2018 年下半年的政府工作重点。7 月 31 日中央政治经济会议的召开成为政策拐点的象征性事件。中央政治局经济会议定调下半年经济，要保持经济社会大局稳定。会议强调下半年经济工作重点：第一，保持经济平稳健康发展，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性；第二，把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度，增强创新力、发展新动能，打通去产能的制度梗阻，降低企业成本；第三，把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机；第四，推进改革开放，继续研究推出一批管用见效的重

大改革举措；第五，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨；第六，做好民生保障和社会稳定工作，把稳定就业放在更加突出位置，确保工资、教育、社保等基本民生支出，强化深度贫困地区脱贫攻坚工作，做实做细做深社会稳定工作。

为什么说 7 月 31 日召开的中央政治局经济会议是政策底拐点的标志？我们做此判断主要是根据管理层政策实施重点转移而考虑的，在此会议之前(2016–2018 年上半年)管理层一直以去杠杆、化解重大金融风险为目标，收紧货币收紧放贷，而此会议之后则有意释放流动性，疏导资金从虚拟经济转向实体经济，刺激经济增长，具体表现在：a) 7 月 19 日两个分别来自央行和银保监会的消息，透露管理层将进一步宽松的信号：1) 21 世纪经济报道称，网传央行近日窗口指导银行，将额外给予 MLF 资金，用于支持贷款投放和信用债投资，对于贷款投放，要求较月初报送贷款额度外的多增部分按 1：1 给予 MLF 资金，多增部分为普通贷款，不鼓励票据和同业借款不鼓励，对于信用债投资，AA+及以上评级按 1:1 比例给予 MLF，AA+以下评级按 1:2 给予 MLF 资金，要求必须为产业类，金融债不符合；2) 银保监会近日也召集多家银行，就做好民营企业和小微企业融资服务举行座谈会，要求大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。帮扶有发展前景的困难企业。要分类施策，为发展暂时遇到困难的企业“雪中送炭”，谋求双赢，坚决摒弃“一刀切”的简单做法；b) 8 月 3 日金融委第二次会议重点研究进一步疏通货币政策传导机制、增强服务实体经济能力的问题，特别是未提去杠杆，说明去杠杆已经获得一定成果或者已经不是目前最为重要的工作任务；c）8 月 9 日国家发改委、人民银行、财政部、银保监会、国资委等五部委联合印发《2018 年降低企业杠杆率工作要点》，明确提出多项举措，推动企业降低杠杆率，其中直接与资本市场相关的莫过于其中提出的“资本市场将从多个环节提供支持，对降杠杆及市场化债转股所涉的 IPO、定向增发、可转债、重大资产重组等资本市场操作，在坚持市场“三公”原则前提下，提供适当监管政策支持”，从而确定了刺激经济和降杠杆同步进行。

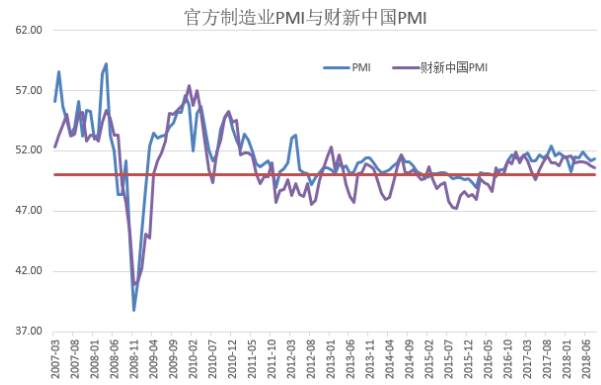
政策底基本确定后，宽货币宽信用就有所显现。7 月 M2 货币供应当月同比为 8.5%，预期是 8.2%，比 6 月份的 8%略微上升了 0.5 个百分点，为 5 个月以来新高，M1 当月同比增速为 5.10%，比 6 月份的 6.60%回落了 1.5 个百分点，M1–M2 为–3.40，比 6 月份的–1.40 回落了 2 个百分点，说明 7 月底的中央政治经济会议定调的宽货币以来，货币投资较大程度进入了实体经济，否则 M1–M2 应该上升才对；7 月社会融资规模 1.04 万亿元，当月同比增速为–10.65%，比 6 月份的–27.26%上升了 16.61 个百分点，7 月新增人民币贷款 1.29 万亿元，当月同比增速为 40.96%，比 6 月份的 15.98%上升了 24.98 个百分点，7 月社会融资规模累计同比为–14.76%，比 6 月份的–15.18%回升了 0.42 个百分点，说明宽信用开始出现，新的货币周期有可能开始启动上升阶段。

2.2. “类滞涨”初现，经济增速下行压力依旧较大

8 月宏观经济景气指标继续回落，显示国内经济下行压力依旧较大。8 月官方制造业为 PMI 51.3，比 7 月上升 0.1 个百分点，预期是 51，非制造业 PMI 54.2，比 7 月上升 0.2 个百分点，市场预期是 53.8；财新制造业 PMI 为 50.6，比 7 月份的 50.8 回调 0.2 个百分点，为 14 个月以来新低；财新服务业 PMI 51.5，比 7 月份的 52.8 回落了 1.3 个百分点，为 10 个月新低，预期 52.6。两者结合发现官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI 再次背离，回顾两者历史走势，在某些月份出现背离是常见现象，但是不改其趋势走势，从目前两者的趋势下跌来看，虽然官方制造业 PMI 超市场预期略微反弹，但是继续维持偏弱的可能性较大。从官方 PMI 分项数据来看，主要原材料购进价格、出厂价格、在手订单分别为 58.7、54.30、46.70，比上月分别上升了 4.4%、3.8%、1.0%，而跌幅最大的分别为进口、出口、原材料库存，PMI 指数分别为 49.10、49.40、48.70，较 7 月分别回落了 0.5%、0.4%、0.2%，说明

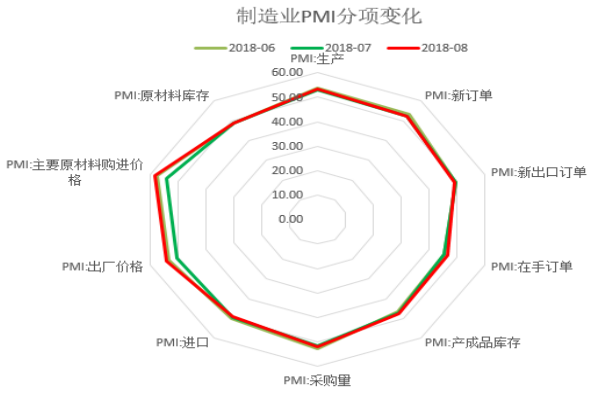
国际贸易严峻依旧对进出口有一定负面影响，宽信用和积极财政政策的效果尚不明显，成本抬高需求减弱，经济有“类滞涨”现象，经济增速依旧偏弱。

图 2.1.1 官方制造业 PMI 与财新中国 PMI 走势



资料来源： wind 南华研究

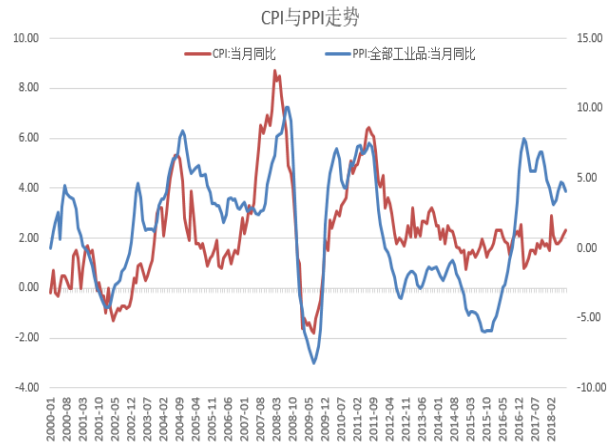
图 2.2.2 制造业 PMI 分项变化



资料来源： wind 南华研究

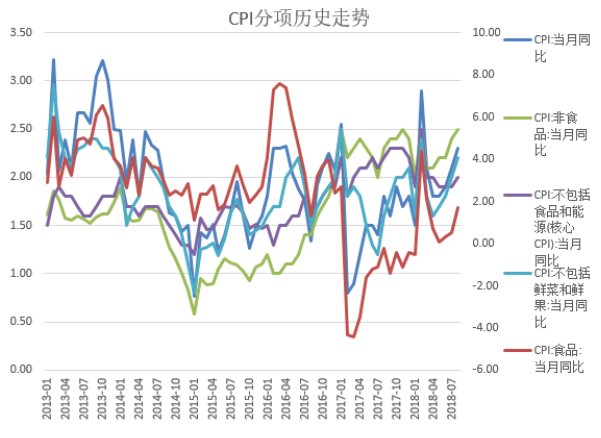
8 月 CPI 续涨，结合经济景气指数继续回落，反应中国经济“类滞涨”现象。8 月 CPI 同比 2.3%，预期 2.1%，前值 2.1%，环比 0.7%，前值 0.3%，从其分项 CPI 来看，食品类 CPI 当月同比增速为 1.7%，较 7 月份上涨了 1.2 个百分点，非食品类为 2.50%，较 7 月份仅上升了 0.1 个百分点，可见整体 CPI 上升主要是由于食品价格上涨拉动，核心 CPI 当月同比增速为 2.0%，较 7 月份上升了 0.1 个百分点；8 月 PPI 同比 4.1%，预期 4%，前值 4.6%，PPI 环比 0.4%，前值 0.1%。结合 8 月份公布的官方 PMI 和财新 PMI 数据可以看出，整体 8 月份宏观经济景气指数普遍走低，国内虽然出台刺激经济增长，但是效果没有反应在宏观经济数据层面，而 CPI 此时继续上涨，体现出目前中国经济出现一定的“类滞涨”现象，虽然目前的 CPI 相对于历史波峰值没有构成明显通胀，但若通胀继续上升必然会影响到管理层释放货币流动性的力度，并且滞涨也是经济衰退的迹象，目前依旧期待的是管理层加大经济刺激力度。

