

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

--市场进入‘失血’季

2013 年 7 月 9 日

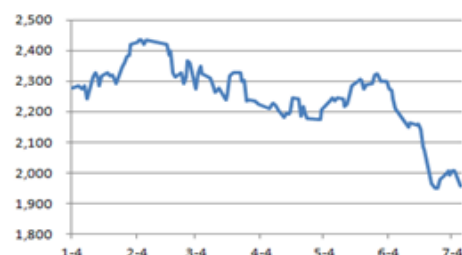
投资要点

● 上周在行业表现方面，受益于广东基药增补目录超出市场预期的利好影响，医药板块在涨幅上继续领跑市场；而传统周期行业如煤炭、铁路等在中报压力，以及即将公布的 6 月份宏观经济数据面前，股价遭遇一定的压力。中小板指、创业板指在上周以 4% 左右的涨幅大幅超越大盘股指数，但值得注意的是，小股票的日间震荡开始加剧，说明市场对于其未来表现的预期开始分化。

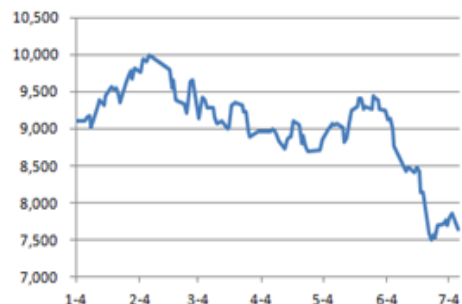
● 进入 7 月份之后，国内 A 股市场将面临较多的‘失血’因素：首先，证监会在 6 月份公布的《进一步推进新股发行体制改革征求意见稿》即将公示结束，新股批量发行进入倒计时，会吸引部分资金（预计有数千亿规模级别）从二级市场进入打新资金池；其次，随着解禁期满的公司数量不断累积（按照 2010 年当时的发行频率，目前解禁速度在每月 30 只左右），股东公告减持的频率呈现较快的上升态势；而海外尤其是美国的经济复苏趋势延续，带动美元持续走强，使得全球流动性资金不断从新兴市场抽离，1-4 月份外汇占款大幅度增加为市场间接注入流动性的形势将不复存在。总体上股市的整体资金紧张状况将进一步加大。

● 国务院发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，对于未来宏观经济和金融领域的改革推进给出了指导性的建议，加上之前在各个行业、政府层面公布的一系列改革措施，新的经济结构转型和发展蓝图逐渐清晰。相关政策表明：政府对于经济的态度，已经从原先的‘时间换空间’型的保守疗法，转换到阵痛式、市场主导的疗法上来。阵痛式疗法带来的过剩产能去化速度加快，使得 A 股市场上‘追成长、弃周期’的投资风格盛行。目前成长与周期的估值水平差异已经达到一个非常高的水平，预计未来成长股内部的分化会比较剧烈，近期中小股指数的剧烈波动，就反映出了这一预期。

