科技·叙事

外资看好A股四季度行情 “科技创新”仍是主线

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

A股四季度迎来开门红。10月首个交易日，三大股指集体高开收涨，上证指数更是收报3933.97点，创下10年新高。

今年前三季度，A股亦呈现普涨态势。股指方面，沪深300上涨17.94%，科创50、创业板指更是双双上涨51.20%。个股层面，4379只股票获得正收益，占比达80.56%。

展望第四季度，多家外资机构分析师对《中国经营报》记者表示，中国经济韧性强，企业盈利复苏，多方面全方位资金净流入，叠加中长期股市结构性改革，推动A股长期慢牛行情，四季度依然值得乐观，看多中国资产的理由依然坚实。

外资机构认为，A股近期估值合理偏低，无论是建立全球多元化配置，还是对冲美元资产风险，对外资均有吸引力。对于科技创新会继续成为A股市场的主线观点，机构一致表示认同。

Wind数据显示，截至三季度末，北向资金持有A股市值2.72万亿元，分别较一季度末、二季度末增长21.97%和18.78%，显示外资对A股的配置意愿在增强。

中期看多中国资产

外资不仅看多A股四季度行情，而且，中期看多中国资产的理由依然坚实。

“看好A股四季度行情。”摩根资产管理中国资深环球市场策略师蒋先威直言。

“四季度依然值得乐观。”路博迈基金首席策略师朱冰倩表示，中期看多中国资产的理由依然坚实。

“短期的盈利复苏，更多方面、更全方位的资金净流入，叠加中长期的股市结构性改革，推动长期慢牛的行情。”瑞银证券中国股票策略分析师孟磊如是表示。

“A股市场短期内面临一定的获利了结压力，然而本轮行情支撑并未发生根本性转变。”朱冰倩表示，市场交投依然活跃，成交额已连续多个交易日超2万亿元，流动性对A股市场仍有支撑。不仅如此，资金结构亦在改善。

“‘理财搬家’叙事延续，居民存款超150万亿元的庞大蓄水池，叠加房地产资金沉淀的再配置潜力，为中国资产重估提供了内生动能。”朱冰倩认为，M1的活化和非银存款的增加，显示货币供给可能正呈现居民存款向A股市场转移的特征。

蒋先威表示，自8月起，A股两市成交额稳定重回万亿元以上；融资余额自7月起持续攀升，9月初起突破2015年峰值，杠杆资金加速入场或显示市场情绪高企。

“近期存款活期化趋势显著，主动权益基金发行回暖，也或预示未来流动性可能较为充裕。”蒋先威说。

“从短期的资金流向看，目前还没有观测到个人或者融资盘过热的迹象。”孟磊表示，个人投资者8月份新开户数据依然处在历史均值左右的水平，与2024年10月的高点相比，有非常大的差距。与此同时，融资盘占自由流通市值的比例，目前只有2015年年中的一半左右，杠杆资金比例并没有非常高。

“上半年很多机构投资者是欠配A股的，保险公司等主流机构资金可能在下半年开始进一步增配A股。”孟磊认为，A股慢牛的基础在资金链方面会得到一定的支持。

“市场波动加剧之下，A股正经历从流动性驱动到业绩验证的关键转换。”朱冰倩表示，中国经济转型加快，科技出海和“反内卷”政策推进下，企业盈利下行风险减少，中国资产整体盈利见底回升，ROE（净资产收益率）企稳趋势明确。

蒋先威亦将盈利基本面列为看好A股四季度行情的原因之一。“一季度，A股除金融外盈利增长超4%，二季度继续保持正值，扭转了过去两年负增长情况。”蒋先威预计，国内四季度出口仍能维持一定韧性，“反内卷”政策有望驱动工业企业利润改善。

孟磊也观测到A股上半年盈利呈现温和复苏的态势。“A股上半年盈利增长2%—3%，这个数据有望在下半年进一步提高，全年盈利增长会在6%左右。”孟磊表示，“反内卷”有望推动整体PPI通胀率从负值转为更均衡的方向，而在PPI上行背景之下，企业收入和利润会出现明显的复苏。

