

市场研究周报

市场分析

市场动态

宏观分析

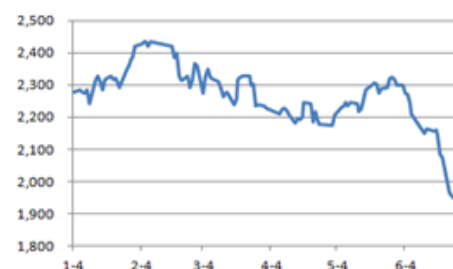
市场风格分化依然显著

2013 年 7 月 3 日

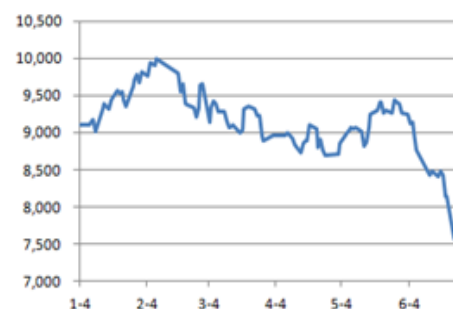
投资要点

- 银行间“钱荒”导致市场恐慌情绪不断蔓延，受此影响，A 股市场前期出现了持续快速的下挫。上周央行终于打破缄默，向市场透露已经进行了定向注资操作，同时多家商业银行亦表态，流动性状况正常。随着银行间流动性紧张状态的缓解，市场情绪得以安抚，上周二之后股指也呈现了底部回升态势。
- 尽管短期市场信心得以适度修复，但从长期来看，央行的流动性控制举措已经改变了市场对未来宏观经济的表现预期，对于新一届政府的转型决心（以及承受转型阵痛的决心）有了更为深刻的理解。从中期来看，很难说目前就是长期的经济底、股市底。
- 值得注意的是，在上周反弹过程当中，各行业的表现分化明显。主要是受到了两个因素的影响：一是受中报披露预期临近的影响，一些业绩预期将出现较大幅度下降的传统产业如钢铁、煤炭、有色等，股价出现了提前反应；二是在 6 月宏观经济数据继续低迷的背景下，市场资金借着反弹机会，继续向新兴产业、小市值股票配置的过程。总的来说，就是市场对于传统行业的看法形成了一致的悲观预期，从而使得目前‘风格二元化’的行情愈演愈烈。
- 小市值成长型的公司也并非完全安全的港湾。年初以来积累的较高涨幅，以及市场对于该板块的较高成长性期待，使得目前平均动态估值达到了 35 倍以上，如果出现业绩增速的季度性回落，就很容易产生估值水平的系统性调整；新三板的扩容与 IPO 的迫近，使得该板块存在较大的资金分流压力。我们认为，该板块未来存在一个分化与‘去伪存真’的过程，应关注公司的长期核心竞争力。

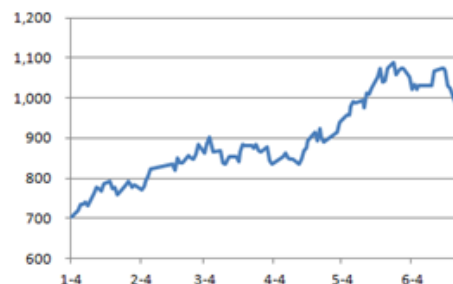
上证指数走势图



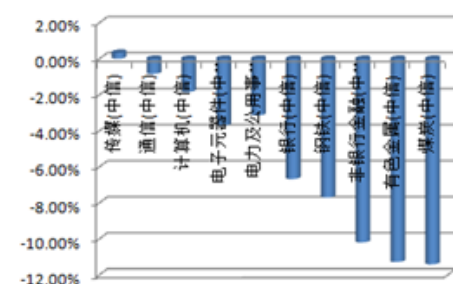
深圳成指走势图



创业板指数走势图



本周板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	IF1307
涨跌幅	-4.5%	-5.4%	-4.7%	-1.3%	-5.6%