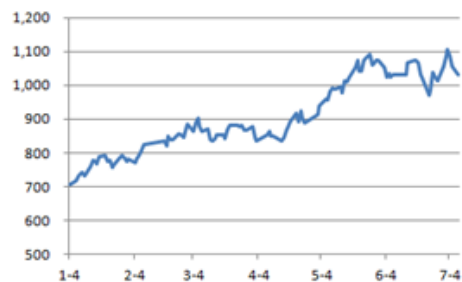
上证指数走势图



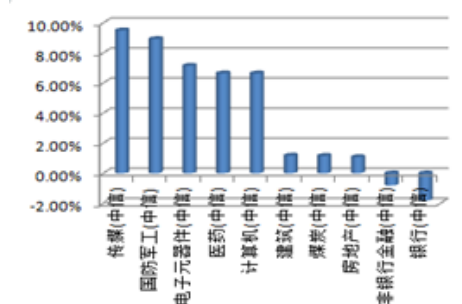
深圳成指走势图



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	1.4%	2.1%	4.3%	4.5%	0.2%

上周上证指数上涨 1.4%，深成指上涨 2.1%，创业板上涨 4.5%。股指期货 7 月合约上涨 0.2%。

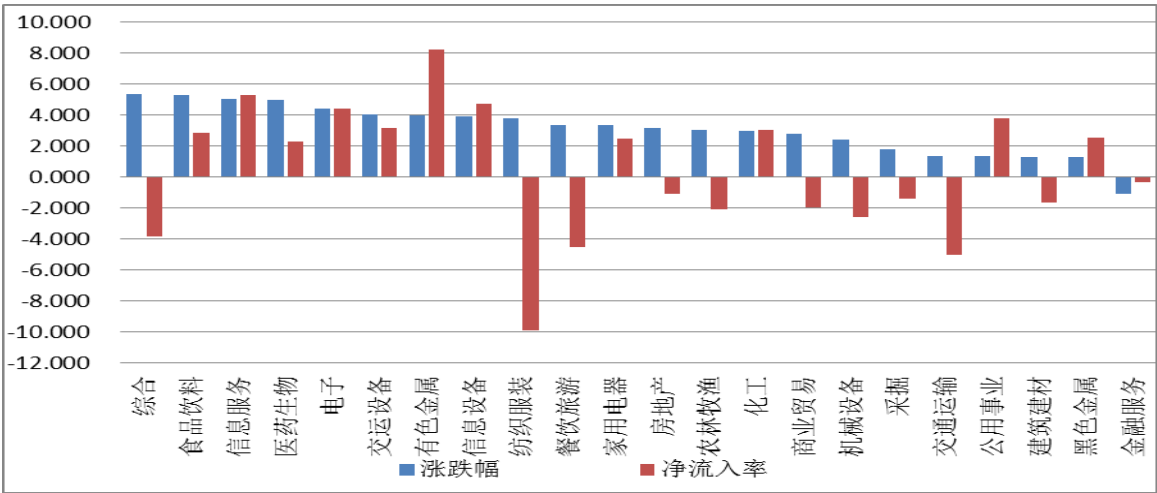
走势回顾：周一沪指全天缩量盘整，尾盘拉升，PMI 终值的公布，并没有对市况造成明显的影响，传媒表现尤为抢眼，创业板大涨超 4%。周二沪指早盘弱势盘整，午后在券商板块带动下出现一波拉升，沪指也收复 2000 点整数关口，创业板再度活跃涨幅超过 2%。周三早盘沪指跌幅超过 2%，一举跌破 5 日、10 日均线，中石油再度护盘，带领沪指探底回升，创业板创年内新高。周四两市低开高走，周期股强势拉升股指，带领沪指重返 2000 点，午后震荡涨幅收窄，创业板出现调整。周五由于传闻借壳再融资审批重新开闸，地产股大涨，沪指午后冲高回落微涨。创业板再度回调，收盘跌近 3%。

本周涨幅靠前的行业是传媒、军工和电子元器件行业。整个文化产业已经成为国民经济新的增长点，政府对于文化产业的扶持力度也在不断加大。军工行业，中俄两军将于近期举行海上、陆上两场联合军事演习，军工板块虽然今年以来估值提升较快，但是相比 07 年以来平均 58 倍的市盈率，目前 45 倍左右的市盈率仍处在较低位置。电子行业集中了大批中报预增公司，行业在上半年实现触底回升，特别是周期性的 LED、面板等因为需求改善开工率明显回升。

本周表现较差的是金融和煤炭行业。金融板块上月末受流动性紧张冲击影响没有完全消散，经济基本面和流动性难以支撑金融行业持续反弹。煤炭行业产能过剩严重，中煤能源、中国神华日前大幅下调煤炭价格，更是强化了煤价的悲观预期。

在资金流向方面，信息设备、有色金属、信息设备、电子、公用事业净流入较明显。纺织服装、餐饮旅游、交通运输净流出较多。

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

进入 7 月份之后，国内 A 股市场将面临较多的‘失血’因素：首先，证监会在 6 月份公布的《进一步推进新股发行体制改革征求意见稿》即将公示结束，新股批量发行进入倒计时，会吸引部分资金（预计有数千亿规模级别）从二级市场进入打新资金池；其次，随着解禁期满的公司数量不断累积（按照 2010 年当时的发行频率，目前解禁速度在每月 30 只左右），股东公告减持的频率呈现较快的上升态势；而海外尤其是美国的经济复苏趋势延续，带动美元持续走强，使得全球流动性资金不断从新兴市场抽离，1-4 月份外汇占款大幅度增加为国内市场间接注入流动性的形势将不复存在，总体上股市的资金紧张状况将进一步加剧。

