

--大象起舞，风格切换

2014 年 7 月 28 日

投资要点

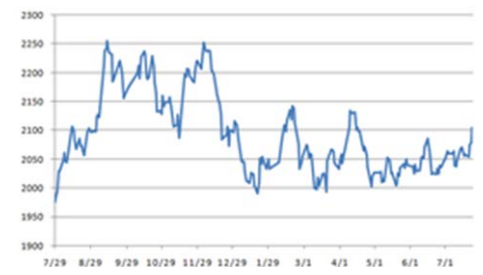
● 上周市场出现久违的二八分化，上证综指大涨 3.28%，中小板微涨 0.94%，创业板下跌 1.54%。上证综指的反弹主要还是存量资金的腾挪。从行业和主题来看，强周期的煤炭有色以及金融地产股上周领涨市场；沪港通、国企改革和京津冀主题同样表现较好；而传媒、电子元器件等 TMT 行业表现疲弱。

● “色心一动”，行情往大宗商品扩散。尽管汇丰 PMI 数据连续企稳，但诸多高频数据表现依然低迷。发电量同比基本位于 0-4%；动力煤价格跌破 500 元/吨后仍在下行；水泥价格继续下跌；30 大城市商品房销量同比下滑幅度仍维持在 15%左右。市场普遍认为经济基本面不支持上证指数上涨。但市场忽略了海外因素。有色板块从三月的镍矿、铝矿上涨（自然灾害和印尼政府人为控制出口）开始启动；之后从 6 月开始的锌矿、铝矿的价格大幅上涨（受益于需求回升和过去几年去产能所导致的供给收缩），涉锌和涉铝相关个股大幅上涨。之后扩散到有收储预期的稀土，甚至连涉铜相关个股轮番表现。有色板块的大幅上涨，带动了没有基本面支撑的煤炭、钢铁板块轮番上涨。

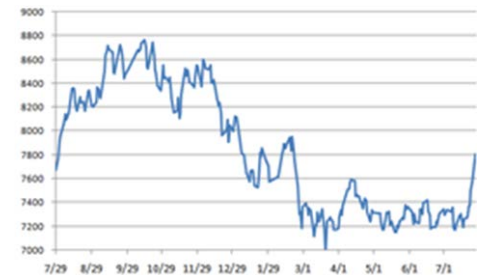
● 政策松动加快，地产量价回升的预期渐浓。上周的国务院常务会议从供给端和需求端分别出台措施降低全社会融资成本，“保险+信贷”模式无疑拓展一条增信和缓解风险的新路。四大行首套房贷款九五折则是具体的快速反应。地产成交量的下滑无疑与房贷紧张、利率没有优惠折扣有莫大的关系。而在央行的窗口指导下，首套房房贷未来可以预见会加快放款和重新有折扣，同时叠加二三线城市的限购放松，呈多米诺骨牌效应蔓延开来。未来地产量价回升的局面将会看到，从而地产以及地产产业链迎来充分的上涨理由。而 7 月 23 日 11 个部委联合下发国家新型城镇化综合试点通知，将更加深化地产产业链复苏的预期。

● 配置主板，规避小票。我们建议在未来一段时间风格上偏向中大蓝筹股，回避中小市值股票。主要是基于以下几个因素：1) 经济环境正处于“政策放松，经济企稳”阶段，对股票类资产表现有利；2) 国企改革渐入佳境，逐渐释放中大蓝筹股价值；3) “沪港通”驶入快车道，支持 A 股中大蓝筹表现；4) 海外资金对中国的看法变得积极，已经有连续七周资金流入中国市场，相对利好大盘蓝筹；5) 中小市值股票在中报期面临不小的业绩压力，同时新股在重启初期对小市值股票有更多的负面影响。行业及主题建议：1) 增持低估值中大蓝筹股，包括银行、地产、保险券商等行业；2) 国企改革与沪港通；3) 京津冀；4) 新股。

