

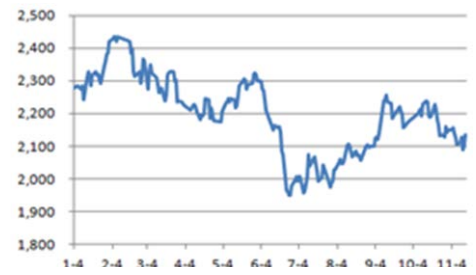
--改革预期发酵中

2013 年 11 月 18 日

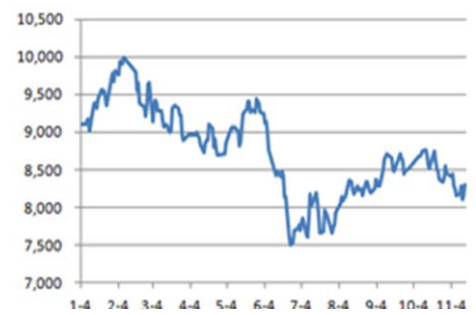
**投资要点**

- 前一个周末《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》正式发布，沸沸扬扬的改革细则终于尘埃落定。《决定》公布打消了市场对改革是否坚定的疑虑，有助投资者重拾信心；但自从 8 月份以来，由于改革主题已在市场上被反复炒作，在决定发布前后的一段时间里，市场主要围绕三中全会主题与改革预期上下震荡，短线分歧呈现加剧的态势。在行业涨幅方面，上周创业板指数的大幅上涨，小市值股票在经历了超过 1 个月持续调整之后，出现了第一次较为像样的反弹，医疗、计算机软硬件等板块涨幅居前；与此对应的是，低估值大盘蓝筹如银行、电力、石油等涨幅靠后，但从下跌幅度上来看，整体表现较为平稳（跌幅不大），全会精神 and 改革预期对于大蓝筹的托底效应还是比较明显。
- 尽管长期趋势基本达成一致认同，但短期市场认为来自于业绩、资金面的风险依然存在，主要表现在：1) 流动性风险。近期国债利率上行明显，若该状态持续，将影响很多基建项目以及实体企业的融资能力，并恶化资金链；但另一方面外汇占款持续增长可能使央行不得不继续保持较紧的操作，这可能导致全社会流动性进一步紧张。投资者担心在这样的流动性环境下，即使有改革红利，也无法孕育出牛市。2) 担心改革首先会打破一些现有的经济和金融的稳态格局，使其先出现较大向下调整后，才会带来真正的红利。如房产税对地产市场的冲击、IPO 注册制对股市的冲击等等。因此，短期市场表现仍较为犹豫。
- 从 A 股盈利周期的角度来看，今年一季度末盈利低点出现之后，A 股剔除金融的盈利已从同比去年的-17%上升为三季报的 11.9%，盈利拐点确实得到了确认，市场的风格在此期间也从防御转向了进攻。但是上证综指截止目前的表现并不强势，其中的重要原因是投资者对于本轮盈利改善周期的持续性尚未确认，这极大地压制了市场的估值。因此，总体来看改革是一个长期过程，而目前我们正处于第一轮盈利改善周期的后半段中。本轮盈利改善周期可能在明年上半年结束，因此，市场的真正考验到那时才会显现。

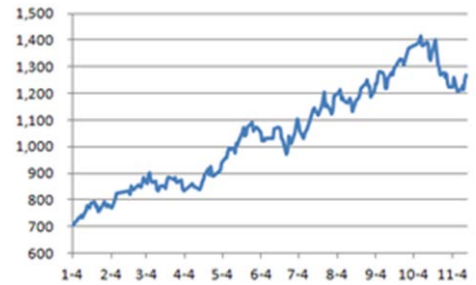
上证指数走势图



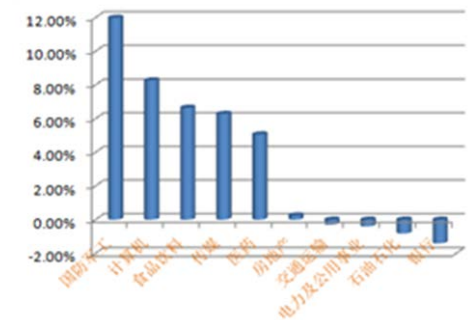
深圳成指走势图



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	沪深 300	IF1310
涨跌幅	1.41%	1.85%	2.72%	4.78%	1.85%	2.10%

