

--周期成长博弈、热点切换频繁

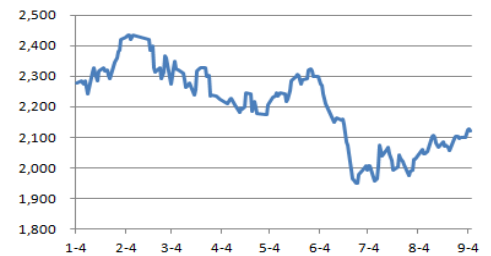
2013 年 9 月 9 日

投资要点

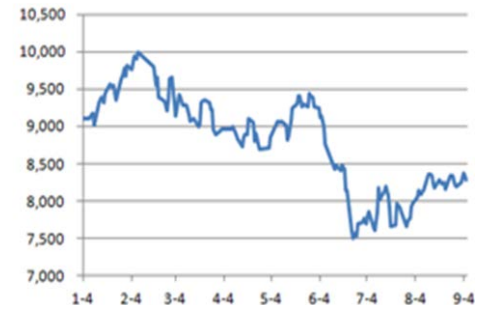
● 从上周各行业的表现来看，自贸区概念的退潮，导致前期的一些相关热点板块如公路、贸易、民航业等出现了回调，跌幅居市场前列；而政府在上周的一些对于淡化经济‘保底线’政策的描述与表态，如习近平在 G20 峰会上再次重申“推动改革宁可增速降一些”、楼继伟对于财税改革的一系列表态以及对于国内地方债务问题担忧的减轻，都使得市场关注重心重新回到长期的经济转型问题上，并由此推动了转型新兴板块如传媒、农业（农村土地流转）、软件与服务等行业的再度表现。

● 8 月底以来市场行业轮动博弈呈现白热化的状态。从目前的宏观环境看，短期更利于周期而非成长，主要包括四个方面原因：（1）估值优势体现；（2）经济数据好转；（3）货币保持中性；（4）市场偏好出现微调。但从中线来看仍埋有两大隐忧：（1）上中游行业景气好转持续性；（2）QE 冲击发生央行反应能否及时。由于今年旺季开始较早，无论从环比还是同比来看，7、8 月份已经透支了今年季节性的需求回升，如果 9 月地产销售不达预期，那么经济必然再度陷入新一轮的库存去化，另外 9 月联储议息是否会退出 QE，季末利率可能存在跳涨都是风险。相反，工业增加值等利好数据已经为市场所预期和消化，这也就解释了近期市场的热点转换如此频繁之后的迷茫本质。

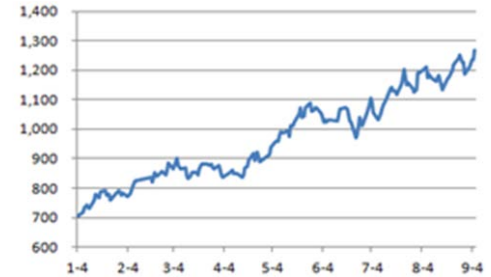
上证指数走势图



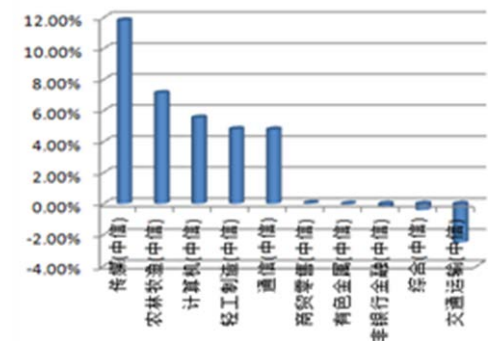
深圳成指走势图



创业板指数走势图



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	IF1309
涨跌幅	2.0%	0.9%	3.1%	8.2%	2.3%

上周上证指数上涨 2.0%，8 月汇丰 PMI 为 50.1 终止了此前连续 3 个月的放缓状态。中报披露结束，六成公司业绩增长，A 股公司基本面出现改善。创业板在前一周走出冲高回落的走势后，上周连续五天上涨再次创出历史新高。

上周一自贸区概念股分化，部分概念股暴跌，茅台中报不佳股价跌停创两年新低，创业板强势涨近 2%，沪指收平继续受压 2100。周二土改概念股接棒自贸区领涨市场，两市低开高走尾盘拉升走强站稳 2100。周三大盘全天呈缓慢攀升的走势，但保险地产走势疲软抑制了大盘的涨幅，小盘股表现活跃，军工股抢眼，新疆板块尾盘集体拉升。周四权重疲软拖累大盘表现，沪指全天弱势盘整，创业板指数高开高走大涨 2.5%再创历史新高，传媒娱乐、互联网板块现涨停潮。

