

2014 年 9 月 2 日

投资要点

- 上周市场调整幅度较大，上证综指下跌 1.05%，中小板下跌 1.04%，创业板下跌 2.55%。市场的调整主要系 8 月汇丰 PMI 数据略低于预期和新股周三开始发行冻结近万亿资金导致。市场的震荡有助于消化获利盘，行情有望走的更远。
- **四中全会将至，政策预期更浓。**半年报已经过去，市场重新进入业绩的真空期，9 月份行情可以报以相对乐观的态度，理由在于：1) 宏观经济相对稳定，环比仍在改善，尽管力度有所减弱。正是由于数据边际趋弱，市场在回升当中会有震荡。但是金融数据的波动不会改变流动性宽松的格局；2) 稳增长需要政策继续托底，改革力度将显著加快，国企改革将逐步铺开，10 月份即将召开的十八届四中全会，沪港通即将启程，这都有助于增资者信心并活跃市场。
- **流动性维持宽松，数据短期波动不改宽松局面。**上周四、五国债利率飙升为短期波动，本周将恢复正常。最近三周央行公开市场连续净投放，释放的态度信号相对温和。但 8 月 28、29 日交易所国债回购利率一度出现暴涨。其中 GC001 在 28 日下午临近收盘时瞬时高点超过 50%，对市场情绪造成一定不利影响。主要原因在于受月底季节性因素、新股申购冻结巨额资金等多重因素影响，属于短波动，本周将恢复正常。银行间流动性整体依然相对宽松。
- **大小盘起飞，风格差异不明显。**经过七八月的大小盘风格剧烈变换后差异可能会缩小。对于大盘股，经济环比改善减弱将抑制上升空间，但国企改革、沪港通预期也将对低估值蓝筹形成一定支撑；对于小盘股，中报之后市场对估值的担忧会减轻，市场活跃度仍然较高，较多的催化剂会带来较多的机会，但周期性股票经过 8 月份的反弹后上涨动力可能也会减弱。因此，9 月份风格不会太明显。

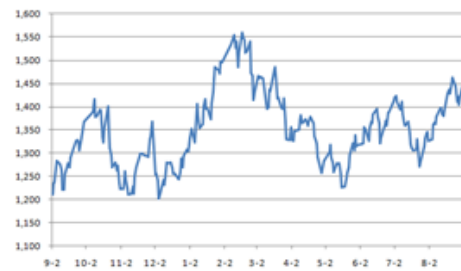
上证指数走势图



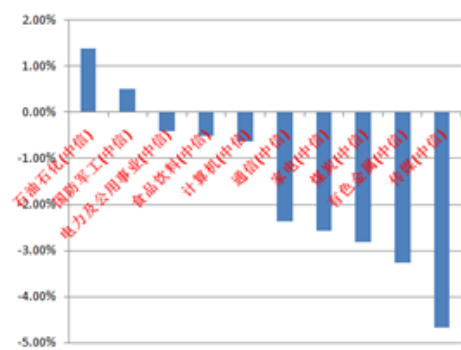
深圳成指走势图



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	0.42%	0.06%	2.13%	3.88%	0.07%	-0.17%

一周走势回顾：周一：两市双双低开低走，权重股集体回调，沪指连续跌破 5 日线、10 日线，午后两桶油翻红，大盘翻红，但临近尾盘再度跳水。周二：两市双双低开后短暂翻红，创业板的持续回调抑制了市场的做多热情，题材股分化严重，午后创业板加速跳水，板块普遍下跌。周三：两市小幅低开后迅速上行，权重股集体回暖，券商板块表现最强，创业板强势回升，军工、造纸板块表现抢眼，午后，沪指冲高回落，以微升收盘。周四：两市开盘涨跌不一，在石油板块的拉动下，大盘走高，但随着创业板的冲高回落，两市下行，沪指跌破 2200 点，尾盘的一波杀跌使沪指收阴。周五：两市双双高开，权重板块集体拉升展开反弹，随着创业板的回升，题材股开始活跃，午后两市继续震荡上行，随着金融股的翻红，尾盘大盘出现较大拉升。

上周中信一级板块涨幅靠前的是石油石化、军工和电力及公共事业板块。石油石化：上周油气改革继续发酵，广汇能源公告称公司获得原油非国营贸易进口资质，成为首家获原油进口资质的民企，同时中石油上半年利润增长且拟 10 送 1.675。军工：上周军事科学院某权威专家在内部会议上透露，军工科研院所改制细则将于近期出台，预计多家上市公司将获得军工核心科研院所资产注入。电力及公用事业：临近秋冬时节，可以预期雾霾高峰期将再次来临，环保股迎来炒作。虽然上周上网电价下调可能给电企带来一定的影响，但国家的环保电价补贴和电企对煤企的议价权，足以弥补这一可能损失。