图 2.2.3 CPI 与 PPI 走势



资料来源： wind 南华研究

图 2.2.4 CPI 分项历史走势

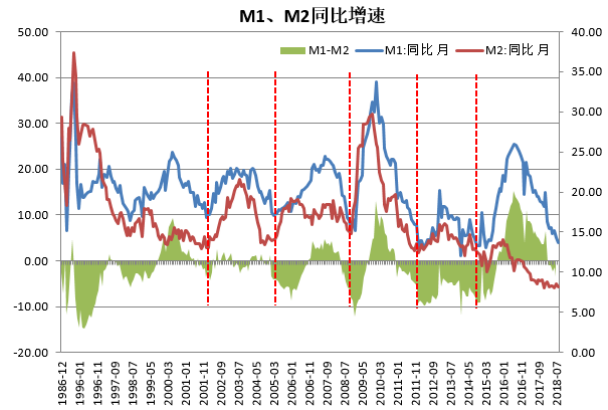


资料来源： wind 南华研究

供需方面看当前经济增速下行压力依旧非常大

8 月货币投放增速再次减弱，但社融规模环比增加。中国 8 月 M0、M1、M2 货币供应同比增速分别为 3.3%、3.9%、8.2%，分别比 7 月下降百分比为 0.3、1.2、0.3，并且均比市场预低，说明 8 月份央行并没有过多的增加货币投放，或者说银行体系内的货币存款增速继续下降，并且从金融机构项目的新增人民币贷款为 12800 亿人民币，低于市场预期的 14000 亿人民币，比 7 月份下降了 1700 亿人民币，但是当月同比增速为 17.43%，比 7 月份的 75.65%大幅下滑，但依旧维持较高增速。社会融资规模方面，8 月社会融资规模 1.52 万亿元人民币，预期 13000 亿元，前值 10415 亿元，同比增速为–2.41%，比 7 月份同比增速的–10.65%继续大幅上升，而折算成社会融资规模累计同比方面，8 月份为–13.40%，比 7 月份回升了 1.36 个百分点，说明宽信用周期开始迎来新的上升周期，而 8 月末社会融资规模存量为 188.8 万亿元，同比增长 10.1%，比 7 月份的 10.3%继续回落了 0.2 个百分点，说明实体经济从金融体系获得的资金余额继续上升，宽信用显现，但是比市场预期有所下降，这或许就是稳经济和去杠杆同步进行的慢节奏。

图 2.2.5 M1、M2 同比增速走势



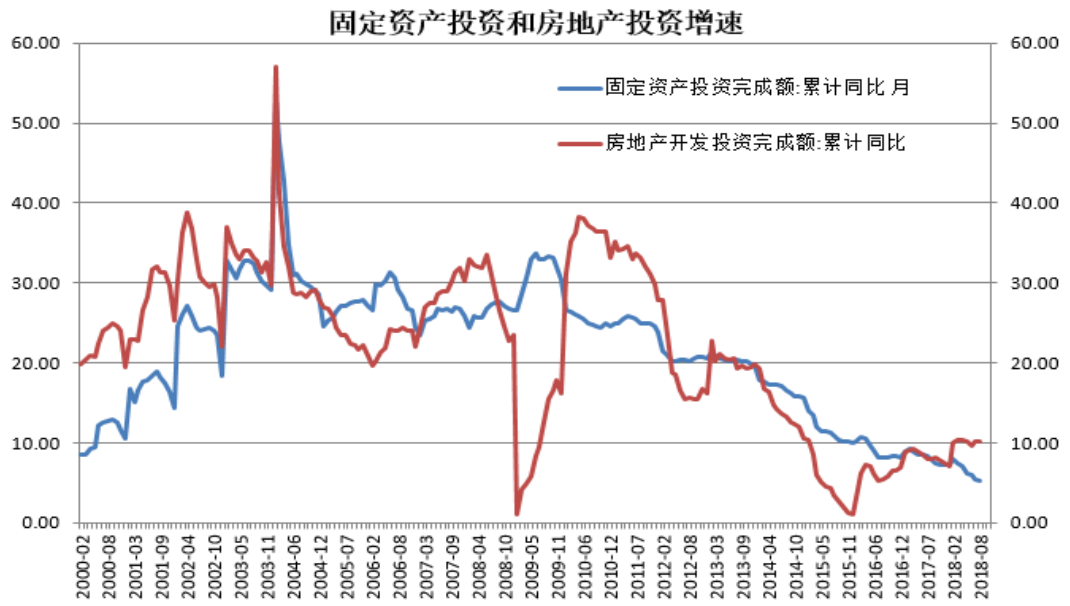
资料来源： wind 南华研究

图 2.2.6 社会融资规模累计同比

资料来源： wind 南华研究

整体固定资产投资增速继续下降，但房地产投资增速维持高位。1–8 月房地产开发投资同比增长 10.1%，比 1–7 月同比增长 10.2%回落 0.1 个百分点，1–8 月房屋新开工面积 13.33 亿平方米，同比增长 15.9%，比 1–7 月同比增长 14.4%回落了 1.5 个百分点，1–8 月固定资产投资完成额同比增速为 5.3%，比 7 月份的 5.5%回落了 0.2 个百分点，继续创历史新低。

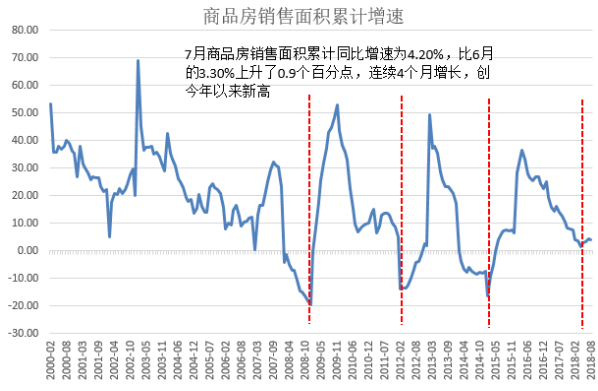
图 2.2.7：固定资产投资和房地产投资增速



数据来源：wind 南华期货

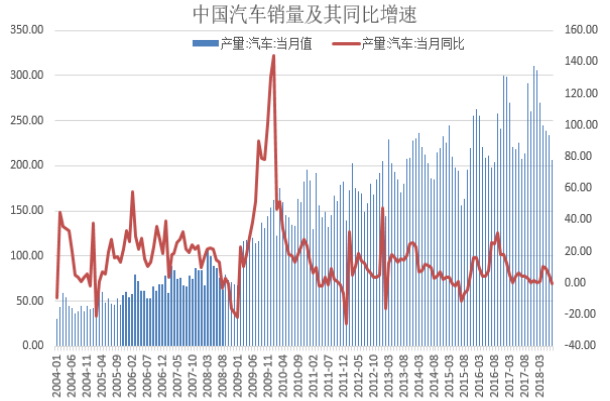
下游需求方面，房地产销售面积增速维持偏弱，房价稳中有涨。8 月商品房销售面积累计同比增速为 4.0%，比 1–7 月份同比增速的 4.2%回落了 0.2 个百分点，从最近三个销售面积周期(大约 3 年一个周期)来看时间已经足够了，但是回落空间还不够，不排除该销售周期还有下降的可能。据统计局初步测算，8 月份的 4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月略微扩大 0.1 个百分点；同比上涨 0.9%，涨幅比去年同月回落 4.1 个百分点；1–8 月平均，同比下降 0.1%，而去年同期为上涨 14.6%。35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 2.0%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点；同比上涨 8.3%，涨幅比去年同月回落 1.0 个百分点，由此可见在目前稳经济为主导的前提下，投机客按历史经验嗅到了资金的动向，部分资金还是进入到炒作房子的领域里面。汽车方面，8 月份汽车产量 203.2 万辆，比 7 月份减少了 3.2 万辆，当月同比增速为–4.40%，比 7 月份的–0.5%继续回落了 3.9 个百分点，均维持在下降趋势当中。