国务院发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，对于未来宏观经济和金融领域的改革推进给出了指导性的建议，加上之前在各个行业、政府层面公布的一系列改革措施，新的经济结构转型和发展蓝图逐渐清晰。相关政策表明：政府对于经济的态度，已经从原先的‘时间换空间’型的保守疗法，转换到阵痛式、市场主导的疗法上来。阵痛式疗法带来的过剩产能去化速度加快，使得 A 股市场上‘追成长、弃周期’的投资风格盛行。目前成长与周期的估值水平差异已经达到一个非常高的水平，未来成长股内部的分化将比较剧烈，近期中小股指数的剧烈波动，就反映出了这一预期。

三、宏观政策跟踪

1、政府对未来金融政策给出指导意见

国务院办公厅发布了《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，对当前的货币政策、金融风险等问题进行了阐述。意见共分为 10 个要点，分别就货币政策与信贷总量、行业结构转型、支持中小微企业发展等金融领域的核心问题给出了主要意见。

A) 在货币政策方面，提出综合运用多种政策工具，盘活存量资金，用好增量资金，加快资金周转速度，提高资金使用效率。由于今年 1-5 月份类信贷业务的快速发展，整体货币增速持续偏离全年目标。随着 3 月末以来逐步出台和推进的关于理财、票据、外汇以及融资平台的监管措施，叠加商业银行 6 月后对银行间流动性预期的变化调整，未来 2 个季度的货币增速将逐步向货币当局年初所预设的目标区间（全年 13%-14% 的货币供应量）回归。本次货币政策的陈述在近期表态中相对积极，“稳增长”仍然位列政策目标首位，说明货币政策仍然将担负实现全年 7.5% 的预期增长目标的任务。如果 3 季度经济增长下滑趋势进一步加剧，不排除货币政策可能向更积极方向转化。

B) 严密防范金融风险。意见提出“严守不发生系统性区域性金融风险的底线”，继续防范化解地方融资平台风险，规范商业银行理财产品。

C) 稳步推进利率市场化改革。利率市场化改革的下一步重大推进或将是存款保险制度的正式确立，从而为其后依次贷款下限、存款上限的逐步放开可能对商业银行经营带来的冲击建立有效的缓冲机制。存贷款浮动范围近期可能将进一步扩大，贷款利率下限取消在年内就有可能实现。汇率市场化改革有望加速，预计资本项目 2015 年前实现基本可兑换、2020 年前实现完全可兑换将成为改革目标。

我们认为，该意见是政府对于前期所实施的一系列金融改革举措的全面总结，对于未来国内金融市场化改革具有很强的指导意义。

2、地方政府自行发债试点范围扩大

财政部印发《2013 年地方政府自行发债试点办法》的通知，将地方政府自行发债试点扩大至上海市、浙江省、广东省、深圳市、江苏省、山东省等六省市（江苏省、山东省为新增试点）。办法规定，试点省（市）发行政府债券实行年度发行额管理，全年发债总额不得超过国务院批准的当年发债规模限额。

此次试点办法总体内容与 2012 年 5 月 8 日的《2012 年地方政府自行发债试点办法》基本类似，允许试点省（市）在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省（市）政府债券。不同的是，试点省（市）有所扩容，从原先的沿海四个省（市）增加至六个。总体来看，试点地区均为经济较发达地区，财政实力高于全国平均水平。

发行利率受监管，低于国债收益率须说明。由于前两年试点省（市）发行地方债时出现了资金追捧、发行利率低于同期限国债收益率的情况。《试点办法》特别规定，如果地方政府债券发行利率低于招标日前 1 至 5 个工作日相同待偿期国债收益率，试点省（市）须在债券发行情况进行说明。

从总体发债额度上来看，对于试点省市的影响偏小。新一届政府强调简政放权，自行发债的试点，反映出地方政府今后可能在投融资方面有更多的自主性，但是反过来对地方政府债务管理能力也提出更高要求，未来地方政府资产负债表可能纳入考核体系，地方政府将更加关注投资回报率。

3、欧美货币政策差异支持强势美元

1) 美国就业市场强劲复苏，市场对于美联储退出 QE 的预期提前至 9 月份

上周五公布的新增非农就业人口 19.5 万，高于市场预期 16.5 万，使得近半年来非农就业人数月均增加近 20 万人，已经接近 2005-2006 年经济最繁荣时期的水平。此外，平均小时薪酬环比增长了 0.4%，同比增幅升至 2.2%。为居民消费带来了有力支撑。