上周上证指数下跌 4.5%，深成指下跌 5.4%，创业板下跌 1.3%。股指期货 7 月合约下跌 5.6%。

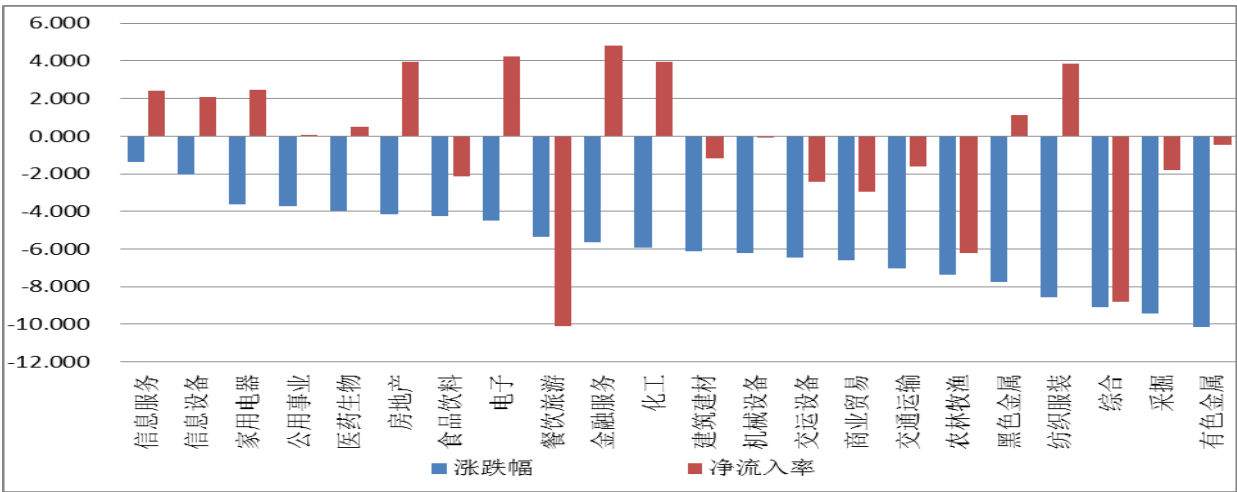
银行业周末再度传来资金吃紧的利空，而央行“挤泡沫”态度坚决，A 股周一出现技术破位大跌，创 09 年 8 月来最大单日跌幅。周二央行、人民日报再度强硬表态不救市使得市场人气降至冰点，午后出现资金踩踏式出逃，沪指一度下挫近 6% 达 1849.65 点，随后消息称国务院要求金融机构上报钱荒解决方案，沪指 V 型反转收复建国底。周三央行向市场释放强烈维稳信号，沪指一度接近翻红，但受金融、煤炭等权重拖累早盘再度跳水，创业板全天高开高走 24 股涨停疯涨 5.5%，带动主板探底回升。周四受益外汇局输血 A 股，早盘沪指冲高涨幅超 1%，创业板一度涨幅超 2%，但受均线压制股指全线回落，午后沪指一度跳水，但银行地产等权重积极护盘，收十字星。周五两市低开，市场传言地产融资将放开，地产金融带领大盘翻红冲高，虽然盘中再度冲高回落一度翻绿，但是金融地产强势护盘守住 5 日线。

本周表现最好的是传媒、通信和计算机。传媒行业的上涨受政策、需求和业绩的多重利好推动，全国一季度电影票房达 52 亿，同比增长 40%，截至六月中旬，票房收入已经超过了 100 亿；通信行业，中国移动近期启动 13 个城市 4G 体验，而 4G 手机终端有望三季度上市，相关上市公司将引来业绩拐点。计算机行业虽然一季报整体出现负增长，但是今年以来已经跑赢大盘超过 30 个百分点，主要来自智慧城市、大数据等主题带来的预期。

本周表现最差的行业是煤炭、有色金属和非银行金融。券商和保险历来是相对股指具有高弹性的行业，银行间流动性持续紧张让市场开始重新审视金融市场发展中的风险；基本金属特别是铜今年以来维持供大于求的局面。美元近两周来持续走强，导致国际黄金期货价格暴跌；维持供大于求的局面，原煤市场成交量大幅下降，京唐港区原煤库存量增加。环渤海四港煤炭库存量与上周环比增幅达 7.49%。

在资金流向方面，与涨跌幅出现较大分歧。仅餐饮旅游、农林牧渔净流出率较大，而金融服务、电子、房地产、化工、纺织服装净流入率相对较大。

图 1：沪深 300 行业资金流向



资料来源：华宸未来基金

二、市场分析

银行间“钱荒”导致市场恐慌情绪不断蔓延，受此影响，A股市场前期出现了持续快速的下挫。上周央行终于打破缄默，向市场透露已经进行了定向注资操作，同时多家商业银行亦表态，流动性状况正常。随着银行间流动性紧张状态的缓解，市场情绪得以安抚，上周二之后股指也呈现了底部回升态势。