图 2.2.8 商品房销售面积累计同比增速



资料来源： wind 南华研究

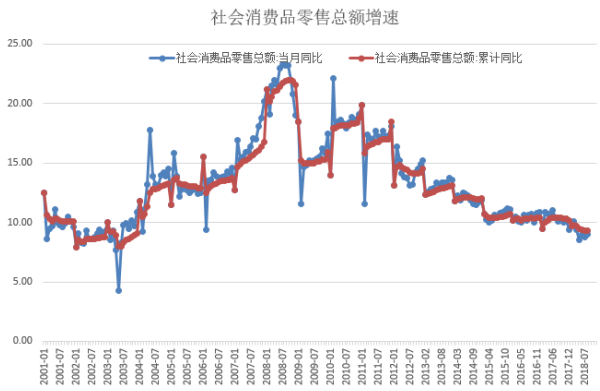
图 2.2.9 中国汽车产量及其同比增速



资料来源： wind 南华研究

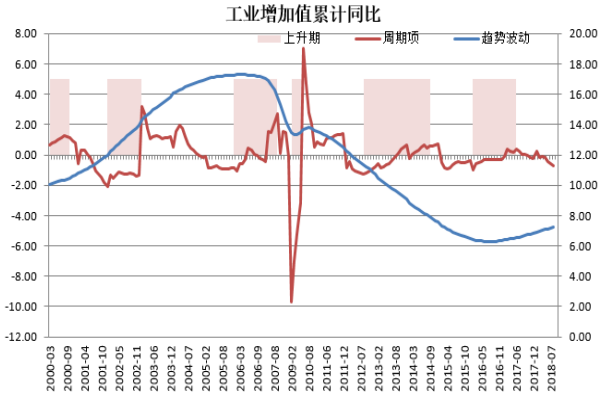
从消费角度来看，8 月社会消费品零售总额增速、工业增加值累计同比增速均略微反弹，但依旧维持在下降趋势。8 月社会消费品零售总额同比 9%，预期 8.8%，前值 8.8%，1–8 月社会消费品零售总额同比 9.3%，预期 9.3%，前值 9.3%，说明短期消费增速略微反弹。8 月规模以上工业增加值同比 6.1%，比 7 月份的 6%上升了 0.1 个百分点，但 1–8 月规模以上工业增加值同比 6.5%，比 7 月份的 6.6%回落 0.1 个百分点，说明 8 月份国内经济增速将有所反弹但其反弹的力度较小，这里需要提及的是，从工业内部来看高技术产业、战略性新兴产业和装备制造业都保持比较快的增长，1–8 月份高技术产业增长超过了 10%，后两者均为 8.8%，明显快于全部规模以上工业增加值的增速，说明国内经济转型正在加速进行。根据我们目前并没有完全步入后工业化时代阶段，以工业增加值来刻画经济短周期依旧有效，为此我们通过 HP 滤波出周期项和趋势项，如图。可见本次经济短周期(一般历时 3 年)从 2016 年 1 月启动上升期以来，目前已经步入下降期尾声，随着管理层刺激经济，预计明年初将会启动新一轮的经济短周期，并且从趋势项来看，目前依旧维持上升趋势，说明本次短周期调整的幅度不会太大，亮点可能就在于创新经济的崛起。

图 2.2.10 社会消费品零售总额



资料来源： wind 南华研究

图 2.2.11 工业增加值累计同比



资料来源： wind 南华研究

综述：8 月宏观经济、金融数据没有明显反弹迹象，不及政策底刺激的市场预期，并且反应当前经济增速继续向下的压力依旧较大，再叠加国际贸易的外部扰动事件可能会不断升级，应该重点关注管理层为增加稳经济而出台的政策措施，因为从中长期来看，影响股市的核心因素依旧是围绕经济是否稳住向好，也就是稳经济为重点的经济刺激政策实施效果能否反应到宏观经济数据层面，但若宏观经济数据没有出现明显反弹迹象，股市就难言反转，将以宽幅震荡磨底为主。

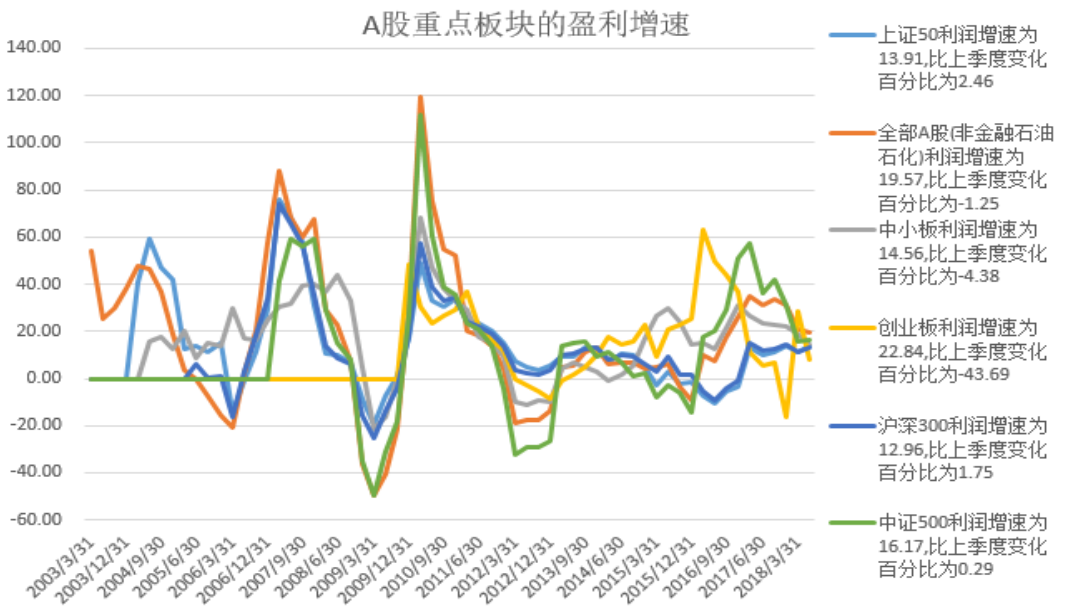
第3章　行业配置：先周期后创新

3.1. A 股估值较低，政策风刚吹起

通过第二章的宏观经济分析可以知道当前我们正处于宏观政策转型期(即从防守型宏观政策向主动刺激型过渡)，政策底已经非常明确，并且从股市的表现来看虽然持续走弱，但是其下跌的幅度明显减弱，股市底正在酝酿当中。从经济周期的角度来看，2016 年 1 月开始启动经济短周期上行，此以 3 年为一周期，其再次启动上升期预估在 2019 年初，并且从现在三季度已经开始转向政策刺激经济可以看出，明年初再次启动经济短周期上行的概率非常大，股市也将开始回暖。则按照此逻辑，在进行股票资产配置的时候就需要诊断未来可能将要领涨的板块或题材，其把握主线就在于寻找当前估值较低和未来成长性较大的标的。

针对当前的上市公司基本面数据中影响最大的就是 2018 年二季度报告的企业盈利质量。我们针对 A 股重点板块进行统计分析，如图 3.1.1 所示。首先从图中我们可以整体发现除了创业板，其他板块的净利润同比增速依旧处于该盈利周期的下降阶段，而创业板处于新的盈利周期上升阶段，但是从 2018 年中报的结构性板块净利润增速可以看出，整体盈利最好的依旧是蓝筹板块，比如上证 50 和沪深 300 指数成分。2018 年上市公司中期业绩报告显示，上证 50、沪深 300 净利润增速分别为 13.91%、12.96%，分别比一季度上升了 2.46 个百分点、1.75 个百分点，创业板、中小板净利润回调幅度较大，中报业绩增速分别为 22.84%、14.56%，比一季度分别回落幅度达 43.69 个百分点、4.38 个百分点，而 2018 年中报中全部 A 股(扣除金融、石油石化)的净利润同比增速为 19.57%，比 1 季度回落的幅度仅为 1.25 个百分点，中证 500 指数成份股的净利润同比增速为 16.17%，比 1 季度小幅上升了 0.29 个百分点，可见整个市场的净利润增速往大盘蓝筹、行业龙头上市公司靠拢，小盘股或者行业占有率相对小的企业盈利增速依旧没有明显上升，但是从绝对值增速上来看，目前我国上市公司盈利增速依旧较高，说明当前中国经济依旧较好。

图 3.1.1：全 A 股(除金融、石油石化)的股权风险溢价模型



数据来源：wind 南华研究

A 股国家化进出加速，机构投资者占优的背景下将导致价值投资盛行，企业盈利质量好将最重要。根据杜邦分析可知企业净利润增速上升只是企业盈利质量好的一个方面，其综合体现在 ROE，而拆解 ROE 可以分解为净利率、资产周转率和资产负债率，2018 年中报 A 股不同板块的 ROE 如表 3.1.1 所示。

表 3.1.1：A 股重点板块盈利质量分析

	净利润同比增速(2018Q2)	净利润同比增速(2018Q1)	净利率(TTM)	资产周转率	资产负债率	ROE(TTM)
全部 A 股	14.07%	13.39%	9.33%	17.96%	83.90%	10.41%
全部 A 股(非金融石油石化)	19.57%	20.82%	6.50%	56.96%	61.78%	9.69%
中小企业板	14.56%	18.94%	7.51%	52.88%	58.10%	9.47%
创业板	8.08%	28.40%	7.40%	49.01%	41.25%	6.17%
创业板(删除温氏股份)	10.23%	31.10%	7.22%	47.66%	41.43%	5.87%
创业板(删除温氏乐视)	13.15%	33.75%	8.88%	49.28%	40.99%	7.42%
沪深 300	12.96%	11.21%	11.23%	12.93%	87.31%	11.44%
上证 50	13.91%	11.45%	11.54%	11.35%	88.85%	11.74%
中证 500	16.17%	15.88%	6.20%	54.34%	60.79%	8.59%
中小板指	19.19%	14.13%	9.75%	41.68%	67.93%	12.67%
创业板指	8.22%	33.80%	6.97%	46.76%	45.80%	6.02%
创业板 50	22.84%	66.53%	5.04%	41.32%	47.37%	3.96%
万得全 A(除金融、石油石化)	19.59%	20.89%	6.53%	56.94%	61.82%	9.74%