上周涨幅靠前的行业是传媒、农林牧渔和计算机。传媒行业中，中国内地电影票房已突破 150 亿，预计全年达到 200 亿，较去年的 170 亿大幅增长。网络游戏、手游概念股大涨，天舟文化近日复牌，宣布收购移动网游公司北京神奇时代，股价连续 8 日涨停。农林牧渔板块，出于对新一轮土地改革的强烈预期，相关农业股票近日连续大涨。但是周四国土部否认曾下发《关于开展农村集体经营性建设用地流转的通知》等农地流转文件，板块出现了较大回调。计算机行业，2013 华为云计算大会上周三开幕，发布全球第一款全闪存设计存储设备。业内预计云存储将迎来爆发式增长。

上周跌幅靠前的是交通运输、非银行金融和有色金属。交通运输板块，由于自贸区对基本面的影响难以量化，与自贸区概念相关被爆炒的港口航运类个股估值已经有所透支上周部分出现回调。券商行业，前一周五光大证券因乌龙指事件受罚 5.23 亿，并对高管徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波罚款 60 万元并采取终身证券市场禁入措施。乌龙指事件发生以来券商行业展开了十分详细的自查工作，据了解多家券商的自营创新等部门几乎处于暂停状态。有色金属行业中报披露完毕，上市公司虽然营业收入增长一成，但是因为有色金属价格的下跌，行业利润下滑了四成。

二、市场分析

央行在上周进行了 100 亿 14 天逆回购，利率未变（4.1%）而规模较到期量来说有所收缩。全周净回笼 370 亿，是过去十二周以来首次净回笼资金。结合前期政府的一系列表态，从“保底线”政策中适当回撤是大概率事件：习近平在 G20 峰会上再次重申“推动改革宁可增速降一些”；楼继伟对于财税改革的一系列表态，自贸区一系列潜在政策的调整（包括人民币自由兑换），都意味着政府当前更加关注的是长期的转型问题，而不再纠结于短期的经济增长。住建部上周约谈房价上涨过快城市官员，延续了前期人民日报、人大对于“限制鬼城、控房价泡沫、加强对地方财政监管”的严厉态度。因此当前大概率来看，政策已经明显从 7、8 月份的“保底线”中撤出，而央行转向净回笼，也意味着其认为，尽管长期利率尚未回落，但对于银行间资金维护的必要性在降低。

8 月底以来市场行业轮动博弈呈现白热化的状态。从目前的宏观环境看，短期更利于周期而非成长，主要包括四个方面原因：（1）估值优势体现；（2）经济数据好转；（3）货币保持中性；（4）市场偏好出现微调。但从中线来看仍埋有两大隐忧：（1）上中游行业景气好转持续性；（2）QE 冲击发生央行反应能否及时。由于今年旺季开始较早，无论从环比还是同比来看，7、8 月份已经透支了今年季节性的需求回升，如果 9 月地产销售不达预期，那么经济必然再度陷入新一轮的库存去化，另外 9 月联储议息是否会退出 QE，季末利率可能存在跳涨都是风险。相反，工业增加值等利好数据已经为市场所预期和消化，这也就解释了市场的热点转换如此频繁之后的迷茫本质。

三、宏观政策跟踪

1、经济继续展现企稳信号

8月汇丰制造业 PMI 从 6 月的 47.7 大幅回升至 50.1，中采制造业 PMI 也从 50.3 走强到 51.0，显示 8 月份经济继续企稳。从中采 PMI 分企业类型来看，中采 PMI 的走强是由大企业拉动，而小企业在收缩区间进一步走弱，显示小企业的状况可能进一步恶化。

两大 PMI 分项中新订单和产出都有回升，而且新订单涨幅都是明显高于产出的涨幅，指向需求增长的幅度强于企业生产的扩张。这种需求强于供给的情形显示企业的生产仍是偏谨慎，以销定产的情况仍是比较明显，这也意味企业对未来的预期可能仍是偏保守。

PPI 环比回升。两大 PMI 分项中的价格指数都是大幅回升，按照以往同 PPI 环比走势的关系，8 月 PPI 环比将回升转正。从微观高频数据来看，钢铁、水泥等在 8 月的平均价格是高于 7 月，价格回升有利于企业盈利的改善，在短期内会刺激企业的生产意愿。