尽管短期市场信心得以适度修复，但从长期来看，央行的流动性控制举措已经改变了市场对未来宏观经济的表现预期，对于新一届政府的转型决心（以及承受转型阵痛的决心）有了更为深刻的理解。这必将带来两个变化：一是令金融机构囤积现金的动力上升，向外无序融出资金（包括投放贷款）的意愿下降；将在未来较长一段时间内，让银行间市场资金成本出现系统性地提升；二是实体经济的流动性适度紧缩也在所难免，有助于优化未来的资金配置效率，但同时也会导致过剩产能的加速退出，可能给经济增长持续带来负面影响。因此，从中期来看，很难说目前就是长期的经济底、股市底。

值得注意的是，在上周反弹过程当中，各行业的表现分化明显。主要是受到了两个因素的影响：一是受中报披露预期临近的影响，一些业绩预期将出现较大幅度下降的传统产业如钢铁、煤炭、有色等，股价出现了提前反应；二是在6月宏观经济数据继续低迷的背景下，市场资金借着反弹机会，继续向新兴产业、小市值股票配置的过程。总的来说，就是市场对于传统行业的看法形成了一致的悲观预期，从而使得目前‘风格二元化’的行情愈演愈烈。

但小市值成长型的公司也并非完全安全的港湾。年初以来积累的较高涨幅，以及市场对于该板块的较高成长性期待，使得目前平均动态估值达到了35倍以上，如果出现业绩增速的季度性回落，就很容易产生估值水平的系统性调整；新三板的扩容与IPO的迫近，使得该板块存在较大的资金分流压力。我们认为，该板块未来存在一个分化与‘去伪存真’的过程，应关注公司的长期核心竞争力。

三、宏观政策跟踪

1、宏观数据 6 月依然保持低迷

统计局公布 6 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，比上月回落 0.7 个百分点。符合市场预期。尽管绝对水平仍在 50%以上，但回落至荣枯线边缘，显示扩张势头弱。新订单指数、生产指数回落幅度较大，原材料库存和就业人员指数则持续位于收缩区间。

总需求疲弱，带动生产下滑。新订单指数下降 1.4 个百分点至 50.4%。其中，新出口订单指数显著下滑 1.7 个百分点至 47.7%，为过去 3 个月以来的低点，显示外需继续下滑，未来几个月出口增速将维持疲弱。总需求弱，带来生产指数随之下滑，PMI 生产指数从上个月的 53.3% 跌落至 52%。

企业去库存继续。原材料库存指数回落至 47.4%，创今年以来新低。显示企业仍处于主动去库存的过程中。购进价格指数较上月继续放缓 0.5 个百分点至 44.6%，预计 6 月 PPI 环比继续负增长，下跌 0.5%，同比增速-2.7%左右。PPI 持续通缩的背景下，企业库存投资意愿较弱，当前企业维持去库存状态。

中小企业经营状况不佳，结构矛盾持续。小企业 PMI 连续 15 个月位于收缩区间，中型企业 PMI 在 6 月份也回落至收缩区间。而大型企业 PMI 则持续 10 个月处于 50%以上的扩张区间（图表 2）。中小企业经营困难的结构性矛盾仍然存在。