数据来源：wind 南华研究

由表 3.1.1 中我们可以看到，截至 2018 年 2 季度，全部 A 股的 ROE(TTM)为 10.41%，哪怕扣除金融石油石化后的全部 A 股，其 ROE(TTM)也有 9.74%，盈利质量大于该市场整体值的分别为沪深 300、上证 50、中小板指，它们的 ROE(TTM)分别为 11.44%、11.74%、12.67%，而盈利质量 ROE(TTM)最差的是创业板，其中创业板 50 成份股组成的板块 ROE(TTM)仅有 3.96%，创业板指数成份股组成的板块 ROE(TTM)则有 6.02%，出现这明显差距的原因在于两个板块成份股组成重点不同，创业板 50 主要侧重于创新经济的高科技成份股，而创业板指数除此之外还包括医药创新、传媒娱乐等消费类股票，而目前国内消费在推动经济增长所占的比重已经连续 4 年超过 50%，而科技创新在中国所占的比重依旧较低，消费类股票的盈利质量明显超过科技股就是理所当然的事情了，但是从长远的角度来看，十九大以后一直强调科技创新，经济结构调整也是重点在传统经济往创新经济转型，所以创新经济类股票应该关注的重点在于其资产负债率和净利率的未来提升。

结合资产负债率和经济周期的不同阶段，判别市场投资风格轮换。由表 3.1.1 我们可以看出目前目前我国蓝筹板块的资产负债率较高，比如上证 50、沪深 300 在 2018Q2 资产负债率就达到了 88.85%、87.31%(当然这与银行板块的高负债率息息相关，也与中国的国情有关，即国企蓝筹股获得资金能力

很强，负债较高并且部分企业无形中有政府担保)，而创业板、中小板的资产负债率就低很多，比如整体创业板、中小板在 2018Q2 资产负债率分别为 41.25%、58.10%，特别是扣除了温氏股份和乐视网的创业板资产负债率只有 40.99%，所以我们可以得出一个结论，当经济周期向上时，企业盈利不断恢复，目前国内的蓝筹股企业为股东创造的利润率是最强的，因为其杠杆率(资产负债率)非常高，哪怕在相同盈利空间的经济环境下因为其杠杆率高则给股东创造利润所需要的成本最低，相反负债率较低的中小创因为低杠杆的原因为创造更多的利润则股东需要投入的成本更高，而当经济周期到了中后期，因为高利率的原因导致资产负债率高的企业需要偿还更多的利息而导致企业运营成本大幅上升，此时资产负债率底的中小创则盈利能力更值得投资者青睐，这就体现出国内为何大牛市来临的过程都是蓝筹股先大涨最后才发展到小盘股概念股大涨，当然了若是经济下行或者管理层收紧货币时则对所有股票都是利空。所以以目前的政策底角度来判断，为了稳经济管理层已经开始释放流动性刺激经济，则目前最适合重点配置的行业板块是蓝筹股，当经济企稳市场利率已经上升到高位，中小创的盈利空间才会被打开，这也符合目前管理层先稳经济最后发展经济的思路(稳经济即刺激已有的周期性经济，如基建，发展经济就是继续经济结构性调整，大力发展创新经济，推动产业升级)。

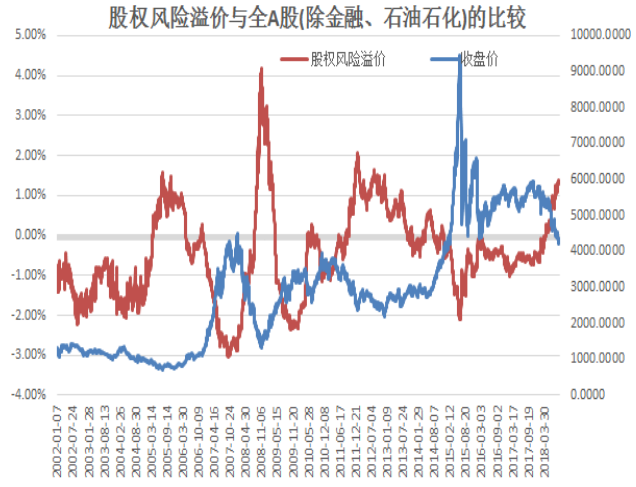
A 股当前整体估值便宜，股市投资回报率已经达到历史安全边际。股权投资回报率其实就是股权市盈率的倒数，说明投资得到的收益率回报，然后将其与无风险利率进行比较，就是股权风险溢价，我们这里取的无风险利率以 10 年期国债到期收益率为准，股权风险溢价模型具有明显的回归性，研究对比历史能更好的把握价值投资边界的时点区域，如图 3.1.2 所示。截至 9 月 14 日，万得全 A(除金融、石油石化)投资回报率为 5.0%，此时 10 年期国债到期收益率为 3.64%，则对应的股权风险溢价为 1.37%，说明目前投资股市得到的回报率明显大于投资无风险债券所获得的收益，从理性投资收益的角度来看，股权投资更优。 回顾 2005 年中、2009 年初、2012 年底全 A 股(除金融、石油石化)的股权投资率都接近或超过 5.0%，说明当前 A 股的投资价值与历史临界值相当，并且回顾这几次都恰好是经济短周期触底回升之际，而 2016 年初也恰逢经济短周期回升时，而该模型的股权风险溢价却震荡上升，原因在于 2015 年杠杆牛市由于市场投资情绪高涨人为的降低了股权投资风险，随后中国一直处于去杠杆的过程中，估值很高的中小创股票估值持续被打压，2018 年 7 月 31 日中央政治局经济会议的召开，奠定了 2018 年下半年之后以稳经济为主要任务，基于 2016 年 1 月以来启动的一轮历时约 3 年的经济短周期基本上已经可以宣布进入尾声，7、8 月宏观经济、金融数据虽然依旧没有明显反弹，但随后出现的国际贸易形式更加严峻从而导致管理层加大经济刺激力度，预计四季度中国宏观经济数据将有所好转，2019 年初再次开启新一轮经济短周期的概率非常大，因为此举无论从时间还是股市估值的角度都已经与历史相当吻合。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 3.1.2 全 A 股(除金融石油石化)投资回报率与国债收益率比较

资料来源： wind 南华研究

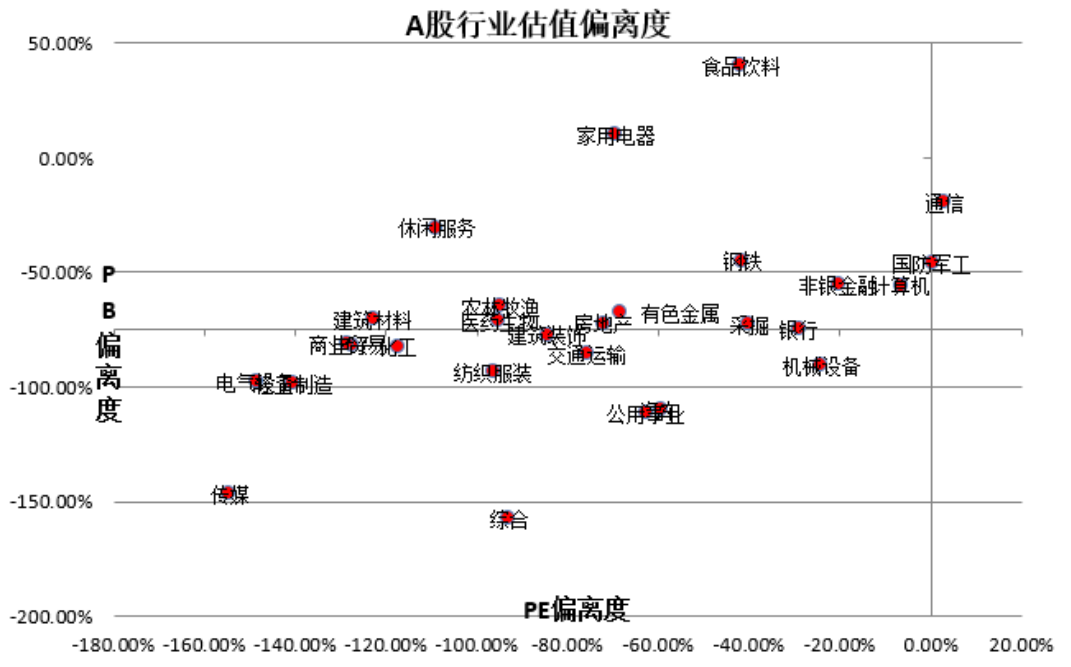
图 3.1.3 全 A 股(除金融石油石化)的股权风险溢价



资料来源： wind 南华研究

行业估值普遍处于历史低位。为了体现市盈率市净率当前偏离历史均值的程度并使得该偏离度在不同行业间具有可比性，我们计算了其偏离度进行比较，即取当前值与历史均值之差，并取该差值与标准差的比值，然后将不同行业当前的 PE、PB 偏离度以散点形式标于坐标系中，如图 3.1.4 所示，可见截至 9 月 14 日几乎所有行业估值偏离度都在第三象限，比如传媒、电气设备、轻工制造等行业的估值偏离度最低，说明 A 股整体行业估值相对历史所处位置较低，哪怕目前持续被市场公认的白马股集中营的食品饮料、家用电器等行业，其估值也相对历史处于低位区域。

