

--经济意在托底，而非大规模刺激

2014年5月6日

**投资要点**

● 上周市场微跌，上证综指上周下跌-0.5%，中小板下跌-0.7%，创业板指数下跌-0.67%。因五一假期，上周只有三个交易日，在上周一的恐慌性杀跌，近80家个股大面积跌停，在随后的两天迎来小幅反弹。造成市场的恐慌最大原因在于担忧IPO的重启，截至到5月4日，共有211家企业预披露，且有三家公司首发上会审核通过。IPO进程明显尽快且愈加明朗，其带来的负面效应正逐步被市场下跌中逐渐消化。

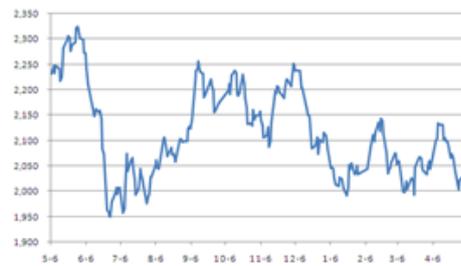
● 政治局会议（4月26日）和国务院常务会议（4月30日）并没有释放出刺激经济的强有力措施，而是希望通过“以长带短”的方式促改革、调结构，而在五一期间李克强总理在《求是》杂志刊登的署名文章也明确指出“若短期采取经济刺激政策，未来的日子会更加难过”。两次会议总的基调是：强调经济仍在合理区间，后续的动作将以此前出台的措施为主，包括棚户区、铁路、能源、中西部基建、三农等，同时支持外贸稳定增长。市场以大幅下挫的方式作出“对于进一步宽松的预期”的反应。市场担忧目前的措施难以稳住经济，后续稳增长的效果评估将是市场稳住的关键。

● 公布的4月PMI为50.4%，比上月继续回升0.1个百分点，属季节性回升。但是回升的幅度低于历史均值（回升0.7个百分点）水平，表明当前制造业整体仍不容乐观，低迷格局尚未改变。值得关注的是受稳增长政策实施的带动，4月新订单指数回升0.6个百分点至51.2%，虽然回升幅度差于历史均值回升0.9个百分的水平，但是好于2011-

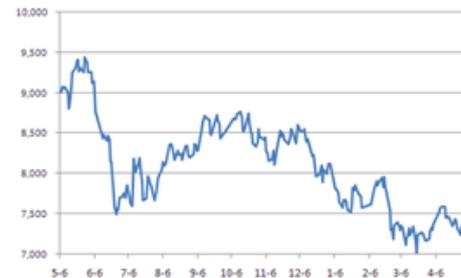
2013年同期均回落的格局。当前的稳增长措施属于微刺激，主要起到托底作用，因此预计在市场信心恢复、企业自主需求真正好转之前，稳增长带来的需求好转幅度不会很大，而经济继续呈现底部震荡的概率较大。未来出台的稳增长政策预计仍将集中在改革、调结构和民生领域。

● 总体而言，市场调整的核心原因仍然是对于经济下行（1Q的GDP为7.4%，但是市场认为注水的可能性很大，同时担心二季度GDP会更差）与信用风险导致的流动性的担忧，短期负向催化剂为IPO重启压力。我们认为1950-

上证指数走势图



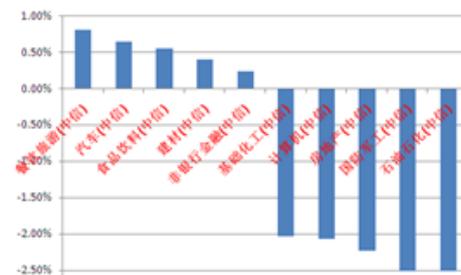
深圳成指走势图



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	IF1405
涨跌幅	-0.51%	-0.15%	-0.71%	-0.69%	-0.43%	-1.18%

上周由于长假效应加上IPO加速，A股小幅下跌，上证综指跌0.51%，深证成指跌0.15%。

一周走势回顾：周一：A股低开低走，上证综指跌逾1%，连续四日下挫，勉强守住2000点。创业板指六连阴，盘中创年内新低。盘面上，权重与题材共同下挫，板块尽墨，医疗保健、半导体、环保等题材股领跌。截至收盘，上证综指跌33.03点或1.62%。周二：A股止住了连续四日下跌的颓势，虽然上证综指午后一度下行翻绿并使得2000点整数关口盘中失守，但是随着券商、银行、有色等权重板块的强势启动，股指出现明显拉升，上证综指涨近1%。而午后触及年线支撑的创业板亦发力上攻，终结日线六连阴。截至收盘，上证综指涨16.85点或0.84%。周三：五一节前最后一个交易日，虽有沪港通细则出台和浦发拟发300亿优先股消息影响，但A股总体平稳，上证综指小幅收涨，盘面上，权重股休整蓄势，题材股表现活跃。截至收盘，上证综指涨6.02点或0.30%。