失业率维持 7.6% 不变，虽然较历史水平仍然比较高，但目前的就业增长水平足以让失业率一直

保持下降趋势。如果按照过去三年的走势，到 2014 年 11 月美国失业率将降至 6.5% 左右，接近美联储加息的量化标准。而根据联邦基金的利率期货显示，市场预计美联储首次加息的时间已提前至 2014 年 9 月份。

近期就业市场的复苏态势支持美联储逐步退出宽松货币政策，市场预计美联储将在今年 9 月份首先减少 QE 资产购买规模。

2) 欧央行加强前瞻指导，强调货币政策只会松不会紧。

上周四欧央行议息会议维持基准利率不变（存款利率 0%、主要再融资利率 0.5%、边际贷款利率 1%），并且给出前瞻指导，声明指出“欧洲央行委员会预计关键政策利率在更长的一段时期内将维持在目前、或者更低的水平。这一预期是基于在实体经济疲弱、货币动向低迷的情况下，中期内通胀前景仍然低迷”

欧洲央行仍然预计欧元区经济会在“今年晚些时候和 2014 年”复苏，得益于外需好转、持续宽松的货币环境、低通胀支撑实际收入、金融市场条件改善等。不过德拉吉也承认，由于公共和私人部门持续去杠杆、全球货币条件近期收紧，欧元区增长前景面临的风险仍然偏下行。

欧央行明确表达未来很长一段时间内（6-12 个月），欧元区货币政策只会松不会紧。下半年经济复苏的预期是维持利率不变的主要原因，但欧洲当前经济增长主要靠贸易盈余拉动，经济增长的持续性仍然要看私人部门的消费增长，如果未来货币增长疲弱，债券利率上行导致货币条件收紧，仍有可能进一步降息。

3) 英格兰银行暗示更宽松货币政策。

上周四英格兰银行议息会议同样维持现有政策不变，同时英格兰银行还罕见地强调“近期市场利率的攀升可能不利经济增长，目前市场对基准利率可能会上升的预期与当前国内经济的发展不一致”。此外，英格兰银行表示，其正在考虑采用一些更具体的前瞻指导措施，其中包括一些的量化指标。

我们预计在未来几个月的议息会议上，英格兰银行可能会推出增长目标方面的量化指标，作为其收紧或者放松货币政策的基准，以进一步稳定市场预期。

欧美央行的步调分化目前已愈发明显：就业数据进一步支持美联储在年内退出 QE，而欧洲央行和英国央行则急于向外界传递其维持极度宽松的政策立场、甚至有可能进一步放松政策的态度。欧美货币政策差异支持强势美元

四、债券市场跟踪

1、资金面恢复上半年以来的宽松水平

受银行备付需求回落影响，本周货币市场资金面进一步缓解。银行间市场利率延续了上周的回落趋势，其中 1 个月期限品种回落幅度最为明显。交易量方面，本周质押式回购日均成交规模为 4031 亿元，较前一周的日均成交量减少 3497 亿元，本周同业拆借日均成交量为 575 亿元，较前一周减少 283 亿元。