图 3.1.4 A 股行业估值偏离度大部分在第三象限



资料来源：wind 南华研究

3.2. 经济复苏为主线，寻找行业配置重点

新一轮经济短周期即将开启，与 2013 年类似。2011-2012 年中国处于流动性紧缩周期，股市单边下跌，2012 年底为了应对经济增速持续低迷，国家通过增加基建投资以刺激经济增长，M1、M2 同比上升，社会融资规模也开始大幅上升，从而引起了 2000 年以来第四次库存周期上升，周期股迎来一次 2 个月的盛宴，随后 2013 年年中国家收紧货币，使得 M1、M2 增速再次大幅回落，触发一次系统性的流动性风险，A 股再次引发系统性风险，但是此系统性风险仅仅局限于周期类股票，而创新经济在国家进行产业结构性调整过程中得到快速发展，中小创股票持续上涨。在第二章节中我们已经从宏观经济和政策角度进行分析了当前属于新一轮经济周期即将启动前的政策底，无论从周期运行时间还是股市估值底部区域来判断都符合，而结合历史经济短周期的刺激方式，我们认为下一轮经济短周期启动方式以及运行逻辑与 2013 年的非常相似，都是以政府加杠杆刺激经济增长的方式引起，但其不同的在于 2013 年中国处于通缩阶段，资产价格(主要体现在商品期货)价格持续下跌，所以导致上游企业盈利质量较差，反而是公共事业方面的企业盈利非常好并且估值很低，比如电力行业，目前 2018 年底即将引起的经济短周期中与此刚好相反，2016 年以来供给侧改革使得上游资源类企业盈利质量大幅抬升，经营环境也转而大幅向好，经济再次向好时必定促使该类企业资产周转率大幅上升，企业盈利质量更上一层楼。稳经济最终将转向发展经济，促使中国经济结构转型，产业升级太高创新经济的科技含量和国际竞争力，所以在 2019 年的创新经济发展以及投资机会预计也与 2013 年类似。

周期类板块，稳经济触发逻辑是估值错杀修复和经济复苏而导致的企业盈利质量复苏。2018 年以来 A 股持续下跌的核心原因是国家实行紧货币紧信用的力度非常强硬，以至部分上市公司出现了现金流紧缺的现象，更别提非上市的小型企业承受的资金压力有多大了，管理层实行的降杠杆从之前预想的挤泡沫到已经影响了实体经济的发展，说明降杠杆已经取得了很大阶段性成果，但是从股市层面来讲，企业流动性紧缺和经济增速的小幅回落已经导致投资者信心步入冰点，股价“一落千丈”。7 月 31 日中央政治局经济会议的召开确定了宏观政策的转变，稳经济成为 2018 年下半年以后的工作重点，宽货币宽信用预计即将开启，但从刚披露不久的 7、8 月宏观经济、金融数据并没有出现政策底后应有的明显反弹，经济增速下行压力依旧较大，基础货币投放也没有明显放大，可喜的的一点是宽信用初现，并且随后出现了国际贸易形势急速升级，管理层加大释放流动性力度，预计 4 季度经济增速回暖的概率非常大。此时对于股市而言，股市上涨第一冲击波就是估值错杀修复的周期股，因为此类股票因为其所处行业地位较高，本来业绩就非常好，但由于市场悲观情绪持续蔓延，主力资金被迫减持而导致股价非理性下挫，若宏观经济环境预期向好或者投资情绪大增时，该类股票将会引领第一波反弹，比如采掘、有色金属、钢铁、建筑材料、机械设备、家用电器、房地产、汽车、银行，相比 2013 年第一波引领市场大幅反弹的板块却是公共事业类，比如受上游资源价格下跌明显收益的电力板块和加杠杆源头的银行板块。

表 3.2.1：周期类行业盈利质量

	净利润同比增速(2018Q2)	净利润同比增速(2018Q1)	净利率(TTM)	资产周转率	资产负债率	ROE(TTM)
采掘	35.37%	24.72%	5.08%	68.32%	47.26%	6.58%
化工	47.17%	23.69%	4.84%	106.31%	50.00%	10.28%
钢铁	128.22%	93.08%	7.88%	81.89%	60.51%	16.35%
有色金属	34.48%	56.81%	3.76%	90.97%	55.50%	7.68%
建筑材料	90.08%	182.58%	12.94%	62.25%	45.89%	14.89%
机械设备	13.37%	28.32%	7.07%	38.52%	63.16%	7.39%
汽车	4.81%	1.63%	5.34%	94.98%	58.82%	12.31%
家用电器	23.22%	24.51%	7.14%	94.07%	61.64%	17.51%
房地产	37.57%	39.89%	12.90%	20.42%	80.01%	13.18%
银行	6.49%	5.60%	36.58%	2.60%	92.46%	12.61%
非银金融	8.13%	14.25%	11.17%	13.52%	84.82%	9.94%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

数据来源：wind 南华研究

消费类板块的投资机会继续贯穿在稳经济和消费升级主题中。国内消费在推动经济增长所占的比重已经连续 4 年超过 50%，并且还有不断上升势头，究其原因主要是中国人口结构步入消费升级增长期，当前我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，即人们的生活消费需求更加侧重在质量提升方面，食品饮料、医药生物、家用电器、汽车等行业是人们日常消费品，特别是食品饮料和医药生物作为必需消费品对涨价的敏感性更高，在盈利质量提升方面，2018Q2 食品饮料、医药生物和家用电器行业归属母公司净利润同比增速分别为 31.87%、22.12%、23.22%，比 2018Q1 分别变化了 0.4%、-8.36%、-1.29%，依旧维持较高的盈利增速，2018Q2 的资产负债率分别为 33.05%、44.18%、61.64%，比 2018Q1 分别变化了 1.8%、1.54%、-0.18%，在降杠杆的大背景下食品饮料和医药生物依旧加杠杆，可见企业管理层对该行业的投资信心较高，ROE(TTM)分别为 18.04%、11.90%、17.51%，比 2018Q1 分别变化了 1.79%、0.54%、0.55%，企业盈利质量都有不同程度提升。从投资的时间点来看，我们认为该类板块将持续贯穿整个经济短周期的上升阶段，主要原因在于该类板块是非周期特性为主，主要受人口消费结构影响，此为长期趋势。

表 3.2.2：消费类类行业盈利质量

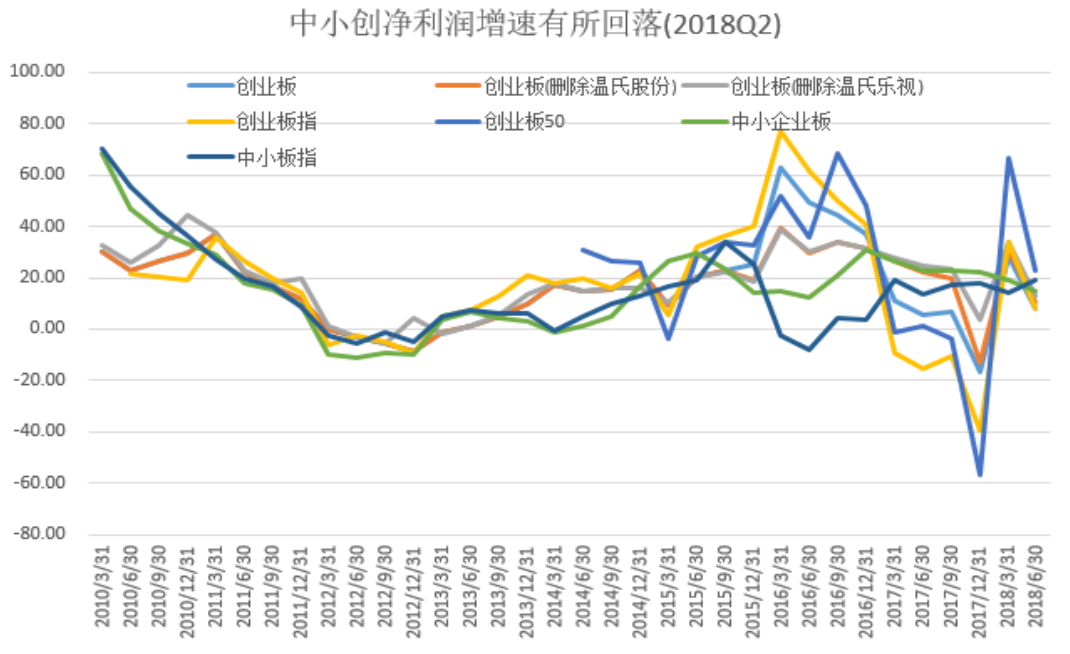
	净利润同比增速(2018Q2)	净利润同比增速(2018Q1)	净利率(TTM)	资产周转率	资产负债率	ROE(TTM)
家用电器	23.22%	24.51%	7.14%	94.07%	61.64%	17.51%
食品饮料	31.87%	30.83%	17.04%	70.90%	33.05%	18.04%
纺织服装	-0.23%	-3.09%	6.99%	60.63%	44.95%	7.70%
医药生物	22.12%	30.48%	9.52%	69.77%	44.18%	11.90%
房地产	37.57%	39.89%	12.90%	20.42%	80.01%	13.18%
商业贸易	52.59%	13.39%	3.23%	115.79%	54.45%	8.22%
汽车	4.81%	1.63%	5.34%	94.98%	58.82%	12.31%
轻工制造	11.97%	9.93%	7.78%	65.97%	50.43%	10.36%