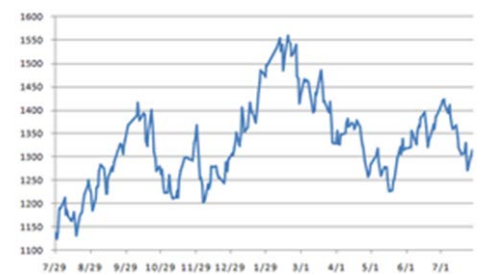
上证指数走势图



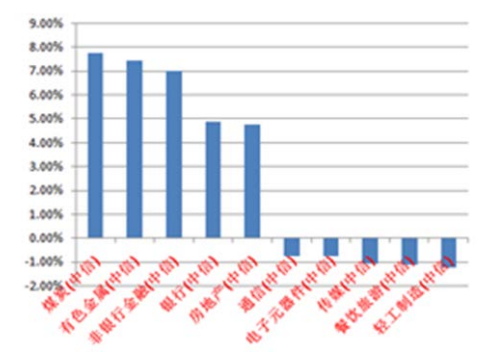
深圳成指走势图



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	IF. CFE
涨跌幅	3.28%	4.39%	0.94%	-1.54%	4.45%	5.36%

一周走势回顾：周一：两市整体呈窄幅震荡走势，沪指大部分时间在低位运行，两市成交量大幅萎缩，创业板盘中一度跌 1.4%，但午后在传媒股带动下反攻翻红。周二：两市放量上攻突破一个月以来的平台，新能源汽车和有色金属成为领涨板块，各板块被全面激活，盘中股指期货大涨逾 2%，创业板亦冲高至 1.8%，两市成交量放大。周三：两市走势分化剧烈，主板在沪港通等利好预期的刺激下延续昨日强势，创业板则一路下滑，午后一度跌超 3%，受此影响主板午后亦冲高回落。周四：两市延续了上一日的分化走势，主板高开高走震荡上扬，沪指在银行、地产、券商等权重板块的带动下时隔三个月再次收复 2100 关口，创业板受资金流向主板影响下滑，盘中跌逾 3%。周五：主板延续强势一路上行，煤炭、有色等权重股带领沪指一路攀升，创业板亦受到主板提振，低开高走缩量反弹，市场呈现百花齐放的局面，仅北斗导航等个别概念股下跌。

上周中信一级板块涨幅靠前的是煤炭、有色金属和非银金融板块。煤炭：近期的 PMI 数据、发电量数据均显示经济企稳迹象明显，煤炭行业在经过长期的充分调整后，月初的市净率已经达到历史最低点 1.21，技术反弹一触即发。有色金属：近期国际有色金属价格走强，其中 LME 铝上周最高涨至 2054 美元，创 16 个月新高，国内方面，资源税改革正在加速推进，方案是将从量计征改为从价计征，理论上讲刺激有色金属价格的上涨。非银行金融：券商板块是最直接受益沪港直通进展的板块，据悉目前已有 90 家证券公司申请参与沪港通试点；上半年券商业绩快报显示，由于信用业务收入增长和自营业务业绩改善，多数券商业绩表现良好。

跌幅靠前的板块是轻工制造、餐饮旅游和传媒板块。轻工制造：环保压力和淘汰落后产能政策依然制约造纸行业的前景，工信部给造纸行业制定了年内淘汰 265 万吨落后产能的目标，显示了行业的严重产能过剩。中秋临近，成品纸行业却显示出旺季不旺的颓势。餐饮旅游：近期媒体曝光了上海福喜过期肉事件，麦当劳和百胜餐饮集团均已宣布全面停止与上海福喜合作，这是继瘦肉精、速生鸡等事件后食品安全领域的又一场信任危机，餐饮板块遭受一定打击。传媒：上周三、周四，十一只新股密集开始网上申购，出于估值和资金分流的担忧，创业板连续两天大幅下挫，光线传媒上半年业绩大幅下滑 40% 的利空也给传媒板块带来打压。

二、市场分析

上周市场出现久违的二八分化，上证综指大涨 3.28%，中小板微涨 0.94%，创业板下跌 1.54%。上证综指的反弹主要还是存量资金的腾挪，创业板下跌和主板上涨呈现出跷跷板的效应。从行业和主题来看，强周期的煤炭有色以及金融地产股上周领涨市场；沪港通、国企改革和京津冀主题同样表现较好；而传媒、电子元器件等 TMT 行业表现疲弱。