上周上证综指上涨 1.41%，其中周五的涨幅是 1.68%，周五领涨的是受到新三板试点范围扩大消息影响的券商板块和存在国资改革预期的上海本地股，国家安全概念股和环保股也在相关利好的刺激下大涨。上周创业板涨幅涨幅 4.78% 大于主板，在改革大体框架划定的背景下，成长股收到资金的追捧。

一周走势回顾：周一 CPI 涨幅创 8 月新高，两市早盘小幅冲高后继续向下寻求支撑，一度失守 2100，午后逐渐震荡翻红，土地流转自贸等概念尾盘再度跳水，沪指成交量创 4 个月新低。周二两市早盘在权重股带动下快速上行，但题材股逆势下跌导致股指冲高回落，午后煤炭股拉升，酿酒传媒飙涨，大盘重拾升势。周三由于三中全会未提及油气电改革，对金融改革也用词颇少，权重股集体走弱，而国家安全、传媒则逆势大涨，午后沪指失守 2100，题材股也受拖累回落，股指创近期新低。周四两市早盘微幅低开小幅低位震荡，临近午盘个股开始活跃，权重开始企稳，国家安防概念股飙涨，午后受金融地产拖累再度回落，临近尾盘传媒互联网拉升股指。周五两市小幅高开后迅速飙升，领涨的是受新三板扩容方案刺激的券商板块，概念股跟进，两市出现难得的单边上涨态势，午后涨幅有所收窄，收中阳。

上周涨幅靠前的是国防军工、计算机和食品饮料。军工板块，十八届三中全会公报提出设立国家安全委员会，可能为国防军工、信息机密、城市安防等题材带来投资机会。计算机的上涨也是基于军工等改革的预期，2013 中国智慧城市发展高峰论坛将于周日在深圳会展中心举行。对智慧城市的趋势、创新应用、行业解决方案等话题展开讨论，利好概念股。食品饮料，上周白酒股出现较大幅度的反弹，前期的持续低迷使得以白酒为代表的消费股估值压力得到释放，中国经济结构转型将使消费在经济占比长期内追赶甚至超越投资，是其值得长期看好的理由。

上周跌幅靠前的是银行、石油石化和公用事业。银行业，三中全会公告对金融改革用词颇少，使市场担忧金融改革可能不如预期，并且银监会公布的报告显示银行的不良贷款余额和不良贷款率上升。石油石化板块上周也大幅调整，一方面国际油价周二暴跌，另一方面全会报告未提及油气改革打击了炒作热情，上周五零点，新一轮油价调整窗口又将开启，市场机构预测，由于近期国际油价疲软，此轮油价或将延续前两轮下调的趋势，下调幅度或在每升 1 毛钱左右。公用事业板块中环保股是周三跌幅最为明显的题材股之一。

## 二、市场分析

上周国内 A 股市场投资情绪发生了较大的变化：11 月 12 日在三中全会的公报发布后，投资者曾对改革的力度和决心抱有极大的质疑，但在 15 日发布《中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》以及习总书记对这个“决定”做了说明之后，市场对改革力度和深度的认识有了极大转变，基本都认可这是一次巨大的转变，对中国经济和社会格局会产生长期深远的正面影响。

尽管长期趋势基本达成一致认同，但短期市场认为来自于业绩、资金面的风险依然存在，主要表现在：1) 流动性风险。近期国债利率上行明显，若该状态持续，将影响很多基建项目以及实体企业的融资能力，并恶化资金链；但另一方面外汇占款持续增长可能使央行不得不继续保持较紧的操作，这可能导致全社会流动性进一步紧张。投资者担心在这样的流动性环境下，即使有改革红利，也无法孕育出牛市。2) 担心改革首先会打破一些现有的经济和金融的稳态格局，使其先出现较大向下调整后，才会带来真正的红利。如房产税对地产市场的冲击、IPO 注册制对股市的冲击等等。因此，短期市场表现仍较为犹豫。