在宏观经济及政策层面，蒋先威表示，美国经济更多是偏软着陆而不是衰退，而美联储重启宽松周期或为国内货币政策提供更多灵活空间。

朱冰倩认为，在低利率环境与政策支持共同作用下，市场稳定性有望增强。无风险收益率下降，股票市场机会成本降低。同时，国内出口韧性提升，经济风险不大，制造业高质量发展扎实推进，高技术制造业保持较快增长，产业向“新”态势更加明显，这些都利好A股。

“从中长线的角度来看，A股市场正在进行结构性的转向，即从过去的注重融资，转向投融资平衡。”孟磊表示，建设以投资者为本的A股市场，也是慢牛形成的一个中长线的制度红利。

A股市场吸引力坚实

Wind数据显示，截至三季度末，北向资金持有A股市值2.72万亿元，分别较一季度末、二季度末增长21.97%、18.78%。

对于全球资本而言，A股市场的吸引力也是客观存在的。

“8月中国市场表现突出，主动外资连续三周流入A股；截至7月底，主动外资对中国配置比例从上个月的6.1%提升至6.4%，被动外资配置比例升至7.8%。”朱冰倩认为，A股市场对全球资本具有坚实的吸引力，上述趋势至今没有发生改变。

Wind数据显示，截至三季度末，北向资金持有A股市值2.72万亿元，分别较一季度末、二季度末增长21.97%、18.78%。

就估值而言，蒋先威和孟磊都认为，A股对于全球投资者非常具有性价比。

“从全球股指横向比较来看，A股近期估值合理偏低，无论是建立全球多元化配置，还是对冲美元资产风险，对外资均有吸引力。”蒋先威表示，截至9月26日，MSCI中国指数估值为13.5倍，在全球股指横向比较中更具吸引力。

在孟磊看来，在过去几年大规模流动性宽松背景下，全球都出现了慢牛行情，且各国股市都创出了新高。“从全球投资者配置比例的角度来说，投资中国股票是非常具有性价比的，因为其估值处在相对合理的位置。”孟磊说。

“A股的股权风险溢价现在处于历史10年均值上方的水平，即便在股市出现了一定上涨之后，整体风险偏好远远没有达到高点。”孟磊同时表示，A股上涨带来的正向赚钱效应，也会吸引更多的海外投资者，尤其是中短线的投资者进一步进入A股市场，从而推动A股进一步上行。

孟磊认为，海外投资者的关注重点以大盘蓝筹成长股为主，更偏好盈利增速快于全球同行、但估值低于全球同行的公司和板块。

“中国是新兴市场的一部分，作为防范风险的一个措施，良好的公司治理也是很多海外投资者更为关注的一个重点。”孟磊补充道。

蒋先威在解释A股市场对全球资本有何特殊吸引力，外资会否持续看多、做多中国资本市场时还提及，美联储9月重启降息周期，中美利差收窄，或推动美元兑人民币继续走弱；另外，中国国内经济持续复苏，美国经济上的“例外论”有所消退，也有望为人民币汇率升值提供基本面支撑。

蒋先威表示，中国持续推进资本市场改革，高成长的科技企业提升了市场活力与收益预期。同时，中国资本市场积极对外开放，互联互通机制扩大了北向资金的投资通道。“十四五”期间相关部门新增核准13家外资控股证券、基金、期货机构来华展业兴业，均或还有进一步提升的空间。

2025年前三季度北向资金持有A股概览

截至日期：2025年三季末

2025年	持有市值（万亿元）	持有个股数（只）	持股数合计（亿股）
一季度末	2.24	3393	1198.05
二季度末	2.29	2907	1232
三季度末	2.72	3341	1323.12

数据来源：Wind、沪深交易所

“科技创新”仍是主线

朱冰倩和蒋先威皆明确表示，“科技创新”将会继续成为A股市场的主线。

2025年以来，A股市场科技创新股行情表现亮眼，相关指数涨幅居前。Wind数据显示，截至三季度末，科创50、创业板指双双上涨51.20%。

朱冰倩和蒋先威皆明确表示，“科技创新”将会继续成为A股市场的主线。

“资本市场服务科技创新跑出‘加速度’，资本市场含‘科’量进一步提升。”证监会主席吴清9月22日在国新办发布会上指出，近年来，A股新上市企业中九成以上都是科技企业或者科技含量比较高的企业。目前A股科技板块市值占比超过1/4，已明显高于银行、非银金融、房地产行业市值合计占比。市值前50名公司中科技企业从“十三五”末的18家提升至当前的24家。