“色心一动”，行情往大宗商品扩散。尽管汇丰 PMI 数据连续企稳，但实际上诸多高频数据表现依然低迷。发电量同比值基本位于 0-4%；动力煤价格跌破 500 元/吨后仍在下行，焦煤价格维持低位；水泥价格继续下跌，而去年同期已经企稳，玻璃价格下跌呈加速迹象；10 大城市和 30 大城市商品房销量同比下滑幅度仍分别维持在 20%和 15%左右；另外挖掘机开工率依旧低迷。市场普遍认为经济基本面不支持上证指数（或者说大盘蓝筹）上涨。**但是市场忽略了海外因素。**有色板块首先从三月的镍矿、钼矿的上涨开始启动，镍矿和钼矿皆因自然灾害和印尼政府人为控制出口而导致的矿价大幅上涨；而之后从 6 月开始的锌矿、铝矿的价格大幅上涨（受益于需求回升和过去几年去产能所导致的供给收缩），涉锌和涉铝相关个股大幅上涨。之后扩散到有收储预期的稀土，甚至连涉铜相关个股轮番表现。有色板块的大幅上涨，带动了没有基本面支撑的煤炭、钢铁板块轮番上涨。

政策松动加快，地产量价回升的预期渐浓。上周的国务院常务会议从供给端和需求端分别出台措施降低全社会融资成本，“保险+信贷”模式无疑拓展一条增信和缓解风险的新路。四大行首套房贷款九五折则是具体的快速反应。地产成交量的下滑无疑与首套房房贷紧张，房贷利率没有优惠折扣有莫大的关系。而在央行的窗口指导下，首套房房贷未来可以预见会加快放款和重新有折扣，同时叠加二三线城市的限购放松，特别是限购放松的城市越来越多，呈多米诺骨牌效应蔓延开来。未来地产量价回升的局面将会看到，从而地产以及地产产业链迎来充分的上涨理由。而 7 月 23 日 11 个部委联合下发国家新型城镇化综合试点通知，将更加深化地产产业链复苏的预期。

配置主板，规避小票。我们建议在未来一段时间风格上偏向中大盘蓝筹股，回避中小市值股票。主要是基于以下几个因素：1) 经济环境正处于“政策放松，经济企稳”阶段，对股票类资产表现有利；2) 国企改革渐入佳境，逐渐释放中大盘蓝筹股价值；3) “沪港通”驶入快车道，支持 A 股中大盘股表现；4) 同时海外资金对中国的看法逐渐变得积极，已经有连续七周资金流入中国市场，这些均相对利好大盘蓝筹；5) 中小市值股票在中报期要面临不小的业绩压力，同时新股在重启初期也往往对小市值股票有更多的负面影响。行业及主题建议：1) 增持低估值中大盘蓝筹股，包括银行、地产、保险、券商等行业；2) 国企改革与沪港通；3) 京津冀；4) 新股。

三、宏观政策跟踪

1、国务院会议要求降低社会融资成本

国务院总理李克强召开常务会议，部署多项措施要求缓解企业融资成本高等问题，其中列举了十条措施来降低企业融资成本。影响较大的几条有：

一要继续坚持稳健的货币政策，保持信贷总量合理增长，着力调整结构，优化信贷投向。加大支农、支小再贷款和再贴现力度。这次没有提到加大“定向降准”措施力度，只是强调信贷总量合理增长和通过对三农和小微企业加强支持来优化结构。从 5 月份来看，贷款增量有所回升，社融总体增速也有所改善，反映了从二季度以来，信贷总量和社融总量逐步趋于合理和稳定，进一步加大狭义流动性的宽松程度的意义不大。

二要抑制金融机构筹资成本的不合理上升，遏制变相高息揽储，维护良好的金融市场秩序。这一条可能主要针对银行吸收存款层面的一些不太规范操作，尤其是季度末、半年末时点上吸存款压力较大时。但问题存在由来已久，也跟银行“存款立行”的经营策略有关，可能需要银监会继续加强督促，减轻或者避免恶性竞争对吸存成本的推升。

三要缩短企业融资链条，清理不必要的环节，整治层层加价行为。理财产品资金运用原则上应与实体经济直接对接。这一条可能与央行官员以往所强调的问题思路一致。即货基的大规模发展和银行理财的大规模发展（实际上今年是利率市场化最快的一年，货基规模翻番，银行理财以历史上最高的速度在扩张），使得金融运行的格局有所变化。但监管机构认为货基和理财中有相当一部分的资产配置是同业存款，吸收了资金后又回到金融体系而不是直接支持实体经济，但变相提高了融资成本。依照这种思路，后续可能会约束货基和银行理财对同业存款等同业产品的投资规模和比例。比如一直讨论的货基同业存款不罚息条款的后续处理等。

