

--蓝筹高歌猛进，有色一马当先

2014 年 8 月 5 日

投资要点

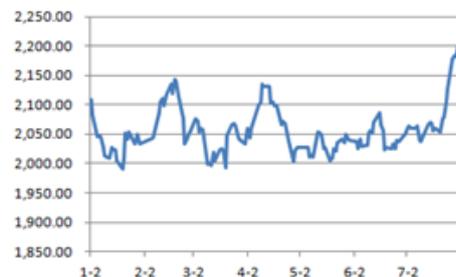
● 上周市场全面上涨，上证综指大涨 2.76%，中小板上涨 3.73%，创业板上涨 3.12%。市场的大幅上涨与 PMI 所显示的经济企稳、地产放松力度加强和沪港通所带来海外增量资金的流入（近期 ETF 基金出现连续大额净申购，热钱流入为沪港通预热做准备）密切相关。上周多个行业均呈现上涨，其中国防军工、采掘、医药生物及银行等行业涨幅居前，而房地产、建筑建材、通信及公用事业等行业涨幅靠后。

● **海外增量资金推动市场上行。**近期海外资金流入 A 股，造成市场上行幅度超预期。香港市场的 RQFII ETF 近期得到了大量资金的净流入，这与 2012 年底反弹行情相类似。近期外资流入 A 股并非简单的沪港通等因素催化，香港市场、巴西、印度等其他新兴市场以及大宗商品均表现强劲，显示出近期 A 股的上涨只是全球资金流向高风险资产中的一环。因此重点应该在于未来继续跟踪判断这一趋势的持续性，而非简单的将近期的外资流入作为继续强烈看好后市的理由。

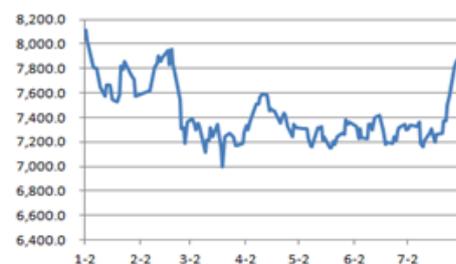
● **经济企稳，下半年加速推进改革。**7 月中采制造业 PMI 为 51.7，环比回升 0.7 个点，创 27 个月新高，经济进一步企稳。上周中央政治局的会议明确讨论三个重要问题：一是决定在今年 10 月召开四中全会，重点讨论依法治国；二是反腐取得重大突破，反腐决心依旧；三是研究上半年经济形势和下半年经济工作。会议表明“强调保持一定速度是必须的，经济增长必须运行在合理的区间”，政策的取向上“不会全面放水，而是继续发挥定向发力的作用”，同时首提“改革统领稳增长、调结构、惠民生、防风险”。具体到下半年的政策部署，明确提到“优化财政金融资源配置，提高财经资金使用效益”；培育新经济增长点和区域增长极，下半年各类区域规划可能会加快出台；增加民生社保等有效供给，下半年民生服务业领域改革减税、对民资开放的力度将进一步加大。

● **沪港通、货币和地产政策偏暖已经不断催化市场走强，未来影响市场上行的因素要关注：**1) **地产量价走势**，9-10 月的地产旺季能否出现销量上的改善；2) **国企改革的深化**。周永康被立案审查以及四中全会时间确定，也预示着改革在政治环境上做好了更充分准备。央企和地方国企改革如加速，将成为行情后半段的催化剂。从配置的角度看，继续配置蓝筹股和国有企业改革股，有色、券商、地产、银行等，尤其以弹性最大的有色为首。

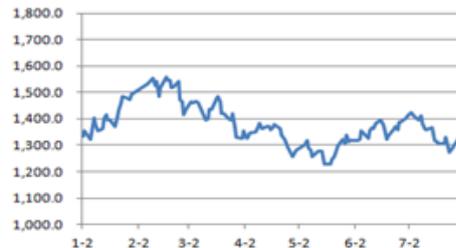
上证指数走势图



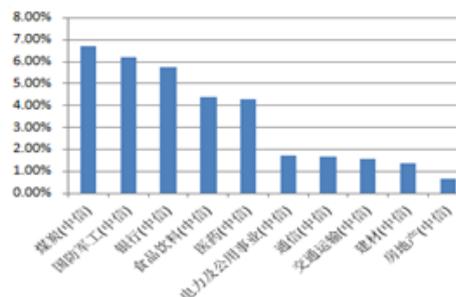
深圳成指走势图



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	2.76%	4.00%	3.73%	3.12%	3.05%	2.99%