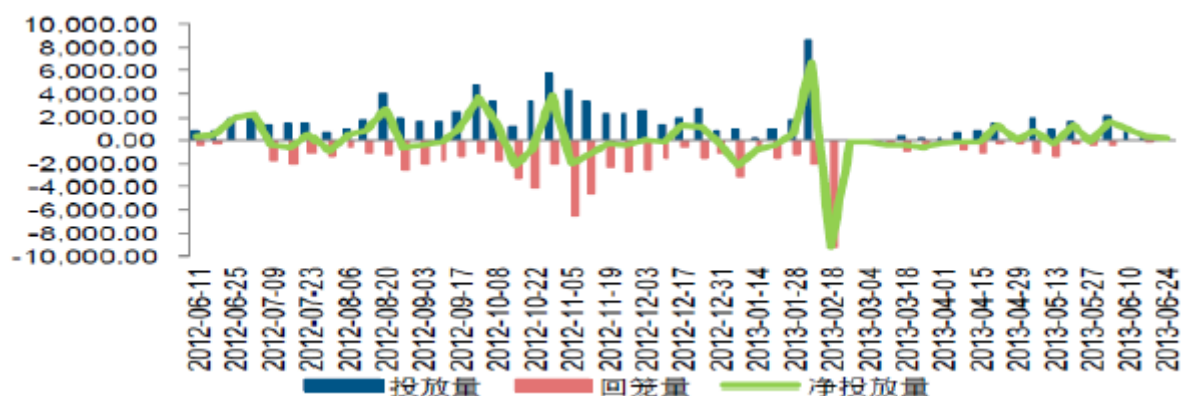
总体来看，6 月 PMI 数据显示当前经济增长势头偏弱，通胀压力较小。但是政府对经济增长放缓的容忍度有所提高，当前宏观经济政策着眼于调整结构性矛盾，采取大力度的刺激政策的可能性小。货币政策在“用好增量，盘活存量”的指导下，未来显著放松的可能性小

四、债券市场跟踪

1、公开市场操作：基础货币投放力度持续减弱

从整个 6 月的资金投放情况来看，6 月第一周公开市场净投放 1,600 亿元；第二周公开市场净投放 920 亿元；第三周公开市场净投放资金共计 280 亿元，加上国库定存后总规模为 680 亿元；第四周（本周）央行未进行公开市场操作，资金净投放 250 亿元。基础货币投放力度较前三周持续减弱。

图 2：公开市场操作



资料来源：WIND

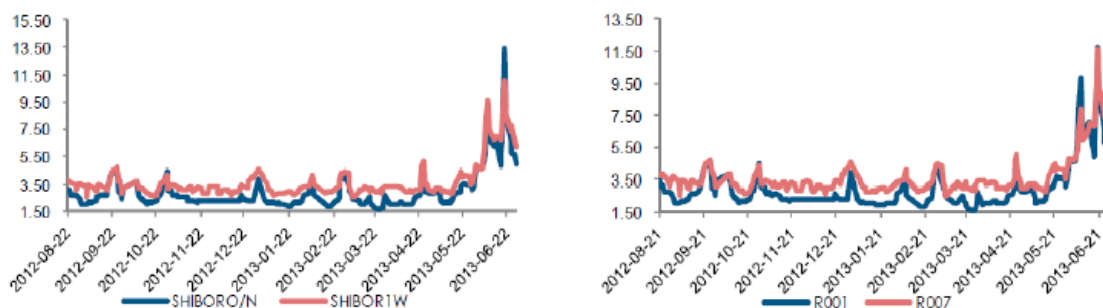
2、资金面进一步缓解

受大行逐渐融出资金等的影响，上周货币市场资金面进一步缓解。

Shibor 延续全线走低态势，7 天期限品种回落至近 4 周来低位，银行间资金紧张局面继续缓解。隔夜利率下跌 48.5 个基点，报 4.456%；7 天利率下跌 74 个基点，报 5.423%；14 天利率下跌 29.1 个基点，报 6.04%；1 个月期利率下跌 47 个基点，报 6.88%。