数据来源：wind 南华研究

成长股的投资机会更倾向与 2013 年类似，盈利将驱动中小创的投资机会，但是大机会可能在步入 2019 年后。首先从政策面看，2018 年“两会”的政府报告中指出：“加快建设创新型国家”、“加强国家创新体系建设，加快创新成果转化应用”、“促进大众创业、万众创新上水平”，地方两会”中多省份提出传统产业向高端化、智能化、绿色化改造，新能源、新材料、先进制造、智能制造、人工制造、高度装备、节能环保等新兴产业领域出现的频率较高，而对于 IPO 发行方面，针对生物科技、云计算、人工智能、高端制造在内的 4 个行业中，如果有“独角兽”的企业并且符合相关规定者可以有限上市，不用排队(所谓“独角兽”企业一定是符合经济转型升级方向，具备技术优势的优质企业)。可见从政策上 2018 年政府将扶持创新经济，在加大投资力度的推动下预计今年中小创板块的盈利性将有进一步提高。从 2018Q1、2018Q2 中小创的净利润同比增速可以看出，如图 3.2.1 所示，已经改变了之前的盈利增速单边下跌局势，虽然二季度盈利增速有所回落，但不会对整个盈利趋势产生较大影响。2018Q2 创业板整体净利润同比增速为 8.08%，比 2018Q1 的 28.10 回落了 20.32 个百分点，扣除了温氏股份后的创业板整体净利润同比增速为 10.23%，比一季度的 31.10%回落了 20.87 个百分点，扣除了温氏股份和乐视网后的创业板整体净利润同比增速为 13.15%，比一季度的 33.75%回落了 20.60 个百分点，可见扣除了两大重点企业后绝对收益大幅提高(特别是乐视网大幅亏损)，创业板指成分股整体净利润同比增速为 8.22%，比一季度的 33.80%回落了 25.58 个百分点，创业板 50 成分股净利润同比增速为 22.84%，比一季度的 66.53%回落了 43.69 个百分点，创业板 50 成分股主要集中在创新科技公司，其绝对盈利增速明显领先于整个创业板和创业板指，可见创新科技公司盈利回暖更加领先于其他板块。2018Q2 中小企业板净利润同比增速为 14.56%，比一季度的 18.94%回落了 4.38 个百分点，中小板指数成分股净利润同比增速为 19.19%，比一季度的 14.13%小幅上升了 5.06 个百

分点，说明中小板中大盘股盈利继续上升，小盘股盈利增速反而下滑，以龙头为首的企业盈利性增加占优。2010 年以来中国一直持续做产业结构调整，发展高端制造业和高科技技术以适应中国经济发展需求，虽然取得了一定的成果，但是在某些核心领域依旧受制与国外垄断，在今年随后出现的国际贸易摩擦事件频频出现，并且局势已经席卷全球，中国也深受其害特别在高新技术方面购买的成本更高，但是也从另外一个方面也更加坚定了中国要彻底启动产业升级的决心，所以我们认为创新经济的投资大机会将在稳经济转为发展经济的阶段，这一点与 2013 年启动的经济短周期投资路线一致。

图 3.2.1　中小创净利润增速有所回落(2018Q2)



资料来源：wind　南华研究

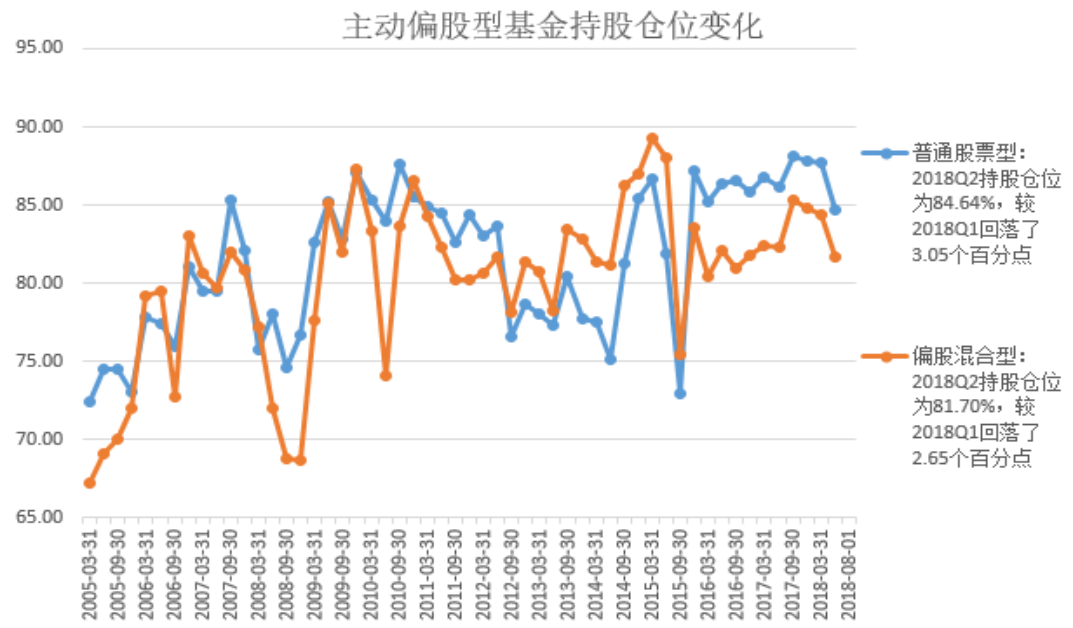
3.3. 从投资行为方面看主力持仓动向

3.3.1. 主动偏股型基金持仓

2018Q2 主动偏股型基金持仓大幅回落，在股市再次上涨腾出了资金。根据 wind 基金分类，我们获取开放式普通股票型基金分类为普通股票型，开放式混合偏股型基金分类为偏股混合型，然后以此分析偏股型基金历史持股仓位的变化，如图 3.3.1 所示。从目前基金总持股仓位来看，普通股票型基金在 2018Q2 持股仓位为 84.64%，比 2018Q1 的 87.69%回落了 3.05 个百分点；偏股混合型基金在 2018Q2 持股仓位为 81.70%，比 2018Q1 的 84.35%回落了 2.65 个百分点，可见 2018 年 2 月份以来随着 A 股的持续震荡下跌，股票型基金的持仓仓位也相应下跌，部分转化为现金持有的方式，比如普通股票型现金持有从2018Q1的2376240.09万元上升到2729079.11万元，从占净值比来看从2018Q1的 9.74%上升到 11.33%，偏股混合型现金持有从 2018Q1 的 7163834.77 万元上升到 8969916.10 万元，从占净值比来看从 2018Q1 的 9.97%上升到 12.86%。

图 3.3.1　主动偏股型基金持股仓位变化(2018Q2)

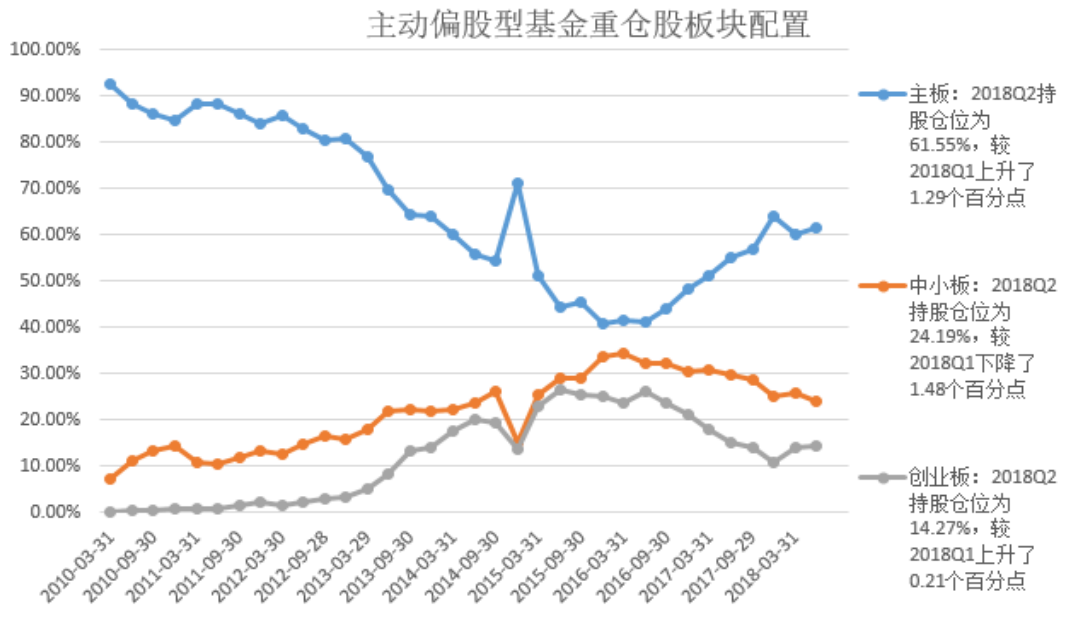
请务必阅读正文之后的免责条款部分



资料来源：wind　南华研究

基于主动偏股型基金中前十大重仓股的样本统计数据，2018Q2 在主板的持股配置比例为 61.55%，比 2018Q1 的 60.26%小幅上升了 1.29 个百分点,；中小板的持股配置比例为 24.19%，比 2018Q1 的 25.67%下降了 1.48 个百分点；创业板的持股配置比例为 14.27%，比 2018Q1 的 14.06%略微上涨了 0.21 个百分点，如图 3.3.2 所示。