图 2：6 月至今银行间质押式回购利率走势

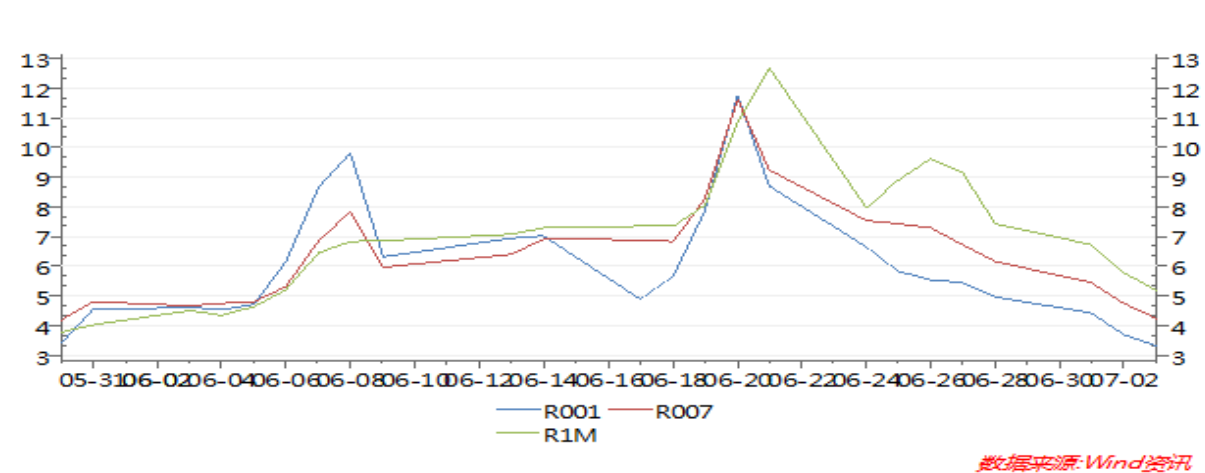
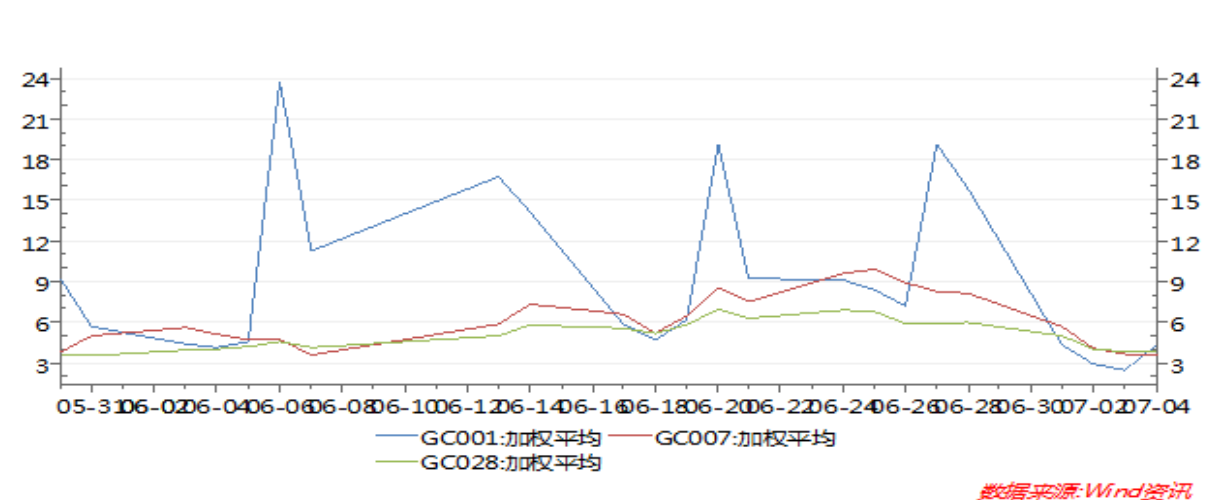


图 3：6 月至今上交所回购利率走势

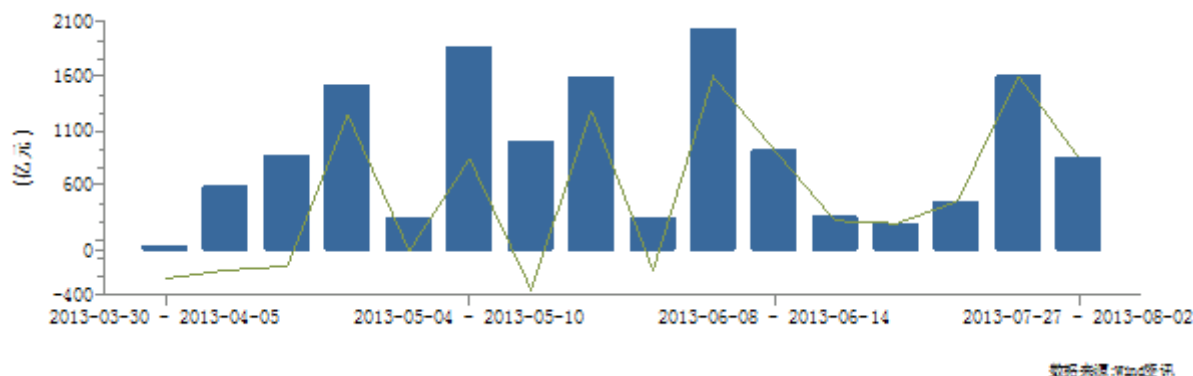


本月资金投放较多。财政部 7 月 3 日公告了两期国库现金招标。

期数	期限	存款量	起息日	到期日
四期	6 个月	500 亿	2013.7.11	2014.1.9
五期	3 个月	500 亿	2013.7.18	2013.10.17