上周中信一级板块涨少跌多，涨跌幅靠前的是餐饮旅游、汽车和食品饮料板块。餐饮旅游：四月份以来行业逐步进入旺季，随着五一小长假的来临，餐饮旅游行业业绩向好的预期再度升温，使得行业领涨A股。汽车：汽车板块表现强势，其中汽配板块领涨，国家发展新能源汽车的大方向已确定，受益于新能源汽车大规模普及的预期，行业景气度回升。食品饮料：食品饮料中大众消费类个股季报超预期，券商预计双汇、伊利、光明等大众消费食品饮料龙头一季度都将实现40%左右的增长。

表现较差的板块是石油石化、国防军工和房地产。石油：石油石化板块出现技术性补跌走势，由于回购能力受到质疑，广汇能源的优先股方案遭到市场“用脚投票”，出现大跌走势。军工：虽然军工航空事业处于上升期，军工板块也不断受到政策扶持和资产注入利好支撑，但是受原材料价格波动和人力成本上升影响，不少公司业绩难超预期。房地产：龙头房企一季报出现营收净利双降的局面，引发市场对于房地产周期拐点出现的大讨论，万科副总毛大庆的内部讲话也让房地产市场感到寒意。

## 二、市场分析

上周市场微跌，上证综指上周下跌-0.5%，中小板下跌-0.7%，创业板指数下跌-0.67%。因五一假期，上周只有三个交易日，在上周一的恐慌性杀跌，近80家个股大面积跌停，在随后的两天迎来小幅反弹。造成市场的恐慌最大原因在于担忧IPO的重启，截至到5月4日，共有211家企业预披露，且有三家公司首发上会审核通过。IPO进程明显尽快且愈加明朗，其带来的负面效应正逐步被市场下跌中逐渐消化。

政治局会议（4月26日）和国务院常务会议（4月30日）并没有释放出刺激经济的强有力措施，而是希望通过“以长带短”的方式促改革、调结构，而在五一期间李克强总理在《求是》杂志刊登的署名文章也明确指出“若短期采取经济刺激政策，未来的日子会更加难过”。这是克强总理今年第三次在公开场合表示将不会采取短期刺激政策，前两次分别是3月份的政府工作报告和4月份的博鳌亚洲论坛发言。两次会议总的基调是：强调经济仍在合理区间，后续的动作将以此前出台的措施为主，包括棚户区、铁路、能源、中西部基建、三农等，同时支持外贸稳定增长。市场以大幅下挫的方式作出“对于进一步宽松的预期”的反应。市场担忧目前的措施难以稳住经济，后续稳增长的效果评估将是市场稳住的关键。

公布的4月PMI为50.4%，比上月继续回升0.1个百分点，属季节性回升。但是回升的幅度低于历史均值（回升0.7个百分点）水平，表明当前制造业整体仍不容乐观，低迷格局尚未改变。值得关注的是受稳增长政策实施的带动，4月新订单指数回升0.6个百分点至51.2%，虽然回升幅度差于历史均值回升0.9个百分点的水平，但是好于2011-

2013年同期均回落的格局。当前的稳增长措施属于微刺激，主要起到托底作用，因此预计在市场信心恢复、企业自主需求真正好转之前，稳增长带来的需求好转幅度不会很大，而经济继续呈现底部震荡的概率较大。未来出台的稳增长政策预计仍将集中在改革、调结构和民生领域。

总体而言，市场调整的核心原因仍然是对于经济下行（1Q的GDP为7.4%，但是市场认为注水的可能性很大，同时担心二季度GDP会更差）与信用风险导致的流动性的担忧，短期负向催化剂为IPO重启压力。我们认为1950-

2000点是上证综指较强的支撑区域，政策托底的措施或者说微刺激的措施后续会陆续出台。而创业板在大幅杀跌之后年线位置构成支撑，有反抽的需求。但是受制于IPO股票供给的压力，短期并没有见到见底的迹象。我们建议仍然保持谨慎仓位。

### 三、宏观政策跟踪

#### 1、官方PMI季节性回升，制造业仍然低迷

4月官方PMI为50.4，较上月微升0.1个百分点，为历年4月最低水平。然而，06-13年4月PMI平均升幅0.9%，今年升幅远弱于历史平均降幅。结合4月以来中观数据仍然很差，发电和耗煤数据增速下滑态势明显，显示制造业景气度难言好转。