涨跌幅靠后的板块是传媒、有色金属和煤炭板块。传媒：2014 年半年报显示，上市公司电影业务普遍“歉收”，电影票房冠军光线传媒的电影业务收入同比下滑逾四成，国内电影行业倚赖的“粉丝经济”或成隐忧。有色金属：作为反弹的急先锋，有色金属板块 7 月上涨了 14.03%，但从基本面看，有色金属行业难言乐观，美国 QE 退出的预期使得以黄金为首的有色金属价格处在下行通道中。煤炭：上周国家发改委宣布火电上网价下月起下调 0.93 分，在煤炭供大于求的行情下，电厂话语权提升，市场预计电价下调的压力电厂会通过压低煤价来进行转移。

二、市场分析

上周市场调整幅度较大，上证综指下跌 1.05%，中小板下跌 1.04%，创业板下跌 2.55%。市场的调整主要系 8 月汇丰 PMI 数据略低于预期和新股周三开始发行冻结近万亿资金导致。市场的震荡有助于消化获利盘，行情有望走的更远。

四中全会将至，政策预期更浓。半年报已经过去，市场重新进入业绩的真空期，9 月份行情可以报以相对乐观的态度，理由在于：1) 宏观经济相对稳定，环比仍在改善，尽管力度有所减弱。正是由于数据边际趋弱，市场在回升当中会有震荡。但是金融数据的波动不会改变流动性宽松的格局；2) 稳增长需要政策继续托底，改革力度将显著加快，国企改革将逐步铺开，10 月份即将召开的十八届四中全会，沪港通即将启程，这都有助于增资者信心并活跃市场。

流动性维持宽松，数据短期波动不改宽松局面。上周四、五国债利率飙升为短期波动，上周将恢复正常。最近三周央行公开市场连续净投放，释放的态度信号相对温和。但 8 月 28、29 日交易所国债回购利率一度出现暴涨。其中 GC001 在 28 日下午临近收盘时瞬时高点超过 50%，对市场情绪造成一定不利影响。主要原因在于受月底季节性因素、新股申购冻结巨额资金等多重因素影响，属于短波动，上周将恢复正常。银行间流动性整体依然相对宽松。

大小盘起飞，风格差异不明显。经过七八月的大小盘风格剧烈变换后差异可能会缩小。对于大盘股，经济环比改善减弱将抑制上升空间，但国企改革、沪港通预期也将对低估值蓝筹形成一定支撑；对于小盘股，中报之后市场对估值的担忧会减轻，市场活跃度仍然较高，较多的催化剂会带来较多的机会，但周期性股票经过 8 月份的反弹后上涨动力可能也会减弱。因此，9 月份风格不会太明显。

三、宏观政策跟踪

1、PMI 下滑，经济反弹结束

8 月官方制造业 PMI 降至 51.1，主要受产出和新订单指数快速下降的拖累。虽然指数下滑，但仍处于扩张分界线之上，显示制造业经营活动整体平稳。

分项来看：1、外需改善幅度减弱：新出口订单指数从 50.8 下降至 50，新订单指数从 53.6 下降至 52.5。外需下滑，但整体仍在 50 以上，维持外需弱势复苏的格局。2、供给受需求放缓影响，企业生产积极性和用工需求有所回落，生产指数从 54.2 下降至 53.2，就业指数从 48.3 略降至 48.2。3、价格下滑：购进价格指数从 50.5 下降至 49.3，预计 8 月 PPI 环比降幅扩大，同比增速或降至-1.2% 附近，工业价格弱势叠加利率无显著回落，实际利率下降空间受限，金融冲击仍将对制造业固定资产投资和库存投资形成一定制约。4、库存方面：产成品库存指数从 47.6 略升至 48.1，原材料库存指数从 49 略降至 48.6，库存变动基本反映需求略有放缓的情形，考虑房地产可能边际改善并带来内需稳定，而金融冲击影响仍存，制造业库存投资总体或弱势改善。

7 月的信贷数据远低于预期，我们认为这主要是有效需求不足的影响。宏观环境疲弱，不良率加速恶化，也降低了银行的风险偏好。融资规模下降和政策刺激减弱影响，短期经济增长动能有所放缓。但政府稳增长意愿仍在，经济底部风险消除，四季度经济动能可能不会大幅回落，在区间微弱震荡。考虑到去年同期的高基数，我们预计本轮经济反弹已经结束，下半年经济在 7.3% 左右。货币政策当局在 9 月份如何做出反应将进一步明朗年内政策基调（年内是否还会降息降准也会更为明朗）。在较差的经济数据压力下，如果央行 9 月份没有降息降准只是重启逆回购并小幅下调发行利率，那么市场对货币政策大幅放松的预期会逐步消退。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周央行继续操作 14 天正回购：周二、周四各 100 亿元；此外，上周二到期 28 天正回购 150 亿元、到期 14 天正回购 200 亿元，周四到期 14 天正回购 300 亿元；同时，上周四国库定存 3 个月期招标 600 亿元；总的来看，上周公开市场操作共净投放资金 1050 亿元（含国库现金）。