一周走势回顾：周一：受沪港通 10 月登场利好刺激，两市延续上周强势上演逼空行情，蓝筹股仍然是做多主力，券商煤炭有色合力做多，两市成交量达 3300 亿创去年 9 月来新高。周二：两市早盘震荡走高，交通银行前一日涨停后一度再涨 8%，带动大盘逼近 2200，主板成交量有所萎缩，但中小市值股票表现活跃，创业板延续了反弹势头。周三：两市开盘后冲高回落，沪指再六连阳后出现高位震荡走势，盘中两市双双翻绿，石油板块积极护盘，创业板延续了此前的强势继续反弹。周四：两市低开冲高回落双双翻绿，午后黄金概念股爆发，有色煤炭金融等权重股企稳回升，最终沪指成功收复 2200 点，创 7 个月新高，本月沪指大涨 7.48%。周五：两市小幅低开后震荡攀升，沪指维持在 2200 点上方，午后大盘一度冲高，但随着金融等权重板块的跳水，两市双双翻绿杀跌，沪指结束了八连阳的走势。

上周中信一级板块涨幅靠前的是煤炭、国防军工和银行板块。煤炭：7 月中国制造业 PMI 为 51.7% 连续 5 个月回升，结合之前公布的 PPI、工业增加值等数据，中国经济企稳迹象愈发明显，作为典型的周期性板块，煤炭股迎来一波估值修复行情。国防军工：随着建军节的到来，军工概念股引起市场的高度关注，解放军在渤海、黄海、东海、北部湾同时期举行军演，分析认为未来 10 年国防开支将继续保持高增速。银行：银行股在沪港通消息刺激下大涨，目前银行板块 AH 股折价大约在 7% 左右，加之权重较大，银行等蓝筹板块届时有望成为外资的首选配置标的，目前仍有上涨空间。

涨幅靠后的板块是房地产、建材和交通运输。房地产：在今年以来的销售压力下，房企纷纷放弃了扩张战略，谨慎拿地成为一致选择，据统计 20 大标杆房企 7 月拿地金额不足 90 亿元，创年内新低。建材：建材板块走势受地产市场低迷的拖累，工信部近期公布首批水泥行业落后产能企业淘汰名单，显示了行业供过于求的局面未能缓解。交通运输：铁路基建行业虽然高速发展，但是今年各地铁路融资难题仍未破解，截止一季度铁路总公司负债超 2.6 万亿，据悉铁总正考虑与各大银行协办或自建一家银行解决融资难题。

二、市场分析

上周市场全面上涨，上证综指大涨 2.76%，中小板上涨 3.73%，创业板上涨 3.12%。市场的大幅上涨与 PMI 所显示的经济企稳、地产放松力度加强和沪港通所带来海外增量资金的流入（近期 ETF 基金出现连续大额净申购，热钱流入为沪港通预热做准备）密切相关。上周多个行业均呈现上涨，其中国防军工、采掘、医药生物及银行等行业涨幅居前，而房地产、建筑建材、通信及公用事业等行业涨幅靠后。

海外增量资金推动市场上行。近期海外资金流入 A 股，造成市场上行幅度超预期。香港市场的 RQFII ETF 近期得到了大量资金的净流入，这与 2012 年底反弹行情相类似。近期外资流入 A 股并非简单的沪港通等因素催化，香港市场、巴西、印度等其他新兴市场以及大宗商品均表现强劲，显示出近期 A 股的上涨只是全球资金流向高风险资产中的一环。因此重点应该在于未来继续跟踪判断这一趋势的持续性，而非简单的将近期的外资流入作为继续强烈看好后市的理由。

经济企稳，下半年加速推进改革。7 月中采制造业 PMI 为 51.7，环比回升 0.7 个点，创 27 个月新高，经济进一步企稳。上周中央政治局的会议明确讨论三个重要问题：一是决定在今年 10 月召开四中全会，重点讨论依法治国；二是反腐取得重大突破，反腐决心依旧；三是研究上半年经济形势和下半年经济工作。会议表明“强调保持一定速度是必须的，经济增长必须运行在合理的区间”，政策的取向上“不会全面放水，而是继续发挥定向发力的作用”，同时首提“改革统领稳增长、调结构、惠民生、防风险”。具体到下半年的政策部署，明确提到“优化财政金融资源配置，提高财经资金使用效益”；培育新经济增长点和区域增长极，下半年各类区域规划可能会加快出台；增加民生社保等有效供给，下半年民生服务业领域改革减税、对民资开放的力度将进一步加大。

沪港通、货币和地产政策偏暖已经不断催化市场走强，**未来影响市场上行的因素要关注：**1) **地产量价走势**，9-10 月的地产旺季能否出现销量上的改善；2) **国企改革的深化**。周永康被立案审查以及四中全会时间确定，也预示着改革在政治环境上做好了更充分准备。央企和地方国企改革如加速，将成为行情后半段的催化剂。从配置的角度看，继续配置蓝筹股和国有企业改革股，有色、券商、地产、银行等，尤其以弹性最大的有色为首。