图 3.3.2　主动偏股型基金重仓股板块配置(2018Q2)



资料来源：wind　南华研究

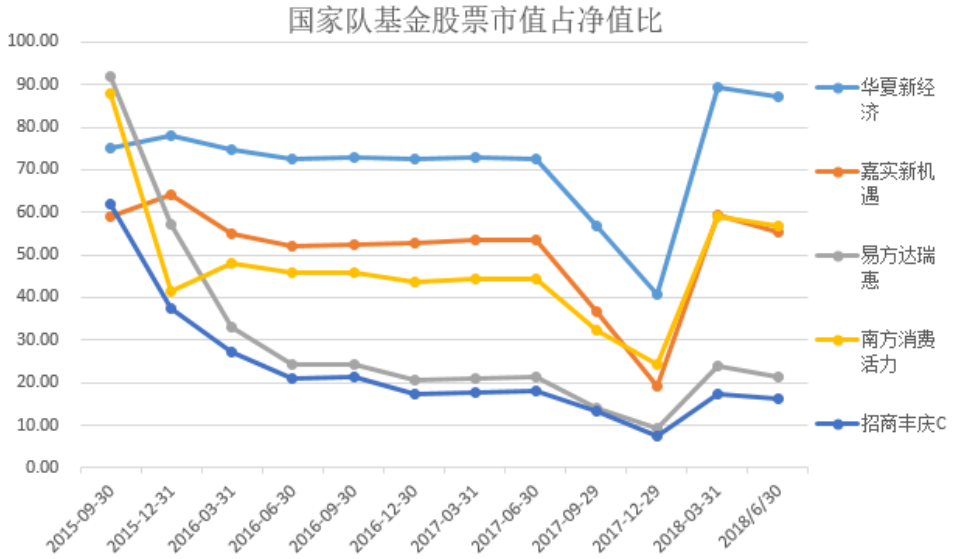
3.3.2. “国家队”公募基金重仓股

“国家队”是 A 股不可忽略的特殊力量，其包括汇金公司、证金公司、外管局旗下投资平台(如梧桐树投资、北京凤山投资、北京坤藤投资)以及“国家队”公募基金四大主体(如招商丰庆、易方达

瑞惠、南方消费活力、嘉实新机遇、华夏新经济)共 21 个账户，但从历史跟踪来看前三者持仓变化都不会太大，倾向于长期价值投资，而基于中期波动获取价差收益的当属“国家队”公募基金，而本小节也是基于这四个基金进行统计分析。

“国家队”公募基金在 2018Q2 总体持股仓位变化不大。从图 4.1 我们可以看出“国家队”公募基金在 2018Q2 总体持股仓位变化不大，华夏新经济、嘉实新机遇、易方达瑞惠、南方消费活力、招商丰庆股票市值占基金净值比分别为 87.02%、55.4%、21.22%、56.62%、16.18%，分别比 2018Q1 下降了 2.14%、3.77%、2.63%、2.41%、1.32%，也就是说在 2017 年底五大国家队公募基金完成清仓式减持后，在一季度全球股市暴跌之际再度杀入之后，无论 A 股后续的系统性继续下跌，其持股的仓位都没有发生较大变化。

图 3.3.2.1 基金持股历史仓位变化



数据来源：wind，南华研究

我们获取这五大基金的 2018Q2、2018Q1 十大重仓股进行分析，发现在 2018Q2 出现加仓的股票分别为南京高科、用友网络、天士力，分别加仓 520.42 万股、236.95 万股、185.04 万股，其他股票的持仓股数都没有变化，可见其股票持仓市值小幅回落的原因在于股票市值回调的速度大于其他的投资资产。在此基础上我们以个股为统计对象，以五大基金前十大重仓股为整体样本统计分别持有单个股票的数量、流通股变动、持仓市值，最后筛选出国家队中重仓股中的前十大重仓股，如下表 4.1 所示。贵州茅台、大秦铁路、中国人寿、招商银行是最重仓的股票，仓位分别为 9.20%、8.62%、8.47%、6.86%，说明他们看好该上市公司的中长期发展，若以这十大重仓股为投资标的，以沪深 300 股指期货作为避险工具，我们认为将会获得较好的风险溢价收益，原因在于我们认为他们能中长期跑赢标的指数。

表 3.3.2.1 基金仓位下降的个股

股票代码	股票简称	持股数量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(万元)	持股市值占比(%)	季度涨跌幅(3/31-8/7)
600519.SH	贵州茅台	169.79	0.00	124196.42	9.20%	1.81%
601006.SH	大秦铁路	14181.28	0.00	116428.32	8.62%	12.87%
601628.SH	中国人寿	5081.05	0.00	114425.25	8.47%	-11.38%
600036.SH	招商银行	3505.76	0.00	92692.29	6.86%	1.10%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

600887.SH	伊利股份	2864.07	0.00	79907.49	5.92%	-6.02%
600795.SH	国电电力	27300.07	0.00	71526.19	5.30%	-6.63%
600271.SH	航天信息	1928.61	0.00	48736.00	3.61%	5.14%
601989.SH	中国重工	10577.69	0.00	42733.87	3.16%	-26.34%
000069.SZ	华侨城 A	5798.59	0.00	41923.78	3.10%	-18.96%
600016.SH	民生银行	5857.29	0.00	41001.04	3.04%	-9.11%

数据来源：wind，南华研究

3.3.3. 重点基金经理重仓股票

重点基金经理重仓股的筛选步骤：

- 重点基金经理的筛选，我们命名为 imfundmanager 数据集：根据 wind 对每个基金经理的几何平均年化收益率进行降序排列，然后取年化收益率大于 10%的基金经理(主要是基于样本足够大的考虑)，该指标较好的体现了基金经理管理基金的业绩总体水平，截止 8 月 7 日我们筛选出了 123 名基金经理；
- 重仓股的筛选，我们命名为 fundstock 数据集：通过重点基金经理寻找其 2018Q2 管理的基金，然后获取该批基金的十大重仓股；
- 在 fundstock 数据集中筛选出单个基金持股市值占基金净值比大于 9%的股票，最后以个股为对象进行统计重点基金经理重仓股相关持仓信息，我们取持股市值占净值比大于 9%的原因在于原则上规定该占比满仓是 10%，若达 9%说明基金经理最该股票的投资价值是最看好的，当然根据不同投资者的对投资标的的风格偏好不同可以适当降低要求。
- 在 fundstock 数据集中筛选出单个基金持股市值占基金净值比大于 7%并且季度持仓变动率超过 50%的股票列表，这个筛选方法主要是寻找在重仓股里面并且随着 A 股系统性风险下跌的环境下，重点基金依旧大幅加仓，可见基金经理对该类股票的看中程度。

经过以上 1-3 步骤的筛选，我们筛选出了 45 个最重仓股，如表 4.2.1 所示，而基于这个样本组单个基金的持仓市值、持股数量为统计样本，我们计算了以个股为统计对象的持仓市值、持仓市值占比、持股数量、持股增量、多少个基金持有、季度涨跌幅。由此我们可以看出来南极电商、伊利股份、中国平安、贵州茅台、华域汽车、泸州老窖是重点基金经理最重仓股里面的最重仓股，其在该统计样本里的权重分别达 10.70%、9.39%、8.34%、6.91%、6.18%、6.04%，分别有 5 个、7 个、6 个、5 个、1 个、2 个基金重仓持有。