企业生产意愿有所改善。在企业扩大生产的同时，PMI 中采购量及原材料库存指数都有所回升，显示企业对接下来生产情况的预期有所改善，生产意愿有所上升。

8 月 PMI 在整体上是偏强的，短期内，偏强的新订单对 9 月的生产可能会是个支撑；但在中长期，债务压力以及偏高资金价格在旺季对经济的制约可能更加明显，而且近期的一些微观高频数据如钢铁、铁矿石价格等走势放缓，因而是否会出现旺季不旺仍需观察。

2、地方债务情况基本可控

财政部官员日前在接受媒体采访时表示，目前地方债基本规模是可控的，增量也在减缓。目前正在加强与一些地方政府沟通，审计署也在进行新一轮债务审计。其表示：防范和化解地方债风险，首先要规范发债，发行地方债只能用于建设性支出，不能用于经常性开支；其次，要对地方债实行分类管理，公益性债务可纳入地方规范的政府债务范畴，逐步用公共财政收入来偿还，至于平台债务，一些现金流不错的收益型债务要加强管理，用收益来偿还。

今后一段时间，财政收入增长将转向中速，必然带来支出压力，但民生始终是支出重点。此外，财政在支持环境友好、新能源发展方面有很多支出安排，铁路等也是目前需要支持的方向。

统计局以及习近平总书记的发言与财政部的基调相同，预计不日公布的审计署调查报告，预计将呈现整体债务水平可控的基调，但存在区域性、结构性问题，预计将对地方债务展开进一步的规范和约束。

3、欧洲经济保持温和增长态势

欧盟统计局 (Eurostat) 公布的数据显示，欧元区第二季度 GDP 初值环比增长修正为 0.3%，与初值持平，虽然略低于预期，但是创 2011 年一季度以来最高增速；同比萎缩修正为 0.5%，初值为萎缩 0.7%，较上季度-1.1%的同比下滑有明显收敛。欧元区国家特别是南欧国家正处在经济复苏的初期。

从近期公布的月度经济数据来看，欧元区国内企业投资需求和出口有所改善。二季度，欧元区出口环比增加 1.6%，进口环比增长 1.4%。消费也出现了小幅回暖，消费支出增加 0.2%，是自 2011 年第三季度以来首次增长。政府支出也增长了 0.4%。固定资本形成总值较今年第一季度增长 0.3%，创出自 2011 年第一季度以来的最高增速水平。

欧元区主要国家的工业产值数据有明显企稳上涨趋势。6 月欧元区剔除建筑业后的工业产值同比上涨 0.3%，自 2011 年 10 月以来首次扭负为正。与工业产值表现良好相对应的是欧元区制造业 PMI 逐步回升，并于 7 月重回扩张区间，产值和订单需求的上涨主要是企业对经济信心增长有关。

从零售数据来看，6 月德国零售额同比下降 0.6%，创今年以来新低。而欧元区零售额同比下降 0.9%，较上一季度的下滑速度有所收敛。德国和欧元区的零售数据波动较大，剔除季节性因素来看，主要与私人消费反复不无关系。此外，欧元区外需改善不大。

结合 7 月领先指标来看，ZEW 经济景气指数和欧元区经济景气指数均保持上涨趋势，企业对经济增长持乐观预期。受信心因素影响，欧元区工业产量和制造业数据仍将保持较为稳定的表现，对经济有所推动，3 季度欧元区经济将维持增长态势。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况：资金面保持宽松，各期限回购利率稳定

央行于上周二和周四分别开展 100 亿元 7 天和 100 亿元 14 天逆回购，利率分别为 3.9%和 4.1%。与上次同期限的操作的利率持平。上周净回笼资金 370 亿元。

上周资金宽松，各期限品种回购利率以下行为主。

图 1：一周 SHIBOR 走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2013/9/2	3.02	3.74	4.15	4.60	-2	1	-16	-21
2013/9/3	3.00	3.75	3.76	4.52	-2	1	-39	-8
2013/9/4	3.01	3.50	3.75	4.58	0	-25	-2	6
2013/9/5	2.89	3.46	3.71	4.57	-12	-4	-4	-1
2013/9/6	2.95	3.47	3.72	4.48	6	1	1	-9

图 2：一周银行间质押式回购利率走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2013/9/2	3.01	3.75	4.15	4.59	-3	1	-8	-20
2013/9/3	3.00	3.73	3.76	4.53	-1	-2	-38	-6
2013/9/4	3.00	3.49	3.73	4.60	0	-24	-4	7
2013/9/5	2.89	3.47	3.69	4.58	-11	-2	-3	-2
2013/9/6	2.96	3.47	3.72	4.44	6	1	3	-14