三、宏观政策跟踪

1、官方 PMI 回升，未来增长保持良好态势

7 月官方 PMI 指数为 51.7，比上月回升 0.7 个百分点，经济增长保持良好态势。

从 12 个分项来看，同上月相比，除从业人员和供应商配送时间指数回落外，其它各项指数均呈现回升。其中，生产量指数回升幅度最大，升幅为 1.2 个百分点；采购量和原材料库存指数均回升 1 个百分点；其余新订单、新出口订单、购进价格以及产成品库存指数等环比升幅均在 1 个百分点以内。

官方 PMI 与汇丰 PMI 呈现一致性，新订单和生产指数进一步走好，出口订单也稳步回升，企业库存逐步降低，购进价格出现回升。由于汇丰 PMI 主要为中小企业，因此我们认为经济稳定的基础进一步强化。上半年为应对经济下行压力，政府出台了一系列政策，如棚户区改造，基建项目出台，三季度随着政策落实，以及地方政府放松房地产调控措施，将有助于经济保持回升的态势。预计三季度 GDP 在 7.5%左右，全年增长 7.5%左右。

2、二季度《货币政策执行报告》：总量宽松难以出台，重点在于降低社会融资成本

央行发布二季度《货币政策执行报告》，下阶段货币政策基调将保持稳定，并未有更多的强调宽松，主要目的在于降低社会融资成本。

Q2 报告与 Q1 报告相比，对货币宽松更加谨慎。主要原因在于：1) 对经济的短期判断明显趋于乐观。2) 对通胀回升的预期有所加强。《报告》指出“物价对需求面变化总体上较为敏感，前期经济回升在物价上即有所反映。未来若总需求持续回升可能会加大物价上行压力”。3) 对流动性判断措辞谨慎。一季度报告中认为流动性处于“合理”水平，二季度流动性“总体宽松”。我们预计，三季度经济继续改善，而增长和通胀保持比较稳定的情况下，货币政策将维持稳定，全面地宽松可能性不大，三四季度新增贷款各 2 万亿，M2 增长接近 14%。

报告重点强调了社会融资成本问题。从报告中披露的 Q2 社会综合融资成本来看，贷款加权平均利率较一季度下降 22BP，其中一般性贷款利率下行 11BP，降幅相对较小，推测金融机构风险偏好仍在提升；票据贴现利率大幅下行 77BP，已回归到钱荒前水平；而住房按揭贷款利率上升 23BP，达到 2012Q1 以来最高水平。Q2 信贷市场利率并未有明显变化，反映的是市场化金融机构对长期经济金融环境的预期不明朗，短期资金成本趋势向长端传导的机制钝化。

报告梳理了当前“融资难、融资贵”问题的根源。从利率角度，央行认为核心问题在于三方面特殊因素的叠加：1) 企业债务率较高，债务负担与融资需求相互推动；2) 软约束主体对利率不敏感，挤占正常部门融资能力；3) 权益融资发展缓慢，对间接融资依赖度过高。在此判断的基础上，央行明确提出制度性、结构性弊病需要通过深化改革的方式实现标本兼治，不宜依靠大幅总量扩张来解决结构性问题。央行提到未来还将定期对商业银行实施考核，并根据考核结果对其准备金率进行动态调整。通过上述设置，建立正向激励机制，引导商业银行用好增量、盘活存量，这有利于在不大幅增加贷款总量的同时，使“三农”和小微企业获得更多的信贷支持。我们认为，下阶段央行的工作重点是维护上半年形成的“宽货币”环境（即保持短期、无风险利率水平停留低位），并通过定向政策（如定向降准和 PSL 等）引导商业银行的存量资金流入政策支持领域（棚户区、首套住房按揭、小微企业、三农等），从而降低社会融资成本。

3、美联储会议：结果符合预期，释放鸽派信号

美联储 7 月 29 号至 30 号召开议息会议，会议结果符合预期：宣布维持基准利率在 0-0.25%的区间不变；缩减购债规模 100 亿美元；维持利率前瞻指引不变，声明表示“在资产购买计划 (QE) 结束后，在相当长时间内，将联邦基准利率维持在当前目标范围内是合适的”。

最近几个月美国数据保持强劲，6 月 CPI 同比增长 2.1%，核心 CPI 同比增长 1.9%，而美联储的通胀目标为 2%。市场预计通胀持续走高将对联储的宽松政策构成挑战。而此次联储会议继续释放鸽

派信号，声明表示“劳动力资源利用率不充分”、“房地产部门复苏仍然缓慢”。

我们认为，在目前就业水平与充分就业状态距离尚远，自住型购房需求仍然较弱的情况下，联储更加关注就业市场的信号，宁愿维持一个低利率水平、并不急于加息，以便稳定市场预期、增强私人部门加杠杆的能力，从而助力经济复苏。尤其是 7 月非农就业数据不达预期，失业率有稍微反弹的情况下，反映目前复苏仍不牢固。在现实的通胀水平（尤其是核心通胀水平）仍处于联储目标区间之内，联储不会根据“预期”采取紧缩行动。