五要优化商业银行小微企业贷款管理，采取续贷提前审批、设立循环贷款等方式，提高贷款审批发放效率。对小微企业贷款实行差异化监管要求。该政策还是属于定向调控的政策，即提高银行对中小企业贷款发放的效率，并且通过差异化的监管政策鼓励银行多发放小微企业贷款。但监管部门需要注意的是防范将大中型企业贷款包装成小微企业贷款的做法来获得监管红利。

七要大力发展直接融资，发展多层次资本市场，支持中小微企业依托中小企业股份转让系统开展融资，扩大中小企业债务融资工具及规模。第七条的出发点很好，但在具体落实中有不少障碍。尤其是经过一系列民营企业贷款和债券违约之后，市场对中小企业债务融资工具的风险偏好较低，要大力发展这类型债务融资工具可能还需要解决授信、担保和其他信用增信的问题。

十要有序推进利率市场化改革，充分发挥金融机构利率定价自律机制作用，增强财务硬约束，提高自主定价能力。周小川行长在中美战略对话中提到过利率市场化在两年之内完成的计划。实际上，银行表外的利率基本已经实现利率市场化，剩余的是银行表内存款的利率市场化要进一步推动。下半年可能会看到针对企业和居民的大额存款的推出。目前环境下，推进利率市场化对利率中枢有一定上移作用，但之所以在降低融资成本的事项中也提到利率市场化是因为利率市场化有利于理顺银行表内和表外发展的关系，不能厚此薄彼，导致金融体系发展的不平衡（目前的实际情况是表外理财工具持续分流表内存款），从而也有利于政府对各种利率体系的调控。

此次新金融十条基本与之前 5 月 30 号会议上的一致，重新强调了降低企业融资成本的重要性，并对相应的措施和政策更具体化。下半年货币政策的具体任务将放在推动宽货币向宽信用推进，贷款和非标等广义流动性相关的利率可能会比上半年有所下行（比如近期银行开始下调首套房房贷利率）。

2、汇丰 PMI 大幅反弹，经济复苏加速

7 月汇丰 PMI 初值回升 1.3 个百分点至 52.0，大幅高于市场预期的 51.0，而汇丰经济动量指标（新订单-库存）继续回升，经济复苏加速。

从分项指数看：1）生产和需求环节均继续大幅回升，产出指数初值回升 1 个百分点至 52.8，

新订单指数亦回升 1.9 个百分点至 53.7，其中新出口订单更为强劲，回升 2 个百分点至 52.7，内需外需均有上升；2) 企业补库存动力有所增强但并不积极，产成品库存回升 1.6 个百分点至 49.7，采购库存回升 1.6 个百分点至 51，采购量也大幅回升至 53.1，“采购库存-产成品库存”持平及产成品库存仍位于收缩区间，反映企业补库存动力有所增强但并不积极；3) 两项价格指数继续回升，反映 7 月 PPI 或继续收窄，产出价格指数回升 1.1 个百分点至 51.0，投入价格指数上升 1.6 个百分点至 52.9。

整体看，稳增长托底致内需企稳，海外经济超预期致外需回升。预计三季度经济将继续保持平稳状态，四季度在地产投资下滑和货币政策边际收紧的情况下可能略有回落。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周央行暂停正回购；周二有 180 亿元 28 天正回购到期，周四发行 3 个月国库定存 500 亿元；总的来看，上周公开市场操作共净投放资金 680 亿元（含国库现金）。

受新股上市冻结资金的持续影响，上周交易所资金面仍较为紧张，短端为甚。各期限利率涨跌互现，各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 3.25%-3.35%，shibor1w 在 3.69%-4.20%；R001 在 3.31%-3.37%，R007 在 3.85%-4.30%；GC001 在 3.72%-7.75%，GC007 在 5.00%-6.52%。

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
2014-07-21	3.32	3.69	4.99	5.03	7	4	0	30
2014-07-22	3.25	3.85	5.16	5.12	-6	15	17	9
2014-07-23	3.30	4.20	5.15	5.27	4	35	-1	16
2014-07-24	3.31	4.10	5.27	5.28	2	-10	12	1
2014-07-25	3.35	4.08	4.82	4.95	3	-2	-45	-33