从银行间质押式回购利率数据来看，本周各个期限品种的回购利率持续走低。

图 3：近 1 年 Shibor 走势和银行间质押式回购利率走势（1 天期限和 7 天期限）



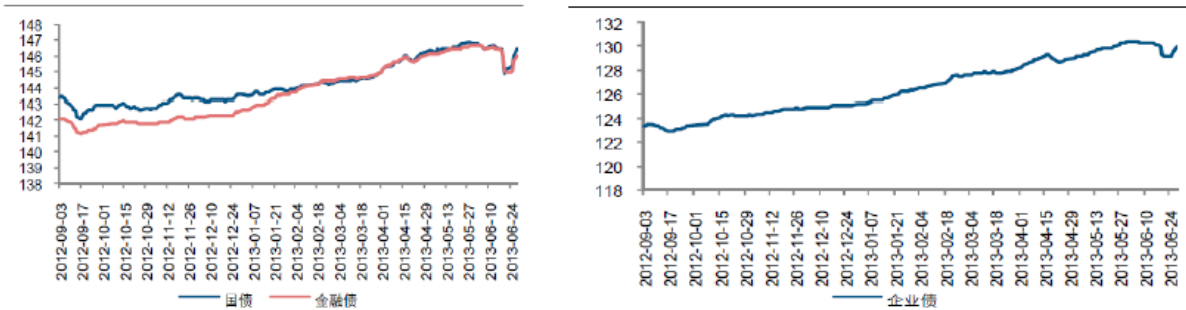
资料来源：WIND

3、债券市场收益上行

由于资金紧张情绪得以缓解，各类指数大幅回升。具体来看，中债综合指数由 149.02 升至

150.01，国债指数由 144.83 升至 146.44，金融债指数由 145.08 升至 146.02，企债指数从 129.33 升至 130.00，固息债指数由 145.18 升至 146.79 点，浮息债指数由 140.79 降至 141.13。

图 4：债券指数大幅回升



资料来源：WIND

五、行业信息跟踪

1、天然气价格调整理顺能源价格体系

近日国家发改委发布关于调整天然气价格的通知，本次价格调整方案针对天然气门站价，将天然气分为存量气和增量气，存量气是 2012 年实际使用的天然气数量，增量气是新增加的天然气数量。调价涉及的存量气数量为 1120 亿立方米，增量气数量预计为 110 亿立方米。具体来说：

A、增量气门站价格按照广东、广西试点方案中的计价办法，一步调整到 2012 年下半年以来可替代能源价格 85%的水平，并不再按用途进行分类。广东、广西增量气实际门站价格暂按试点方案执行。

B、存量气门站价格适当提高。其中，化肥用气在现行门站价格基础上实际提价幅度最高不超过每千立方米 250 元；其他用户用气在现行门站价格基础上实际提价幅度最高不超过每千立方米 400 元。

C、居民用气价格不作调整。存量气和增量气中居民用气门站价格此次均不作调整。2013 年新增用气城市居民用气价格按该省存量气门站价格政策执行。

根据测算，本次价格调整后，全国平均门站价格由每立方米 1.69 元提高到每立方米 1.95 元。调价方案自 2013 年 7 月 10 日起执行。

市场对于本次调价已有一定预期，从具体的产业影响来看，天然气生产（及进口）企业将直接受益。本次天然气门站价格调整后平均涨幅 0.26 元/立方米，按照全年计算，国内天然气开采企业收入合计将增加约 320 亿元；部分下游天然气使用企业受到成本的负面影响，本次天然气价格调整中，化肥用气存量气门站价提高不超过 0.25 元/立方米，增量气由于不再按用途进行分类，提价幅度更大（估计在 1.5 元/立方米以上），因此气价上涨后，气头化肥企业的生产成本将明显增加；此外对于非常规天然气相关企业而言，2011 年国家已将国产海上天然气和页岩气、煤层气、煤制气出厂价格，以及液化天然气气源价格放开由市场形成。本次气价上调后，非常规天然气生产企业的盈利能力有望增强，从而提升这些企业的生产积极性，推动天然气供应量增加。

对于燃气发电、供热等其他下游行业，天然气价格调整后成本会有所增加，对此将采取用气价格优惠或由地方政府给予适当补贴等方式妥善解决。对玻璃、陶瓷、甲醇等产能过剩的行业，天然气价格调整将起到优化产业结构，提高资源利用效率，加快淘汰落后产能、促进结构调整的作用。

2、安全成为煤矿生产许可的第一要素

6 月 29 日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第三次会议通过关于修改《中华人民共和国煤炭法》等十二部法律的决定。《煤炭法》修改的主要内容，就是去掉煤炭生产许可和煤炭经营审批的有关条款，同时进一步提高了安全生产许可证的法律地位，将之前‘未取得煤炭生产许可证的，不得从事煤炭生产。’改为‘未取得安全生产许可证的，不得从事煤炭生产’。

7 月 1 日晚，国家安全监管总局和国家煤矿安监局下发“关于加强煤矿井下安全避险‘六大系统’监管监察工作的通知”。通知要求，对 2013 年 6 月底前未完成“六大系统”建设完善任务的生产矿井，要责令其限期整改；到 2014 年 6 月底仍未完成建设完善任务的，要依法责令其停产整顿，并暂扣其安全生产许可证、生产许可证。停产整顿矿井复产验收时，应将“六大系统”建设完善情况作为验收条件，没有完成的一律不得通过复产验收。