国库现金招标将向市场投放 1000 亿的流动性。另外，7 月份也将有大量央票到期。整体来看，7 月份资金供给充足，单从供给来看处于 2013 年二季度以来的较高水平。预测央行下周将采取央票发行、正回购等措施确保资金供给稳定。

图 4：公开市场投放



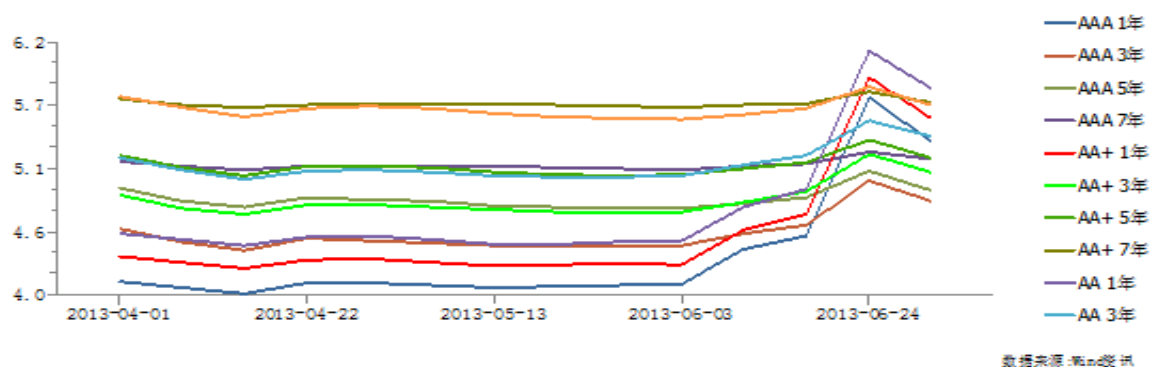
资料来源：WIND

2、现券成交继续清淡，收益略有下行

资金面缓解，现券收益开始下行。高评级、中短期债券品种由于与资金回购的替代作用较强，前段时间上行幅度较大，随着资金面的缓解，下行明显。然而由于久期较短，债券净价波动并不大。

城投债收益也有所下行，但相比于“钱荒”危机之前要高。原因可能在于资金成本的抬升，导致部分机构主动降杠杆，导致此类债券供给增加。

图 5：资金面缓解，现券收益开始下行



资料来源：WIND

6 月的资金紧张使得现券交易量萎缩比较明显。然而 6 月 25 日资金恐慌结束后到现在，现券成交量仍然保持在低位徘徊。显示资金面紧张并非影响现券交易的唯一因素。从中介报价中可以看出，债券 ofr 和 bid 差价仍然较宽。显示在宏观经济整体不向好的大环境下，市场对于未来收益的走势仍然没有取得一致预期。

图 6：现券交易量萎缩比较明显



资料来源：WIND

3、部分城投债券债项评级遭下调，新企业债发行审核趋严

最新公布的债券跟踪评级显示，有部分 2010 年发行的有担保城投债券的债项评级被下调至主体评级同一水平。这意味着此类债券的担保条款不被评级机构所认可。被下调的债券提供的主要是应收账款质押担保。

债券简称	主体评级	下调前债项评级	下调后债项评级	担保条款
09 长春城开债	AA+	AAA	AA+	发行人以《BT 协议》产生的应收账款为本期债券做质押担保
10 襄投债	AA	AA+	AA	发行人以《BT 协议》产生的应收账款为本期债券做质押担保
09 九江债	AA	AA+	AA	发行人以其对九江市财政局 44 亿元应收账款为本期债券设定质押担保

另外，发改委近日要求拟发行的企业债承销商展开全面自查，上报自查材料，发改委将对主体评级在 AA 及以下的债券进行抽查。此举类似于证监会的 IPO 自查工作，显示发改委从源头上控制城投类企业的债务风险。在此影响下，预计未来城投债的供给将有所减少。

五、行业信息跟踪

1、反垄断调查推动奶粉降价

发改委开展对于主要外资奶粉生产企业的反垄断调查。本次调查是继国务院 5 月 31 日常务会议上，加强部署婴幼儿奶粉质量安全工作后，政府又一次对奶粉行业重大的调控。调查的主要起因是近两年婴幼儿配方奶粉价格的持续上涨，以及国内外价格巨大反差使得消费者对作为必须消费品的配方奶粉产品有较大意见。发改委进行反垄断调查主要是针对高端奶粉企业对终端指导价的最低限价，实际用意在于平抑奶粉终端市场的价格。