分项来看：1) 需求：新订单较3月升0.6%至51.2，虽有回升但仍处于历年最低水平。4月新出口订单跌至49.1，降至荣枯线之下。显示内需暂时企稳而外需萎靡。2) 生产：生产指数较3回落0.2%至52.5，为历年4月最低值。旬度发电数据可以印证，4月增速较3月拐头向下。3) 库存：原材料库存回升而产成品库存下降，且仍在荣枯线以下，整体显示原材料去库存步伐有所放缓，产成品仍在去库存。4) 价格：购进价格大幅反弹3.9个百分点至48.3，与近期商务部生产资料价格指数回升相一致，意味着PPI环比大概率将回升。5) 就业：就业指数与3月持平，为48.3。PMI就业指标较难区分是招工难导致员工人数减少还是因为用工需求下降所致。1季度人社部数据显示就业形势整体良好。

综合而言，4月份的制造业PMI的回升更多是季节性因素所带动。不过值得关注的是，受稳增长政策的带动，需求尤其是内需，以及采购均小幅好转，并且购进价格指数也呈现降幅收窄的走势，当前的稳增长措施属于微刺激，主要起到托底作用，因此预计在市场信心恢复、企业自主需求真正好转之前，稳增长带来的需求好转幅度不会很大，而经济继续呈现底部震荡的概率较大。未来出台的稳增长政策预计仍将集中在改革、调结构和民生领域。

#### 2、美国就业数据超预期，经济复苏趋势不变

非农就业数据超预期。美国4月新增非农28.8万，高于预期的21.8万，同时上修了2、3月的非农数据。4月失业率由6.7%降至6.3%，为08年9月以来新低。失业率的下降主要是由于劳动参与率下降造成。4月劳动参与率由3月63.2%下降至62.8%，对应约80.6万人退出求职大军，这可能与年初联邦政府停止135万人的长期失业救济有关。

美国一季度GDP低于预期。美国1QGDP环比折年0.1%，低于预期的1.2%和2013Q4的2.6%。主要是受到极寒天气的影响。分结构看，消费（PCE）环比折年3%，高于预期的2%，表明消费回暖趋势未改；核心PCE价格指数增长1.3%，高于预期的1.2%，说明经济复苏势头不变。

就业市场复苏趋势得到确认，就业回暖将带动消费需求，看好美国消费复苏的持续性。同时，居民收入和收入预期的回升将增强其借贷能力，居民部门加杠杆将带动资本性支出恢复。极寒天气影响过后，未来经济趋势性上行，预计2014年美国GDP增长2.5%，高于13年1.9%。

## 四、债券市场跟踪

### 1、一周资金面情况

上周公开市场净投放910亿元。其中正回购到期投放1410亿元，回笼方面进行了500亿元的28天期正回购，公开市场净投放910亿元。

长假前资金面平稳，回购利率涨跌互现。

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
2014/4/28	2.41	4.03	4.54	4.60	10	52	21	31
2014/4/29	2.60	4.07	4.89	4.59	20	5	34	-1
2014/4/30	2.50	4.13	4.18	4.60	-10	6	-71	1
2014/5/4	2.40	3.68	3.71	4.50	-10	-45	-47	-10

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
2014/4/28	2.45	4.02	4.57	4.53	11	51	16	31
2014/4/29	2.63	4.11	4.94	4.67	18	9	37	14
2014/4/30	2.47	4.07	4.23	4.50	-15	-3	-71	-17
2014/5/4	2.38	3.63	3.59	4.31	-10	-44	-64	-19

图3: 交易所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)			
	GC001	GC007	GC014	GC028	GC001	GC007	GC014	GC028
2014/4/28	5.91	4.59	4.28	4.17	93	-50	30	13
2014/4/29	2.80	4.15	4.18	4.10	-311	-44	-10	-7
2014/4/30	5.61	2.36	2.99	3.42	281	-179	-119	-68

### 2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行85支债券，发行规模为1336亿元。

利率债方面，上周共发行8只利率债，发行规模共450亿元，其中包括5只国开债和3只农发债。5只国开债，均为续发债，分别为1年期的14国开07，发行规模60亿元，5年期的14国开09，发行规模60亿元，3年期的14国开08，发行规模为60亿元，7年期的14国开10，发行规模为60亿元，10年期的14国开11，发行规模60亿元；3只农发债为3年期的续发债14农发24，发行规模50亿元，1年期的续发债14农发30，发行规模50亿元，2年期的14农发32，发行规模50亿元。3年期国开债认购倍数最高为4.1083。

信用债方面，上周共发行信用债77支，总发行规模为886亿元。

### 3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约4,827亿元；回购总金额约27,210亿元。其中银行间市场国债成交约739.89亿元；地方政府债成交约8.28亿元；央票成交约0.20亿元；金融债成交约2,137.63亿元；企业债成交约444.78亿元；中票成交约728.11亿元；短融成交约763.81亿元；政府支持机构债成交约