从 A 股盈利周期的角度来看，今年一季度末盈利低点出现之后，A 股剔除金融的盈利已从同比去年的-17%上升为三季报的 11.9%，盈利拐点确实得到了确认，市场的风格在此期间也从防御转向了进攻。但是上证综指截止目前的表现并不强势，其中的重要原因是投资者对于本轮盈利改善周期的持续性尚未确认，这极大地压制了市场的估值。因此，总体来看改革是一个长期过程，而目前我们正处于第一轮盈利改善周期的后半段中。本轮盈利改善周期可能在明年上半年结束，因此，市场的真正考验到那时才会显现。

在未来的行业热点方面，建议重点围绕改革预期展开，具体包括：市场化改革的要素价改、打破垄断、国企改革、土改等。围绕市场化改革主线，纵深更持续的方向，包括资源价格改革（运费、气、水）、垄断放开（油气服务）、国企改革、土地改革。军工安防、信息化、环保等领域推进，是改革的防护栏和加速器，顺应平安城市、智慧城市、美丽城市方向等。

### 三、宏观政策跟踪

#### 1、10 月份金融数据点评：影子银行扩张开始放缓

央行日前发布 2013 年 10 月金融统计数据。其中，月末 M2 同比增长 14.3%至 107.02 万亿元，M1 增长 8.9%至 31.94 万亿元，M0 增长 8.0%到 5.56 万亿元，10 月份社会融资规模为 8,564 亿。10 月末人民币各项贷款余额为 70.79 万亿元，当月增加 5061 亿元，本月新增中长期贷款 2975 亿元，新增短期贷款 2660 亿元；9 月末人民币存款余额为 102.69 万亿元，当月存款减少 4,027 亿元，同比多减 1227 亿元。

10 月份的信贷增长 5061 亿，同比多增 7 亿，信贷投放力度弱于此前的市场预期。临近年末，目前信贷投放节奏仍处于央行的控制下，同时，受节假日影响 10 月工作日较少是信贷投放力度较弱的主要原因。预计接下来的 11 月、12 月国内信贷投放将在 5 千亿左右，全年信贷总量约在 8.8 万亿。

值得注意的是，10 月社融增长 8564 亿人民币，较 8-9 月 15000 亿左右的水平大幅下降。从结构上来看，人民币贷款与去年同期基本持平，委托贷款好于去年同期，其余各项目则均出现明显收缩，其中非标资产压缩导致信托贷款大幅回落，同比减少 1040 亿。剔除贷款季节性的回落因素外，信托及委托贷款增量大幅下滑是主因，显示影子银行的扩张正在明显放缓。3 季度社融的大幅扩张为基建及房地产部门的投资提供了资金支持。如果社融的下滑持续，则意味着对于实体经济而言未来流动性环境将不如 3 季度宽松，前期受到流动性宽松支持的基建及房地产投资增速后期或将出现回落。

随着美联储 QE 退出的推迟，外汇占款得到改善，央行也相应减少了逆回购的力度，本应 9 月到来的银行间流动性紧张出现在 10 月，银行间利率大幅抬升，较上月上升 36-37bps 左右，较去年同期更是高出接近 1 个百分点。未来信用利差或将适度扩大，应关注局部性的信用风险上升。当前的融资市场已出现分化，高评级的企业融资需求不高，然而，基本面较弱的企业融资需求始终处于高位，且这些企业的融资成本也在持续上升，在整体流动性趋紧的背景下，银行负债成本上升将较快地转嫁至弱盈利而资金需求高的企业。

#### 2、十八届三中全会的解读：着力推动改革

十八届三中全会公报总共谈及了 15 个方面的内容。其中，对于经济体制改革之外的表述内容出现较大幅度的增加，而对于经济体制改革领域的表述则比历史上的公报更为简略。在经济体制改革领域公告明确提及四大方面（市场体系建设、财税体制改革、城乡发展、开放型经济新体制），具体内容包括：建设城乡统一建设用地、金融市场建设、科技体制改革、税制完善、事权财权匹配、农民参与现代化进程、城镇化、自贸区、沿边开放等；在经济体制改革范畴之外，也有几个比较新的提法（文化体制机制、生态文明制度建设、创新社会治理、国防和军队改革）。