随着央行滚动进行逆回购操作，市场对央行保持资金面稳定的态度建立了信心。目前不是传统的资金紧张时点，资金供求较为稳定。预计到 9 月底，资金面可能再度紧张，但央行肯定会对此有相应的流动性操作。

2、一周债券市场

上周银行间现券交易量 3,011 亿元，与前一周相差不大；回购总金额 33,844 亿元，较前一周增加 25%。其中国债成交 390 亿元，较前一周减少 31%；金融债成交 1,138 亿元，较前一周增加 8%；企业债成交 546 亿元，较前一周增加 27%；中票成交 587 亿元，较前一周增加 9%。总体来看交易较为清淡。

上周关键期限国债收益率继续上行，关键期限企业债 (AA+无担保) 7 年期品种收益率继续上行，并创年内新高。

3、决策层频繁发言稳定市场信心，城投债开始回暖

8 月份审计署全面开始了地方政府债务情况的审计工作。鉴于地方政府总体债务水平的高低直接关系到大量存量城投债券的兑付问题，市场对于审计的结果十分关注。预计审计结果将于 10 月份以后公布。目前人民日报、财政部主要官员频繁在媒体上发言表示地方政府债务总体可控，个别地方政府债务水平较高且财政部正积极协调。暗示不会出现大面积债务违约的情况。在此影响下，市场对城投债的信心有所恢复，加上近期资金较为宽松。城投债 bid 开始出现，上周至今，城投债交投活跃度有所上行，收益率开始下行。

人民日报：中国政府不是为了消费而发债，而是一一般都用于投资，债务最终都转化成了资产，

因此地方债不可能引发危机。

财政部部长楼继伟：目前，地方债基本规模是可控的，增量也在减缓。但的确有一些地方问题较大。目前，我们正在加强与一些地方政府沟通，审计署也在进行新一轮债务审计。

财政部副部长朱光耀：将在 10 月份公布地方政府债务审计结果，审计结果可能显示地方政府债务规模小幅增加。

在此影响下，城投债交易热情开始逐渐复苏。企业债成交量明显增多。7 年 AA 的张保债分别在 6.85, 6.75 和 6.71 的位置被券商 taken。6 年 AA 的遵国投债在午后 6.75/6.65 的位置僵持了一段时间之后在 6.65 的位置被基金收入囊中，成交价较昨日的 76 位置下降了 12 个 BP。市场方面，基本成交在 AA 评级，7 年 AA+/AA 闽北经开今日在低于昨日成交 15 个 BP 即 6.60 的位置有成交。短端城投债 10 天业债 (0.1+3y aa+/aa) 成交于 99.95 位置，较之昨日下行。长端城投交投活跃，早盘 13 太仓城投债 (6.4 年 aa) 即有 6.48% 的成交，而 13 三明城投债 (6.5 年 aa+/aa) 双边 6.60%/6.50% 对峙没多久即被 taken。

4、国债期货正式启动发行，主力合约上的最优交割券 (130015) 或将迎来更旺的需求。

由于国内机构参与国债主要放在持有至到期账户，因此国债流动性相比国外较弱。财政部已经逐渐增加 5-7 年国债的发行频率，向市场提供更多国债供给。我们预计在国债期货推出刚开始的时候。有可能有资金实力雄厚的庄家一边在现货市场收国债，一边在期货市场做多头，借此逼空，赚取超额利润。

五、行业信息跟踪

1、交通部公布航运产业发展意见

经交通运输部部务会通过，交通运输部办公厅于9月2日公布了《关于促进航运业转型升级健康发展的若干意见》，从运力调控、转型升级、市场监管、减轻企业负担、提高服务水平五个方面制定二十条意见。

230号文是国务院29文的延续。国务院于2013年8月4日发布国发（2013）29号文《国务院关于印发船舶工业加快结构调整促进转型升级实施方案（2013-2015年）的通知》，提出“改善需求结构，加快高端产品发展”，其中与航运相关的具体内容包括“鼓励老旧船舶提前报废更新和开拓高技术船舶市场”，具体支持政策包括“鼓励老旧运输船舶提前报废更新”和“控制新增产能，支持产能结构调整”等。230号文可以理解为在交通运输部的具体落实，前2条意见即为“淘汰老旧运输船舶，优化运力结构”和“加强政策引导，促进航运业转型升级”。