表 3.3.3.1 重点基金经理最重仓股票列表

代码	名称	2018Q2 持股市值	2018Q2 持仓市值占比	2018Q2 持股数量(万股)	2018Q2 持股增量(万股)	统计多少基金持仓	季度涨跌幅(3/31-8/7)
600519.SH	贵州茅台	134567.79	6.91%	183.97	39.67	5	1.81%
000858.SZ	五粮液	108504.01	5.57%	1427.68	296.38	4	2.05%
000651.SZ	格力电器	27450.93	1.41%	582.20	-34.60	4	-13.82%
601318.SH	中国平安	162487.46	8.34%	2773.77	-91.45	6	-7.06%
002589.SZ	瑞康医药	6934.20	0.36%	508.37	0.00	1	-20.30%
300136.SZ	信维通信	41568.77	2.13%	1352.71	201.20	2	-15.35%
002456.SZ	欧菲科技	3204.87	0.16%	198.69	18.45	1	-17.21%
002343.SZ	慈文传媒	7238.50	0.37%	385.64	212.80	2	-55.99%

002127.SZ	南极电商	208406.54	10.70%	22194.52	6302.20	5	-21.41%
002120.SZ	韵达股份	79338.22	4.07%	1495.54	-368.38	2	-11.24%
603799.SH	华友钴业	32165.10	1.65%	330.00	35.00	1	-35.51%
002371.SZ	北方华创	16694.09	0.86%	336.10	0.00	1	9.75%
603986.SH	兆易创新	16108.78	0.83%	148.44	0.00	1	-23.66%
603008.SH	喜临门	4210.35	0.22%	212.86	-10.00	1	-4.38%
600009.SH	上海机场	80304.48	4.12%	1447.45	436.45	1	14.68%
000568.SZ	泸州老窖	117669.82	6.04%	1939.45	450.06	2	-11.40%
300144.SZ	宋城演艺	2668.40	0.14%	113.55	18.65	1	18.25%
000661.SZ	长春高新	61141.34	3.14%	268.52	5.50	5	11.22%
600845.SH	宝信软件	7803.86	0.40%	296.16	0.00	1	-11.51%
600674.SH	川投能源	46338.46	2.38%	5314.04	-436.62	2	-1.37%
600741.SH	华域汽车	120262.26	6.18%	5070.08	602.00	1	-8.94%
600031.SH	三一重工	23944.10	1.23%	2669.35	-380.07	2	22.14%
002050.SZ	三花智控	18080.06	0.93%	961.43	274.97	2	-17.75%
600885.SH	宏发股份	17321.24	0.89%	578.92	231.29	2	-31.85%
600036.SH	招商银行	21103.52	1.08%	798.17	254.14	3	1.10%
601601.SH	中国太保	30833.80	1.58%	968.09	386.55	2	-1.62%
000333.SZ	美的集团	42552.07	2.19%	814.86	-41.81	3	-16.21%
002153.SZ	石基信息	32201.31	1.65%	1110.39	3.85	1	19.88%
600887.SH	伊利股份	182827.23	9.39%	6552.95	2676.65	7	-6.02%
000538.SZ	云南白药	819.31	0.04%	7.66	0.00	1	-2.52%
300413.SZ	芒果超媒	43072.72	2.21%	1135.29	533.02	3	-4.27%
600779.SH	水井坊	26722.95	1.37%	483.85	-50.08	2	24.46%
600809.SH	山西汾酒	10407.82	0.53%	165.49	-56.95	1	-3.82%
300296.SZ	利亚德	102477.89	5.26%	7956.36	2579.87	4	-37.05%
002217.SZ	合力泰	44501.11	2.29%	5394.07	-1911.00	2	-19.51%
002078.SZ	太阳纸业	2422.50	0.12%	250.00	70.00	1	-18.27%
600276.SH	恒瑞医药	44076.71	2.26%	581.79	98.01	2	-5.09%
603156.SH	养元饮品	289.68	0.01%	5.28	1.51	1	4.89%
600030.SH	中信证券	5492.73	0.28%	331.49	-13.39	1	-11.84%
600837.SH	海通证券	4086.11	0.21%	431.48	70.52	2	-21.24%
601390.SH	中国中铁	2463.25	0.13%	382.49	-4.78	1	1.36%
601186.SH	中国铁建	2299.21	0.12%	266.73	-17.97	1	15.02%
601766.SH	中国中车	2076.34	0.11%	269.65	-20.97	1	-11.38%
601166.SH	兴业银行	1039.68	0.05%	72.20	13.70	1	-4.30%
600016.SH	民生银行	959.00	0.05%	137.00	26.05	1	-9.11%

数据来源：wind，南华研究

经过以上 1、2、4 步骤的筛选，我们筛选出了 11 个股票列表，如表 4.2.2 所示，建议投资者重点关注下半年该类股票的上涨，而基于这个样本组单个基金的持仓市值、持股数量为统计样本，我们计算了以个股为统计对象的持仓市值、持仓市值占比、持股数量、持股增量、多少个基金持有、季度涨

跌幅。

表 3.3.3.2 重点基金经理重仓股票中 2018Q2 股数增持力度超过 50%

股票代码	股票简称	持股数量(万股)	季度持仓变动(万股)	持股总市值(万元)	季度涨跌幅(3/31-8/7)
600703.SH	三安光电	1600.00	960.00	30752.00	-21.11%
002027.SZ	分众传媒	3084.74	1761.63	29166.44	0.05%
300630.SZ	普利制药	180.00	103.00	13067.80	11.14%
300003.SZ	乐普医疗	74.55	39.11	2734.58	-5.43%
300567.SZ	精测电子	245.00	155.29	19502.00	-3.71%
600887.SH	伊利股份	1456.34	1055.96	40631.89	-6.02%
600048.SH	保利地产	4537.68	2762.13	55359.69	-15.82%
600068.SH	葛洲坝	320.01	160.01	2307.26	-5.44%
601601.SH	中国太保	375.18	207.37	11949.49	-1.62%
300365.SZ	恒华科技	2468.21	1734.45	50919.21	-7.06%
300188.SZ	美亚柏科	3657.81	2587.74	66937.98	-12.40%

数据来源：wind，南华研究

3.3.4. 陆股通重仓股票

陆股通是境外投资者买入 A 股的通道，截止 9 月 20 日陆股通(包括沪股通和深股通)累计资金净流入总额达 5828.14 亿元人民币，作为近两年来新的 A 股投资者重要组成部分，是一个未来将带来可观新增资金的中介，所以分析、统计和跟踪其重仓股尤为重要。跟踪陆股通的申万行业配置我们也发现，其重点配置行业与国内偏股型基金的基本一致，重仓股在食品饮料、家用电器、医药生物、非银金融、银行和电子行业。

表 3.3.4.1 陆股通持仓占比超过 9%的股票

代码	简称	持股数量	持股占比	PE(TTM)	PB	ROE	所属行业
600009.SH	上海机场	325944132	29.8	26.19	4.03	7.90	交通运输
603816.SH	顾家家居	19050819	21.38	22.93	5.10	11.88	轻工制造
603515.SH	欧普照明	22913460	17.99	28.40	6.26	9.66	电子
600066.SH	宇通客车	323291638	16.98	10.49	2.05	4.04	汽车
601901.SH	方正证券	1317812266	16	53.95	1.20	0.55	非银金融
600660.SH	福耀玻璃	303033557	15.12	16.54	3.16	9.83	汽车
600276.SH	恒瑞医药	492182670	13.44	61.35	12.77	11.77	医药生物
600887.SH	伊利股份	811475855	13.44	24.22	6.01	13.89	食品饮料
600004.SH	白云机场	274965718	13.28	16.74	1.67	4.58	交通运输
002008.SZ	大族激光	141067391	13.22	25.14	5.41	13.40	电子
000333.SZ	美的集团	870683761	13.1	13.76	3.37	16.91	家用电器
300203.SZ	聚光科技	55539858	12.27	21.19	3.39	5.31	公用事业
601888.SH	中国国旅	215219032	11.02	39.61	8.34	13.24	休闲服务
002415.SZ	海康威视	999754779	10.83	24.74	8.46	13.74	电子
600258.SH	首旅酒店	65650370	10.51	26.14	2.50	4.54	休闲服务
600298.SH	安琪酵母	85875518	10.42	23.76	5.55	12.86	农林牧渔
002050.SZ	三花智控	217722496	10.26	19.64	3.43	8.41	家用电器
600900.SH	长江电力	1150511309	9.99	15.47	2.74	6.48	公用事业
600585.SH	海螺水泥	398060159	9.95	8.56	1.97	13.97	建筑材料
002508.SZ	老板电器	94027681	9.9	14.66	4.27	12.59	家用电器
603868.SH	飞科电器	4293923	9.84	23.89	9.47	17.44	家用电器
300012.SZ	华测检测	155889343	9.4	63.03	3.66	2.05	综合

数据来源：wind，南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部
杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

台州营业部
台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部
浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话：0577- 89971808

宁波分公司
宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部
浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部
慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部
嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部
绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部
四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

兰州营业部
甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805351

大连营业部
大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

北京分公司
北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810
电话：0451-58896600

郑州营业部
郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部
青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部
沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部
天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

上海分公司
上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801、802 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部
上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部
上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司
深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部
深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部
广州市天河区花城大道 68 号 2008 房、2009 房
电话：020-38809869

芜湖营业部
芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-3880212

重庆营业部
重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

太原营业部
太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部
余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部
广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部
浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部
浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部
苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

济南营业部
地址:山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部
江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部
厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部
汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部
江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部
浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

南京分公司
南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层　　邮编：310002

客服热线：400　8888　910

网址：www.nanhua.net