本次公报中变化最大的地方莫过于土地制度改革。公报中提到要“建立城乡统一的建设用地市场……赋予农民更多财产权利，推进城乡要素平等交换”。明确了将来会启动农村建设用地（农民宅基地）入市的改革。在我国现行的城乡二元土地制度之下，农村土地要变成城市用地，必须经过国家“征地”这一过程。而国家向农民支付的征地补偿款都大大低于土地真实价值（现行法律规定，征地款不得超过土地从事 1 年农业生产所得产值的 30 倍）。这在一定程度上侵害了农民的利益。这一改革多半会从农民宅基地等农村建设用地开始，进而形成城乡统一的建设用地市场。在这个过程中，土地增减挂钩——市郊良田变为城市建设用地、同时偏远地区宅基地退耕还田，从而保证良田总数不变——的市场化机制可能逐步浮现。这对放松经济发展所面临的土地约束有明显好处。

另一个值得注意的提法是“生态文明”建设。公报提出要“用制度保护生态环境”，“实行资源有偿使用制度和生态补偿制度”，这意味着经济和企业发展将会更多考虑生态和环境成本。这虽然会推升生产成本，但有利于改变我国目前的粗放型经济增长模式，从长远来看增强中国经济增长的持续性。这部分内容虽然在之前的政策文件中也有提及，但像此次公报这样提到这样的高度，这样详



细地指出方向，应该还是第一次。因此，未来相关产业应该重点持续关注。

与之对应的是，之前市场预期较高的“国退民进”的改革可能要延迟。此次会议公报中提出要“不断增强国有经济活力、控制力、影响力”，与去年中共十八大的提法一致。政府似乎更在意增强国有经济对整个经济的掌控力。公报通篇未提及“国有资本”四个字，似乎意味着国有资本运营方面的改革（比如像 383 报告中说的那样建立国有投资基金）很难出现。此外，在十六届三中全会的公报中还曾提出要“加快推进和完善垄断行业改革”，而此次会议公报中基本没有出现“垄断”两个字。从这些迹象来看，此前市场所期待的通过放开垄断行业，放松民资对国企入股等举措来实现的“国退民进”并不是此次会议精神的重点。

其次，今年曾吸引不少关注度的“城镇化”在此次会议公报中着墨甚少。公报中只是用“完善城镇化健康发展体制机制”一笔带过。而在去年的十八大中，城镇化还被认为是调整经济结构的一个重点。而户籍制度放开这个城镇化的重要前提，在此次会议公报中也完全没有提及。公报中虽然以一段话谈到了超越城乡二元结构的障碍，但字里行间体现出来更多的是加大对农村的资源投放，而不是加快农民进城的步伐。在通过建设农村来解决农村问题，或是通过城镇化来解决农村问题的这两条路中，此次三中全会似乎偏向于前一条。这与半年前的舆论导向有很大不同。

除了以上这些内容之外，此次会议公报还涉及了财税改革、对外开放、民生等不少经济领域。但这些部分的政策表述相比之前没有太多不同，基本符合预期。

根据这些已知的信息，我们认为十八届三中全会传递的仍然是“渐进”改革的调子。在土地及生态这些地方，三中全会发出的信号超出了市场之前的预期，而在国企改革、垄断行业改革、城镇化方面似乎又有些不及预期。但这也正反映出了改革进入深水区后的复杂。指望一次会议就能够解决中国经济面临的这些深层次障碍显然不太现实。

### 3、 欧盟就 2014 年财政预算达成一致：经济继续走在复苏的轨迹上

经过了 2 天的协商，欧盟财长和国会议员日前就欧盟 2014 年预算案达成一致，这是欧盟第一次在 2014-2020 多年期金融框架（MFF）下达成的预算，对于欧盟的财政整顿、规范边缘国家财务状况甚至迈向财政联盟具有重要意义。