4.78亿元。

利率债方面，收益率整体下行为主。其中国债收益率小幅震荡，5年期国债目前处在4.08%的位置；国开债收益率下降为主，5年期国开债收益率降幅达到10BP，目前达到5.19%的位置。

信用债方面，信用债收益率曲线除3年期品种以外整体回落，5到10年期品种回落幅度在7-10BP左右；信用利差方面，上周信用利差除3年期品种外普遍回落，5年期品种信用利差回落幅度较大，降幅在12-15BP之间。

## 五、行业信息跟踪

### 1、铁路投资上调

4月30日铁路总公司召开电话会议再度上调投资计划：1) 2014年总投资额上调至8,000亿元，较前次计划7,200亿元上调11.1%，同比增长20.5%；2) 设备购置投资额上调至1,430亿元，较前次计划1,200亿元上调19.2%，同比增长33.6%；3) 新开工项目上调至64项，较前次计划48项上调33.3%；新线投产要确保达到7,000公里以上，与前次计划一致。继4月8日上调至7200亿元，一个月之内再度上调，表明政府通过铁路基建拉动经济增长的态度和决心。铁路建设资金来源有赖于铁路发展基金及银行贷款的落实：根据现有披露，已明确资金来源包括铁路建设债券1,500亿元，地方政府及企业资金700亿元，铁路发展基金（计划2,000~3,000亿元，其中中央预算内资金200亿元，铁路建设基金400亿元，铁路专项资金150亿元，其它为社会资本）；剩余约2,800~3,800亿元将主要依赖银行贷款。2014年投资新目标有压力，但仍有望在政策支持下得以完成（2010年8,427亿元投资额中，银行贷款达到3,500亿元左右）。

### 2、电信纳入营改增试点范围

财政部和国家税务总局发布相关文件，明确从6月1日起将电信业纳入营改增试点范围，税率分两档，基础电信服务征收11%的税率，增值电信服务适用6%的税率。此事对三大运营商有重要影响，三大运营商之前税率仅3%，调整后税率增加数倍，意味着多缴税。业内预计实施营改增后，三大基础运营商利润将下降36.5%，信息服务业和软件业企业将下降20%。此次税改将对三大运营商的竞争手段产生致命影响。另外，对运营商经营模式和广大用户也将产生深远影响，目前，三大运营商在竞争中均大量使用各种促销手段，如充话费送手机、积分换物品等。之前，根据规定，以业务销售附带赠送实物业务，不征收增值税，其进项税额不得予以抵扣；附带赠送实物不属于营业税征收范围，不征收营业税。当电信业改征增值税后，“以业务销售附带赠送实物业务”有可能会“视同销售”计缴增值税，即预存话费送的手机、礼品，有可能视同销售，要计征销项税额，运营商有可能减少对用户的补贴，更要减少对用户的实物赠送。

### 3、李克强召开座谈会研究长江经济带

4月28日，国务院总理李克强在重庆主持召开座谈会，与长江沿线11个省市的主要负责人研究依托黄金水道建设长江经济带，为中国经济持续发展提供重要支撑。长江经济带将超过全国经济总量四成、超过国土面积五分之一、大约有6亿人口的区域纳入同一个经济带通盘考虑，是国家经济地理的一个新布局、新突破。长江经济带作为区域经济发展的重要规划受到国务院层面的大力推动，但另一方面，由于长江经济带所覆盖区域范围太广，且长江上、中、下游不同区域经济发展程度的差异较大，因此各地区之间如何有效统筹安排，以何种方式展开合作，以及如何协调和平衡彼此的利益等，都是长江经济带建设过程中需要慎重考虑和详细规划的问题，而这绝非朝夕之功。但长江经济带意味着国家新型城镇化战略叠加区域发展规划，有益于东部中部和西部经济的协同及融合，以长江为依托推动区域经济合作发展，虽然改革历史上鲜有成功案例，但却延续了克强总理经济微刺激政策的一贯方式，长江中部核心地区的受益及想象空间相对更大。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar
GDP	同比%		7.8			7.7			7.4
PMI	指数	51	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3
工业增加值	同比%	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7		8.6	8.8
社会消费品零售	同比%	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2
固定资产投资	累计同比%	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6
出口	同比%	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6
进口	同比%	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3
贸易盈余	亿美元	285	152	311	338	256	319	-230	77
CPI	同比%	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4
PPI	同比%	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3
M2	同比%	14.7	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1
M1	同比%	9.9	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4
新增贷款	亿元	7113	7870	5061	6246	4825	13200	6445	10500
社会融资总量	亿元	15,700	14,049	8564	12300	12322	25800	9387	20709
外汇占款变动	亿元	273	1,264	4416	3980	2729	4374	1282	
财政收入	同比%	9.2	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2
财政支出	同比%	6.5	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3
财政收支差额	亿元	-1,019	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262

## 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。