蒋先威认为，8月26日《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》发布，将为“人工智能+”板块赋予更清晰的发展指引，有望复制2015年“互联网+”行动计划孕育一批产业独角兽的经验。

蒋先威还提及，四季度将迎来“十五五”规划部署，预计新质生产力的战略位置更加突显，产业升级、发展新兴产业与布局未来产业并举，均指向科技创新方向的投资机会。

“人工智能在各行业中的应用落地正成为一轮新产业周期的缩影。”朱冰倩表示，TMT板块当前存在较多催化，如产业趋势持续有进展、美联储降息等。需要关注相关行业的业绩兑现能力，三季报会成为市场重点因素。

据孟磊介绍，原先海外投资者对A股科技板块的感兴趣程度，要比其他行业略微低一些。主要原因在于全球可投范围之内，很多发达市场的科技股已经具有较高的吸引力。

“但是这种情况在过去一段时间内，发生了明显变化。比如说在DeepSeek出来之后，大家对于中国人工智能的认识有了非常明显的提高。”孟磊表示，从近期来看，国内整个人工智能产业链，包括配套的软硬件，以及在医药、汽车制造等各行业的应用，都在非常迅速地推进。

在此背景下，海外投资者也正在逐步改变他们的看法。比如，他们会偏好于在中国香港上市的大盘科技互联网公司，与此同时，也开始逐步参与A股的人工智能中上游产业链的布局。

孟磊表示，海外投资者对于A股科技板块的兴趣，相较以前已经有了进一步的提高，并且这一过程有望在未来1—2年延续下去。

“打帮凶”首例司法判决生效 配合造假第三方担连带赔偿责任

中经记者 孙汝祥 夏欣 北京报道

近日，上海市高级人民法院作出二审终审判决：配合华虹计通（已退市）进行财务造假的三家公司，对华虹计通赔偿投资者损失的付款义务，承担比例连带赔偿责任。

该案也是国内首例判决配合上市公司财务造假的供应商、客户承担民事赔偿责任的案件。

此前在8月份，配合泽达易盛（已退市）财务造假的第三方，也被已承担泽达易盛案赔偿责任的三家中介起诉追偿。

证监会指出，近年来资本市场财务造假出现新特点，即第三方主体配合、串通上市公司实施造假，双方乃至多方形成利益链、“生态圈”。

接受《中国经营报》记者采访的专家表示，民事赔偿责任是对配合造假第三方立体化追责的重要一环，相关诉讼将追责范围从上市公司延伸至整个造假“生态链”，有助于彻底打破“造假同盟”的侥幸心理。

配合造假第三方被判担责

近日，上海市高级人民法院作出二审判决，维持一审判决，即华虹计通赔偿两名投资者投资差额损失、佣金损失、印花税损失；时任董事、总经理徐明，三家配合华虹计通财务造假的公司，分别对华虹计通的付款义务在50%、20%、10%、10%的范围内承担连带责任。

关于该案，时间要追溯到三年前。

2022年12月29日，上海证监局向华虹计通及相关当事人下发《行政处罚决定书》。其中，华虹计通被责令改正、给予警告，并处以50万元罚款；徐明作为公司违法行为直接负责的主管人员，被给予警告，并处以20万元罚款。

经查明，2017年，华虹计通通过虚假贸易和少计提应收账款坏账准备，导致其2017年年报披露的财务信息存在虚假记载。

《行政处罚决定书》显示，华虹计通组织策划与上海仪电物联技术股份有限公司（以下简称“仪电物联”）、上海中卡智能卡有限公司（以下简称“中卡智能卡”）、中京复电（上海）电子科技有限公司（以下简称“中京复电”）或上海鸿仪通信息技术有限公司开展了三笔四方贸易，采购销售形成闭环，贸易相关资金几天内在四方参与主体之间完成等额或相近金额的循环，且没有对应的实际物流，前述贸易为虚假贸易。

该贸易中，华虹计通通过向仪电物联虚假销售货物，虚增营业收入1611.61万元，虚增营业成本1538.38万元，进而虚增营业利润73.23万元，占2017年年报披露营业利润的约13%。