2014 财年欧盟预算收入和预算支出分别为 1426 亿欧元和 1355 亿欧元，较 2013 财年降低了 6.5% 和 6.2%。这次财政预算案的特点在于：1) 尽管预案的资金水平较 2013 财年有了一定程度下滑，但致力于更多地促进欧盟国家层面的合作；2) 预案在金融框架下留下了充足的空间，以应对各种意外状况；3) 预案确保了纳税人的钱被用在最关键的地方，来刺激经济发展，特别是投资于提高劳动力技能，教育和职业培训、人才等方面以降低失业率、带动年轻劳动力的就业。由此可见，欧盟各国已经意识到，欧盟尽管已摆脱了史上最长时间的衰退，但仍面临失业率过高、信贷不足等下行风险，除了降息等宽松的货币政策，整固的财政政策必不可少，这样才能彻底告别衰退，重回健康、稳固的可持续发展之路。

由于欧盟预算额仅相当于欧盟生产总值的 1%，所以此次预算案中用于刺激经济和就业的额度过低，也引发了市场担忧。前一段时间欧央行调低了利率，压低欧元汇率，有利于刺激信贷和内需，也将拉动出口。从这一方面来讲，降低利率这一举措已经足以刺激处于低位的通胀，减轻出口压力，接下来要做的就是通过财政手段加强欧盟内部的各国之间合作，增强风险控制，以此来维持仍不稳固的经济复苏。因此未来长期看好欧洲经济的企稳复苏，财政整顿将为之提供相对有力支持。

## 四、债券市场跟踪

### 1、一周资金面情况：资金面趋紧

央行周二开展了 90 亿元 7 天逆回购操作，中标利率持平于 4.1%。周四有 160 亿元 14 天逆回购到期，但央行未进行逆回购操作。显示央行的货币政策无放松迹象。周四的国库现金定存招标利率在 6%，表明银行对长期限资金的需求较旺盛。上周净回笼资金总额 350 亿。

受央行周四暂停 14 天逆回购操作等因素的影响，上周资金趋紧。

图 1: Shibor 一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	O/N	1W	2W	1M	O/N	1W	2W	1M
2013/11/11	3.60	3.78	4.46	5.27	-16	-16	-12	19
2013/11/12	3.33	3.55	4.31	4.87	-27	-24	-15	-40
2013/11/13	3.34	3.64	4.36	5.25	1	9	5	39
2013/11/14	4.19	4.19	4.49	5.33	85	56	13	7
2013/11/15	4.45	5.31	5.90	5.95	27	112	142	62

图 2: 银行间质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	R001	R007	R014	R1M	R001	R007	R014	R1M
2013-11-11	3.62	3.82	4.49	5.36	-15	-13	-13	27
2013-11-12	3.34	3.60	4.37	5.06	-28	-22	-12	-29
2013-11-13	3.35	3.74	4.47	5.32	1	14	11	26
2013-11-14	4.23	4.29	4.62	5.61	88	55	14	29
2013-11-15	4.53	4.88	6.17	6.23	30	45	155	63

### 2、一周债券市场：收益率创新高

上周新发行债券的总发行规模为 1,911 亿元。实际发行国债 480 亿元；地方政府债 36 亿元；发行政策性金融债 391 亿元；发行企业债 48 亿元。

临近年末现券成交持续清淡。上周银行间现券交易量 4,257 亿元，回购总金额 33,007 亿元，与前一周基本持平。其中国债成交 935 亿元；金融债成交 1,466 亿元；企业债成交 580 亿元；中票成交 906 亿元。

在偏紧的资金预期下，各期限品种利率债、信用债依然保持继续上行。其中利率债收益率继续创出新高。国开行暂停福娃债的招标发行，改为招标两期较短期限的债券，但是收益率继续创新高。继国开之后，铁路债也缓发了，原定于周三发行的 150 亿元铁道债暂缓发行。