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
2014-07-21	3.36	3.85	5.06	5.28	7	9	3	25
2014-07-22	3.31	4.00	5.19	5.39	-6	16	12	11
2014-07-23	3.35	4.30	5.21	5.75	4	30	3	36
2014-07-24	3.36	4.16	5.28	5.62	1	-14	7	-13
2014-07-25	3.37	4.12	4.91	4.71	1	-4	-38	-91

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
2014-07-21	3.72	6.52	5.81	4.97	-5	116	45	19
2014-07-22	4.22	5.67	5.26	4.71	50	-85	-55	-26
2014-07-23	7.75	5.62	5.17	4.83	353	-5	-10	11
2014-07-24	5.76	5.62	5.20	4.80	-199	0	3	-3
2014-07-25	6.24	5.00	4.72	4.50	48	-62	-48	-30

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 80 支债券，计划发行总规模为 1620.45 亿元，较前一周减少了约 1500 亿元。

利率债方面，上周共发行 10 只利率债，计划发行总额 794 亿元，较前一周减少了约 1000 亿元。

信用债方面，发行 22 只短融，计划发行总额 230.50 亿元，较前一周减少了约 450 亿元，从主体评级看，有 5 只 AAA 级、4 只 AA+级、10 只 AA 级和 2 只 AA-级；发行 21 只中票，计划发行总额 138 亿元，较前一周减少了约 10 亿元，从主体评级看，有 1 只 AAA 级、7 只 AA+级、12 只 AA 级和 1 只 AA-级；发行 2 只公司债，计划发行总额 23 亿元，较前一周增加约 20 亿元，从主体评级看，均为 AA 级；发行 9 只企业债，计划发行总额 94.58 亿元，从主体评级看，有 2 只 AA+级和 6 只 AA 级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 7141.90 亿元,较前一周有约 700 亿元减少;回购总金额 40251.89 亿元,较前一周减少约 4000 亿元。其中,银行间市场国债成交 880.42 亿元,较前一周减少约 250 亿元;地方政府债成交 138.70 亿元,增加约 110 亿元;央票 42.42 亿元,增加约 13 亿元;金融债成交 3236.35 亿元,减少约 500 亿元;企业债成交 848.80 亿元,减少约 50 亿元;中票成交约 899.83 亿元,减少约 20 亿元;短融成交 1059.53 亿元,增加约 3 亿元;国际机构债成交 33.41 亿元;政府支持机构债无成交。

上周利率债、高等级信用债收益率整体较前一周变化不大。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr	14-May	14-Jun
GDP	同比%		7.7			7.4			7.5
PMI	指数	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0
工业增加值	同比%	10.0	9.7		8.6	8.8	8.7	8.8	9.2
社会消费品零售	同比%	13.7	13.6		11.8	12.2	11.9	12.5	12.4
固定资产投资	累计同比%	19.9	19.6		17.9	17.6	17.3	17.2	17.3
出口	同比%	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2
进口	同比%	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8	-1.6	5.5
贸易盈余	亿美元	338	256	319	-230	77	185	359	316
CPI	同比%	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3
PPI	同比%	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1
M2	同比%	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7
M1	同比%	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9
新增贷款	亿元	6246	4825	13200	6445	10500	7747	8708	10800
社会融资总量	亿元	12300	12322	25800	9387	20709	15538	14045	19700
外汇占款变动	亿元	3980	2729	4374	1282	1892	1169	386	
财政收入	同比%	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	9.2	7.2	8.8
财政支出	同比%	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	1.9	24.6	26.1
财政收支差额	亿元	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	3071	880	-3061

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 乐视网与海康威视达成战略合作，双方将在智能硬件等方面展开深入合作。
2. 央企华电系加速整合，或成下批改革试点单位。
3. 沪港通时间临近，多头入场抢筹的步伐加速。
4. LME 期铝昨日收盘涨至每吨 2020 美元，达到 16 个月最高水平。
5. 首套房贷利率开始“松绑”，北京上海现 9 折优惠。

利空：

1. 53 家房企中报业绩近六成不乐观，25 家预亏。
2. 上周将有 19 家公司的 10.75 亿股限售股解禁，市值约 162 亿元。
3. 11 新股周三周四集中来袭、A 股或面临抽血危机。
4. 麦当劳和百胜餐饮集团（中国）宣布全面停止与上海福喜合作。
5. 22 省公布上半年 GDP 增速：均落后年初目标。

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。