安全已经成为未来煤矿能否投产、顺利生产的首要条件。从另一个侧面也体现出了政府主管部门管理思路的转变：由控制产量到控制安全，将产能产量交给市场去自发调节，将环保、安全等‘民生’要素作为许可审批的最重要因素。

3、互联网金融创新成新热点

支付宝 7 月 1 日发布数据称，6 月 13 日上线的余额宝服务，截至 6 月 30 日累计用户数达到 251.56

万，成为目前中国用户数最多的货币基金。截至 6 月 30 日，余额宝累计转入资金 66.01 亿元。与此同期，东方财富天天基金网宣布，其针对优选货币基金的新型投资工具——“活期宝”即日上线。用户充值“活期宝”不仅能享受多个优选货币基金带来的超定期投资收益，更可通过“活期宝”归集工资卡储蓄、实现余额转卡操作，手续费低至“零”。

近期创新金融产品的不断推出和用户数量的爆炸式增长都表明了目前中国金融体系存在巨大的结构效率空间，互联网金融则为资金供求双方提供了低成本的、高效的服务模式，有望实现较快的增长势头。另近期证监会对余额宝的态度、陆家嘴论坛的基调和李总理在 6 月也表态支持民营资本进入金融业，这一系列事件表明支持互联网金融的创新和发展将是未来新的热点，值得重点关注。

4、农业部强化疫苗质量监控

近期农业部发布通知,从 2013 年 9 月 1 日起,国家强制免疫应用口蹄疫疫苗将逐步执行新的疫苗质量标准。主要包括,新生产的口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份 3PD50 提高到 6PD50;新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过 50EU。口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分两个阶段实施,自 2014 年 1 月 1 日起,对总蛋白含量实施不定期抽样检测,并公开检测结果;2015 年 1 月 1 日起,总蛋白含量每 ML 疫苗不高于 500ug。

由于每年参与政府招标苗的企业数量在增加,导致招标苗价格进入恶性竞争的状态,低价中标成为必然结果。此次农业部提高疫苗质量标准,表明未来政府招标苗市场竞争有望从“低质低价”竞争阶段进入到“优质优价”阶段,未来招标苗价格有望因此提升。

国内主要经济指标							
		Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	2013-06 E
GDP	同比%	7.7					
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	9.2
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	13.0
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.2
出口	同比%	25	21.8	10.0	14.7	1.0	3.8
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	7.3
贸易盈余	亿美元	288	152	-8	182	204	225.6
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.5
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.6
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	15.1
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3	
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8000
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856	
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669	
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2	
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12	
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483	

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 土地热助楼市升温，京沪楼市量价齐升现红六月。
2. 天然气价格 7 月上调，三大油企成最大受益者。

利空：

1. 财政部：完成全年财收预算压力很大。
2. 中煤、神华下调煤价引恐慌 鄂尔多斯近半煤矿关停。
3. 本月定调下半年经济调控路径，“钱荒”引发了人们对经济前景的担忧。
4. 证监会否认房地产上市公司融资政策有望放开。

免责声明

此研究报告系华宸未来基金管理有限公司（“本公司”）准备，本公司的基金经理可能在为其客户管理投资组合中使用此报告。华宸未来基金管理有限公司将此报告选择性地派发给其客户（包括潜在客户）仅为提供参考信息之目的，而并不应被视为对买入或卖出此报告中提及的任何证券的建议。此报告非针对任何特定接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求而作出。报告中提及的证券或市场可能不对所有类型的投资者开放。

此报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道，但本公司不对其准确性或完整性提供任何直接或隐含的声明或保证。此报告非作为对相关证券或市场的完整表述或概括。任何所表达的意见可能会更改且不另外通知。此报告不应被接收者作为对其独立判断的替代。本公司或本公司的相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此报告的全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。

负责准备此报告的分析师、策略师及研究助理确认其对此报告中提及的证券的观点已得到清晰表述，并且在其知情的范围内，他们/她们及其财产上的利害关系人与这些证券不存在利害关系。他们/她们的薪酬取决于多种因素，包括研究质量、内部和外部客户反馈、华宸未来基金管理有限公司的整体收入等，但不以在此报告中表达某一特定的投资建议为交换条件。

本报告的著作权及其相关知识产权归本公司所有，本公司对此保留一切权利。未经华宸未来基金管理有限公司事先书面许可，任何人不得将此报告或其任何部分以任何形式进行派发、复制或发布，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节或修改。