图 3: 国债到期收益率

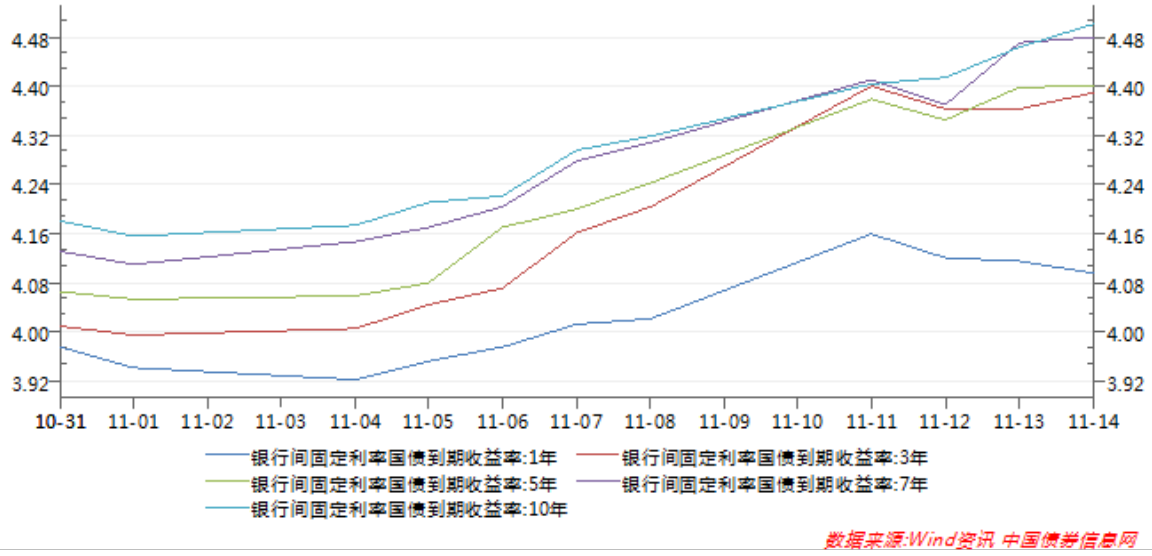
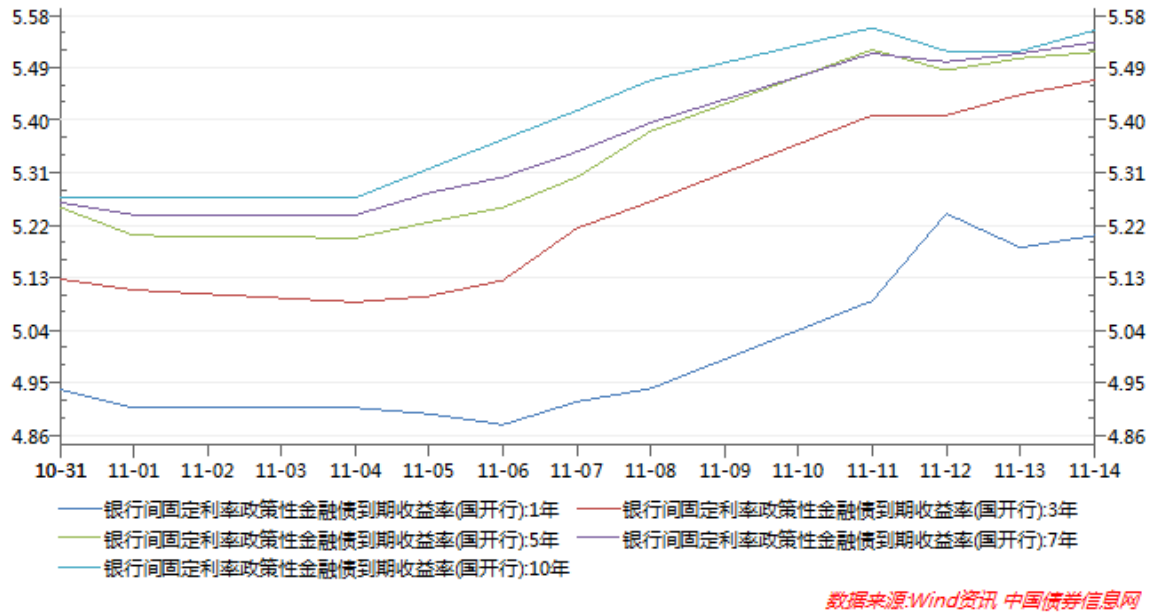