此后不久，惠氏中国发布公告，配合发改委的反垄断调查，开展主要产品的降价活动。具体的降价方案为：（1）对市场上现有的金装四维营养配方主要产品进行降价销售，平均降幅为 11%，最高降价力度为 20%；（2）2014 年金装四维营养配方产品将继续以优惠价格供应中国市场，平均降幅为 8-10%；（3）惠氏营养品已撤销 2013 年 5 月发出的部分产品涨价通知，在未来的 12 个月内不实施新产品价格上调的决定，同时对 4 个新配方单品的价格实施下调。

近两年配方奶粉行业整体的收入增速中销量和均价的提升大约各贡献一半的增速，本次调查并没有针对中档品牌，因此短期内预计市场的情绪面对中档品牌仍有一定偏好。但作为行业价格标杆的高端奶粉倘若价格重心下移，则中档产品的竞争加剧在所难免，未来国产奶粉品牌的价格体系是否会受到影响应密切关注。

2、自由贸易区总体方案获通过

近期国务院常务会议通过《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》。根据方案内容，在上海外高桥保税区等 4 个海关特殊监管区域内，将建设中国（上海）自由贸易试验区，具体来说，就是建设具有国际水准的投资贸易便利、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区，使之成为推进改革和提高开放型经济水平的“试验田”，形成可复制、可推广的经验，发挥示范带动、服务全国的积极作用，促进各地区共同发展。

上海自贸区将以外高桥保税区为核心，包括机场保税区和洋山港临港新城，共占地 28 平方公里，进驻企业将享有更加便捷的审批流程和更加优惠的税费减免政策，未来企业法人可在自贸区内完成人民币自由兑换。在上海自由贸易区的新政策中，上海将推动税收创新，包括离岸贸易、金融采用低税率，对境外投资收益采用分期缴纳所得税等优惠政策支持自由贸易园区内企业发展。使区内中外企业享有区内贸易自由、人员进出自由、货物进出自由、货币流通自由、货物存储自由等五大权益。

在贸易领域，上海自由贸易区将实施“一线逐步彻底放开、二线安全高效管住、区内货物自由流动”的创新监管服务新模式，这是较目前上海综合保税区的主要区别。同时为配合自由贸易区的业务开展，上海建立自由贸易区的同时也需构建离岸金融市场。此外，自贸区也将探索离岸飞机和高端设备租赁、外汇集中运营和离岸管理、航运金融和保险等。

3、广东省发布基药增补目录，基药数量有较大幅度增加

广东省发布了《广东省基本药物增补品种目录（2013 版）》，该目录作为《国家基本药物目录》（2012 年版）和《广东省基本药物增补品种目录（2010 年版）》的补充，一并执行。

本次基药增补扩容 278 种药品，数目超市场预期，其中涵盖化学药品和生物制品 147 种、中成药 131 种。在国家基本药物目录大幅扩容之后，市场普遍预期省级基药目录的增补将从严，而广东省本次增补药品数目超过 2010 年广东省基药增补数目（2010 年广东省增补化药及生物药 120 个，中成药 124 个），因此超出市场预期。

本次增补目录的另一特点是独家品种（尤其是中药注射剂）进入较多。广东此次基药增补目录化药部分多为竞品众多的仿制药，而中成药部分多为独家品种，其中约 90 种中成药为独家生产，

超过中药药品总数的 $\frac{2}{3}$ 。因此中药注射剂成为增补目录最大的赢家。此外，15 个中药注射剂入选，改变了之前国家基药中中药注射剂未入选，地方基药也不会增补入选的预期。

此次基药增补为独家品种企业打开想像空间。但能否因此而获得较大收益，还要看价格体系的维持。由于前期广东基药招标政策征求意见稿态度偏严，遭遇明显的市场阻力。未来要密切观察政策的最终态度。

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. 传监管层将松绑房企 A 股再融资及借壳上市。
2. 中央国家机关一般支出减 5%、按去年推算约省 50 亿。

利空：

1. 市场传言称，IPO 最快将于 7 月底重启，30 家左右的企业集体上市。
2. 国务院办公厅表示“适当放宽创业板对创新型、成长型企业的财务准入标准”。创业板门槛降低将加大 IPO 压力，创业板面临调整压力。
3. 本周解禁 201 亿，与上周持平。七成为中小盘股票，中小板创业板有调整压力。

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。