2024年12月31日，上海金融法院就两名投资者诉华虹计通、徐明、仪电物联、中卡智能卡、中京复电证券虚假陈述责任纠纷案，作出一审判决。判决华虹计通赔偿两名投资者投资差额损失、佣金损失、印花税损失；判决徐明、仪电物联、中卡智能卡、中京复电，分别对华虹计通的付款义务在50%、20%、10%、10%的范围内承担连带责任。

“该案是《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称《若干规定》）施行后，全国范围内首例适用该规定第二十二条，判决配合上市公司财务造假的供应商、客户承担民事赔偿责任的案件。”该案两名投资者原告的委托诉讼代理人、上海市汇业律师事务所律师张燕伟表示。

2022年1月22日起施行的《若干规定》第二十二条明确：有证据证明发行人的供应商、客户，以及为发行人提供服务的金融机构等明知发行人实施财务造假活动，仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合，或者故意隐瞒重要事实致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述，原告起诉请求判令其与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的，人民法院应当予以支持。

对于上海金融法院的一审判决，有被告不服，提出上诉。2025年9月26日，上海市高级人民法院作出二审判决，驳回上诉，维持一审原判。该判决为终审判决。

司法、执法合力“打帮凶”

“该首例取得生效判决的，配合上市公司财务造假的供应商和客户承担比例连带责任案，体现了司法机关‘打帮凶’的积极态度。”张燕伟认为，该案判决对于进行财务造假的上市公司，特别是配合上市公司财务造假的供应商、客户，是极强的警示，对于促进证券市场健康发展具有重要作用。

实际上，被追究民事赔偿责任的，不止配合华虹计通造假的第三方。

今年8月12日，格尔软件（603232.SH）公告，包括公司在内的39名被告被三家中介机构起诉，要求追偿3.72亿元。三家原告系泽达易盛IPO时的中介服务机构，均因泽达易盛欺诈发行而被追究过连带赔偿责任。

专家推测，这39名被告均涉嫌作为第三方，配合、串通泽达易盛实施财务造假。证监会于2022年11月向泽达易盛下发的《行政处罚及市场禁入事先告知书》中，则明确列举了配合、串通泽达易盛实施财务造假的多家公司名单，其中格尔软件被点名两次。

法律专家对记者表示，配合上市公司造假的第三方，是明知财务造假而积极配合，存在主观故意，对资本市场的危害比中介机构更大。而向配合造假第三方索赔，是对配合造假方立体化追责的重要一环，能显著提高协作造假成本，从源头震慑交易造假帮凶，彻底打破“造假同盟”的侥幸心理。

6月27日，证监会指出，第三方主体配合、串通上市公司实施造假，双方乃至多方形成利益链、“生态圈”，是近年来资本市场财务造假的新特点，不仅扰乱市场秩序，且严重污染市场生态，必须予以严厉打击。

厦门国家会计学院教授黄世忠梳理证监会对上市公司的处罚公告发现，2019年—2023年，涉及客户、供应商、隐形关联方、金融机构等第三方配合造假的上市公司多达53家，总共541家第三方配合造假，平均配合一家上市公司造假的第三方超过10家。

值得注意的是，多起第三方配合造假行为已被证监部门监控，并遭严惩。6月27日，证监会表示，拟对配合越博动力（已退市）财务造假的于某、贺某，分别处以200万元、30万元罚款。这是证监会首次对配合造假方同步追责。8月8日，证监会披露，拟对配合*ST高鸿（000851.SZ）造假的第三方罚款700万元。

9月22日，在国新办“高质量完成‘十四五’规划”新闻发布会上，证监会主席吴清指出，证监会聚焦财务造假等投资者深恶痛绝的违法违规问题，既“追首恶”，也“打帮凶”，系统构建全方位、立体式的综合惩防体系，坚决破除造假“生态圈”。

“配合上市公司财务造假的第三方，理应被严肃追究行政责任、民事责任；情节严重的，还应追究其刑事责任。”黄世忠对记者如是表示。

最高人民法院、证监会在5月15日联合发布的《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》亦明确指出：坚持“追首恶”“打帮凶”并重原则，依法从严惩处财务信息披露造假的策划者、组织者、实施者，依法追究配合财务造假的第三方的刑事责任，形成对财务信息披露造假行为的全方位打击。