图 4: 政策性金融债到期收益率



## 五、行业信息跟踪

### 1、国内航线票价下浮下限政策取消：有利廉价航空发展

民航局和发改委在 11 月上旬联合下文，改变国内航线票价基于政府指导定价，同时取消票价下浮 45% 的限制，航空公司可以根据市场情况自主确定票价水平。

两舱票价之前实行严格管制，2010 年 6 月两舱票价定价权放开，与国际机票定价体系同步。但国内经济舱目前仍为政府指导价，依照客公里标准计算得出，其政策依据为 2004 年的《民航国内航空运输价格改革方案》，规定下浮不得超过基价的 45%。实际执行中，因为需求低迷和竞争激烈的原因，票价上限很少发挥作用，下限经常被突破。

解除票价下限为国内航线发展低成本模式扫除政策障碍，有利于未来低成本航空的大规模发展。目前的下限规定没有考虑低成本运营模式，本次定价下浮下限取消后让低成本航空与全服务航空可进行平等竞争，航企可以根据市场灵活调价。从国外经验来看短期政策会导致价格战重燃：1978 年美国放开管制后经历相当长期的行业内激烈价格竞争，票价大幅下降，较长期实际票价也是呈下滑趋势，客公里收益跑输 CPI。国内目前整体上航空运力呈现过剩态势，加上未来高铁竞争的加剧，以及未来地方也可能成立一批廉价航空公司，可以预见竞争将趋于激烈，放开票价下限后可能会引发公开价格战。

长期中传统网络型航空公司亟需强化其枢纽竞争力。面对价格战，传统大型网络航空公司将强化枢纽竞争力，包括构建更加密集的航班航次以实现更好的便捷性，精心设计航班衔接有利于高效地中转，维持较高的票价水平，也防止低成本航空公司对本地的侵入。

### 2、10 月份国内水泥市场：淡季不淡、季节性特征减弱

10 月份国内水泥产量 2.33 亿吨，同比增长 8.9%，1-10 月水泥累计产量 19.8 亿吨，同比增长 9%。全国磨机开工率 64.1% 上涨 1.1%，水泥库存比下跌 0.3% 至 64.2%。

全国高标水泥（P.042.5）价格稳定或略有上升。上周平均价格继续上升 1.8% 至 363 元/吨。价格上调的主要区域有江西、福建、广东和海南，不同地区价格上调 20-50 元/吨不等；且无明显下跌区域。其中，华东区域福州市场高标水泥再次上调 20-30 元/吨，已超出去年旺季最高水平 30 元/吨。11 月上旬该区域价格已连续两周上调，累计涨幅达 65 元/吨。江西地区价格继 10 月累计涨幅 80-90 元/吨后，本周继续上调 20-30 元/吨，目前南昌 P.042.4 散装价达 420 元/吨，同比高 50 元/吨，主要原因是区域工程施工速度加快以及企业供货紧张（九江库存 35% 低位）。预计 11 月中下旬区域受需求强力拉动以及区域库位偏低可消化区域原停产生产线恢复生产所带来供给量，一定程度价格仍有再上涨的动力或将保持高位。

上周中南地区价格继续大幅上涨，广东、海南分别大幅上调 30、50 元/吨，高标散装价分别达 445、420 元/吨，均超出去年四季度最高点 35、40 元/吨，主要是强力需求拉动。此外四川成都高标号大幅上调 50 元/吨，P.042.5 散装价 380 元/吨，也超去年四季度最高点 50 元/吨。主要是企业自律带来供给受限。

整体来看，华东、华南区域水泥行业四季度盈利或将超去年同期水平。华东区域继上海、浙江、安徽、江西水泥价格分别超去年四季度最高点后，上周福建水泥价格超越去年四季度最高点 30 元/吨。华南区域继湖南、广东、广西水泥价格超去年四季度高点后，上周海南海口水泥价格超越去年四季度最高点 40 元/吨。均显示出淡季不淡的特征。