文中后3条意见包括“加强市场监管，创造良好发展环境”、“减轻企业负担，促进企业提高竞争力”、“强化措施，提高服务质量和水平”，这均与近一段时间以来政府“简政放权”、降低行政性收费等大背景一致。前期交通运输部就“清理规范水上涉企收费工作”还举行了专题新闻发布会，清理和规范了行政事业性收费、监管服务性收费和经营性服务性收费。海事局及水运局就取消/免征7类行政事业性收费、取消或暂停收取4项监管服务性收费进行具体说明。

2、发改委推进发电低排放补偿机制

国家发改委日前发出通知，决定在保持现有销售电价总水平不变的情况下，主要利用电煤价格下降腾出的电价空间，新增除尘电价，鼓励燃煤发电企业进行除尘改造。通知规定：自今年9月25日起，对烟尘排放浓度低于30毫克/立方米（重点地区20毫克/立方米）的燃煤发电企业实行每千瓦时0.2分钱的电价补偿。

在火电厂排放治理体系中，脱硫、脱硝均有与之对应的电价补贴从而使得环保部分能够自负盈亏，形成更好的盈利模式。但除尘此前一直没有对应的电价补贴，这也是除尘一直没有形成特许经营盈利模式的主要原因。随着除尘电价的逐步落实，对于国内相关产业的推进将形成切实的利好。

3、新疆喀什经济开发区获批成立

据悉，喀什经济开发区总体规划已获国家批准，电力、通信等基础设施全面铺开，金融贸易区、总部经济区、综合保税区已现雏形。喀什金融贸易区是中国首次在沿边地区提出的、继上海陆家嘴金融贸易区之后的第二个金融贸易区，目的在于把喀什建设成中亚、南亚区域性金融中心和我国向西开放的重要窗口，并建立产权、期货、债券、股权等交易并存的多层次金融市场。

喀什经济开发区的最初设想是在2010年5月19日中央新疆工作座谈会决定设立的，力争将其建设成为中国向西开放窗口、新疆经济新的增长点和沿边开发开放试验区。此后，新疆维吾尔自治区政府也出台了一系列落实和配套的政策，包括鼓励纺织、农产品加工、旅游、出口生产加工等产业发展的财税支持政策。2月底，自治区审查通过了《喀什市城市总体规划（2010-2030年）》和《喀什经济开发区总体规划（2011-2020年）》，提出“开发区与城市同步发展”的构想，以喀什城区为核心，以喀什经济开发区、疏勒城区和疏附城区为三大增长极，构筑“一核三极、一廊三带”、逐步推进大喀什一体化的空间发展框架。

从经济开发区的定位来看，喀什重点建设区域性商贸物流中心、金融贸易区和优势资源转化加工区。从主导产业来看，喀什经济开发区重点发展商贸物流、出口机电产品配套组装加工、农副产品深加工、纺织、建材、冶金、进口资源加工、机械制造、旅游、文化、民族特色产品加工、生物技术、可再生能源、新能源、新材料等产业。另外，霍尔果斯经济开发区重点发展化工、农产品深加工、生物制药、可再生能源、新能源、新材料、建材、进口资源加工、机械制造、商贸物流、旅游、文化及高新技术等产业。符合这些重点产业的新疆企业将在喀什经济开发区的发展规划中获得更多的政策、资金和技术支持，尤其值得我们关注。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标						
		13-Jan	13-Feb	13-Mar	13-Apr	13-May	13-Jun	13-Jul
GDP	同比%			7.7			7.5	
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	50.3
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	8.9	9.7
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	13.3	13.2
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.1	20.1
出口	同比%	25	21.8	10	14.7	1	-3.1	5.1
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	10.9
贸易盈余	亿美元	288	152	-9	182	204	271	178
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	14	14.5
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3	9.1	9.7
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8605	6999
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856	10,375	8088
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669	-412	
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2	12.1	11.0
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12	3	-1.8
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483	-727	2,494

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 吉林等 18 个省市正式启动农村集体经营性建设用地使用权流转。
2. A 股上市公司 2013 年中报发布结束，六成公司业绩增长。
3. 2013 华为云计算大会今日开幕，发布全球第一款全闪存设计存储设备。
4. 喀什经济开发区的总体规划已经获得国家批准。

利空：

1. 习近平：中秋国庆要坚决刹住公款送礼、吃喝。
2. 本周解禁市值合计 358.64 亿元，较上周大幅提升，目前计算为年内偏高水平。
3. 美参院外交委高层同意对叙动武 最长 90 天。
4. 光大证券信用等级下调 评级展望至负面。

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。