我们判断，联储 10 月结束 QE，将在明年下半年开始加息，而后考虑缩表。看好美国经济下半年复苏的可持续性：就业复苏趋势得到确认，带动消费和住房投资稳步回升；同时投资和消费信心的修复将推动企业部门资本性支出增加。预计 2014 年美国 GDP 增长 2.2%，下半年呈逐季走高的态势。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周央行重启正回购，周二进行 150 亿元 28 天正回购，周四则操作了 14 天期的正回购 260 亿元；此外，上周二、周四分别有 200 亿元、100 亿元的 28 天正回购到期；总的来看，上周公开市场操作共净回笼资金 110 亿元。

打新资金解冻，上周交易所资金面较前一周有较大改善。各期限利率多数走低，各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 3.20%-3.30%，shibor1w 在 3.91%-4.01%；R001 在 3.20%-3.33%，R007 在 3.90%-4.03%；GC001 在 1.80%-3.66%，GC007 在 3.66%-4.56%。

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
2014-07-28	3.30	4.01	4.63	4.40	-4	-7	-19	-55
2014-07-29	3.25	3.91	4.60	4.14	-5	-11	-3	-26
2014-07-30	3.25	3.91	4.53	4.14	-0	1	-7	0
2014-07-31	3.20	3.98	3.98	4.20	-5	7	-55	6
2014-08-01	3.20	3.91	4.05	4.21	-1	-7	7	1

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
2014-07-28	3.33	4.03	4.60	4.23	-4	-9	-31	-53
2014-07-29	3.27	3.99	4.55	4.15	-6	-5	-5	-9
2014-07-30	3.27	3.97	4.53	4.16	0	-2	-2	2
2014-07-31	3.23	4.02	4.08	4.22	-4	5	-45	6
2014-08-01	3.20	3.90	4.27	4.08	-3	-12	19	-14

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
2014-07-28	3.66	4.56	4.50	4.36	-258	-45	-23	-14
2014-07-29	3.02	4.23	4.22	4.26	-64	-33	-28	-10
2014-07-30	3.45	4.20	4.05	4.14	42	-3	-16	-12
2014-07-31	1.80	3.67	3.77	4.11	-165	-53	-29	-2
2014-08-01	3.54	3.66	3.79	4.18	175	-1	2	6

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 66 支债券，计划发行总规模为 1256.49 亿元，较前一周减少了约 370 亿元。

利率债方面，上周共发行 11 只利率债，计划发行总额 750 亿元，较前一周减少了约 44 亿元。

信用债方面，发行 10 只短融，计划发行总额 143 亿元，较前一周减少了约 90 亿元，从主体评级看，有 5 只 AAA 级、3 只 AA 级和 2 只 AA-级；发行 5 只中票，计划发行总额 44.4 亿元，较前一周减少了约 95 亿元，从主体评级看，有 1 只 AAA 级、1 只 AA+级和 3 只 AA 级；发行 2 只公司债，计划发行总额 6 亿元，较前一周减少约 17 亿元，从主体评级看，1 只为 AA 级，另一只无评级；发行 12

只企业债，计划发行总额 121 亿元，较前一周增加了约 30 亿元，从主体评级看，有 1 只 AA+级、9 只 AA 级和 2 只 AA-级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 7341.02 亿元，较前一周有约 200 亿元增加；回购总金额 45466.43 亿元，较前一周增加约 5000 亿元。其中，银行间市场国债成交 1214.18 亿元，较前一周增加约 330 亿元；地方政府债成交 0.89 亿元，减少约 138 亿元；央票 43.45 亿元，增加约 1 亿元；金融债成交 3374.14 亿元，增加约 100 亿元；企业债成交 752.94 亿元，减少约 90 亿元；中票成交约 845.07 亿元，减少约 45 亿元；短融成交 1032.74 亿元，减少约 27 亿元；政府支持机构债成交 50.74 亿元。

上周利率债、高等级信用债收益率整体微幅下行。

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. 沪港通培训讲师透露沪港通初定于 10 月 13 日登场。
2. 交行表示正在积极研究深化混合所有制改革、完善公司内部治理机制的可行方案。
3. 国家安监总局表示将组成油气管道隐患整改领导工作小组，油气产业链上的气体检测、管道检测等概念股将受益投资加大。
4. 美联储(FED)利率会没有提及市场预期的加息细节，黄金大涨。

利空：

1. 美国商务部初裁中国的晶体硅光伏产品存在倾销行为。
2. 仅仅半年多的时间，30 多家期货营业部被关闭。
3. IPO 发审会时隔一个多月重开，华懋新材申请获通过。

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。