### 3、10 月份汽车销售数据表现强劲

乘联会上周公布了 10 月份销量数据，乘用车整体批发销量环比上月持平，好于季节性特征，同比增长 24%；终端零售环比小幅走低，同比增速仍然超过 20%，亦好于整体市场预期。10 月最终乘用车增速强劲表现得以确认，增速超市场预期。增速能够保持高位的原因主要在于：1) 之前库存存在弹性，整体库存小幅提升约 4 万辆水平；2) 日系基数极低，单月日系批发销量增速约为 180%，拉高了整体的增长速度水平；3) 市场之前高估了节能补贴调整对于车市的负面影响。10 月的数据



帮助驱散了车市增速不确定的阴霾，对于后续月度销量增速保持相对乐观，预计 11 月份乘用车仍然能保持 20%左右的高增速。

各地方持续推荐新能源客车，预计后续上量迅速。多因素导致 7-10 月份客车销量增速走低，而新的新能源政策于 9 月落地，10 月内各地方已经逐步完成申报，总目前各地申报情况来看，客车仍然是其规划销量占比最高的车型，预计 11 月各地逐步跟进新能源新政后行业销量颓势能够扭转，同时年底针对节能的传统混合动力客车的政策有望细化，进一步推动行业销量走高。

经济的平稳增长以及重卡本身的更新周期到来支撑重卡销量的回升，同时各地逐步推进的地方版国四排放标准也催生出一一定的购车效应，短期内这一趋势可以延续，预计未来一段时间内重卡行业销量增速仍能维持高位运行。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Mar	13-Apr	13-May	13-Jun	13-Jul	13-Aug	13-Sep	13-Oct
GDP	同比%	7.7			7.5			7.8	
PMI	指数	50.9	50.6	50.8	50.1	50.3	51	51.1	51.4
工业增加值	同比%	8.9	9.3	9.2	8.9	9.7	10.4	10.2	10.3
社会消费品零售	同比%	12.6	12.8	12.9	13.3	13.2	13.4	13.3	13.3
固定资产投资	累计同比%	20.9	20.6	20.4	20.1	20.1	20.3	20.2	20.1
出口	同比%	10	14.7	1	-3.1	5.1	7.2	-0.3	5.6
进口	同比%	14.1	16.8	-0.3	-0.7	10.9	7.0	7.4	7.6
贸易盈余	亿美元	-9	182	204	271	178	285	152	311
CPI	同比%	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7	2.6	3.1	3.2
PPI	同比%	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5
M2	同比%	15.7	16.1	15.8	14	14.5	14.7	14.2	14.3
M1	同比%	11.9	11.9	11.3	9.1	9.7	9.9	8.9	8.9
新增贷款	亿元	10625	7923	6674	8605	6999	7113	7870	5061
社会融资总量	亿元	25,498	17,619	11,856	10,375	8088	15,700	14,049	8564
外汇占款变动	亿元	2,363	2,944	669	-412	-245	273	1,264	4416
财政收入	同比%	6.1	6.1	6.2	12.1	11.0	9.2	13.4	16.2
财政支出	同比%	7.2	18	12	3	-1.8	6.5	10.1	22.0
财政收支差额	亿元	-1,324	2,123	2,483	-727	2,494	-1,019	-3,494	1628

## 附二：一周消息面汇总

### 利好：

1. 中国石化大股东再增持近 4 千万股，中化国际获高管集体增持。
2. 双 11 电商将再一次展现自己的“钱景”，获市场资金高度关注。
3. 18 届三中全会闭幕 审议通过全面深化改革决定。

### 利空：

1. 本周沪深两市解禁市值合计约 343 亿元。
2. 纽约原油周二收盘大幅下跌 2.2%，报每桶 93.04 美元。
3. 瑞银：未来两年中国经济可能要过一段“苦日子”。
4. 跨年资金抢手、国库定存招标利率飙至 6%。

## 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。