上周，银行间资金面偏紧，长端波动较大；继续受 8 只新股集中申购冻结资金的影响，交易所资金面在周四周五两天显得紧张，短端为甚。各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 2.82%-2.91%，shibor1w 在 3.32%-3.67%；R001 在 2.84%-2.92%，R007 在 3.59%-3.72%；GC001 在 3.10%-19.05%，GC007 在 5.50%-6.48%。

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
2014-08-25	2.84	3.36	3.89	4.20	-0	-1	-6	-0
2014-08-26	2.82	3.32	3.88	4.20	-2	-4	-1	0
2014-08-27	2.86	3.35	3.98	4.18	4	3	11	-2
2014-08-28	2.88	3.54	4.05	4.13	1	19	7	-4
2014-08-29	2.91	3.67	4.20	4.11	3	13	15	-2

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
2014-08-25	2.84	3.36	3.93	4.38	-1	-4	1	11
2014-08-26	2.86	3.35	4.08	4.23	2	0	15	-15
2014-08-27	2.88	3.59	4.18	4.11	2	23	10	-12
2014-08-28	2.92	3.72	4.33	4.08	4	13	15	-4
2014-08-29	2.92	3.67	4.27	4.05	0	-5	-7	-3

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
2014-08-25	3.6629	6.1596	5.2545	4.6608	17	177	58	17
2014-08-26	3.1030	5.7132	4.9638	4.4902	-56	-45	-29	-17
2014-08-27	4.5958	5.5006	4.7009	4.4728	149	-21	-26	-2
2014-08-28	8.7859	6.4826	5.0907	4.7722	419	98	39	30
2014-08-29	19.0452	6.4048	5.0936	4.6278	1026	-8	0	-14

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 79 支债券，计划发行总规模为 1245.4 亿元，环比减少约 2100 亿元。利率债方面，上周共发行 6 支利率债，计划发行总额 550 亿元，环比减少约 600 亿元。

信用债方面，发行 21 支短融，计划发行总额 144 亿元，环比减少约 400 亿元，从主体评级看，有 4 支 AAA 级、2 支 AA+级、8 支 AA 级、6 支 AA-级和 1 支 A+级；发行 17 支中票，计划发行总额 210.4 亿元，环比减少约 20 亿元，从主体评级看，有 5 支 AAA 级、7 支 AA+级和 5 支 AA 级；发行 4 支公司债，计划发行总额 33.5 亿元，环比增加 15 亿元，从主体评级看，为 3 支 AA 级和 1 支私募债；发行

11 支企业债，计划发行总额 144.5 亿元，环比减少 150 亿元，从主体评级看，有 1 支 AAA 级、7 支 AA 级和 3 支 AA-级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 7641.75 亿元，环比减少约 200 亿元；回购总金额 45131.5 亿元，环比减少约 700 亿元。其中，银行间市场国债成交 1236.77 亿元，环比减少约 100 亿元；地方政府债成交 27.86 亿元，环比减少约 40 亿元；央票成交 39.53 亿元，环比减少约 2 亿元；金融债成交 3341.63 亿元，环比减少约 80 亿元；企业债成交 770.04 亿元，环比减少约 160 亿元；中票成交约 995.88 亿元，环比减少约 100 亿元；短融成交 1084.29 亿元，环比减少约 100 亿元；政府支持机构债成交 106.5 亿元，环比减少约 30 亿元。

上周国债收益率整体微幅上行，而国开债收益率微幅下行；信用债短端上行，长短下行。

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标									
		14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr	14-May	14-Jun	14-Jul	14-Aug
GDP	同比%			7.4			7.5		
PMI	指数	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	50.2
工业增加值	同比%		8.6	8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	
社会消费品零售	同比%		11.8	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	
固定资产投资	累计同比%		17.9	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	
出口	同比%	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2	14.5	
进口	同比%	10.0	10.1	-11.3	0.8	-1.6	5.5	-1.6	
贸易盈余	亿美元	319	-230	77	185	359	316	473	
CPI	同比%	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	
PPI	同比%	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1	-0.9	
M2	同比%	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	
M1	同比%	1.2	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9	6.7	
新增贷款	亿元	13200	6445	10500	7747	8708	10800	3852	
社会融资总量	亿元	25800	9387	20709	15538	14045	19700	2731	
外汇占款变动	亿元	4374	1282	1892	1169	386	-883	378	
财政收入	同比%	13.0	8.2	5.2	9.2	7.2	8.8	6.9	
财政支出	同比%	21.3	-10.7	22.3	1.9	24.6	26.1	9.6	
财政收支差额	亿元	2,494	2575	-3262	3071	880	-3061	2405	

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 16 省出台国资国企改革方案 混合所有制成标配。
2. 李克强：铁路改革要为大型国企改革创造经验。
3. 深圳金融发展办副主任：联通深圳证券交易所和香港联交所的“深港通”已报批。
4. 国务院：今明两年开建一批沿海核电项目。
5. 纺织服装业呈现弱势复苏 上市企业九成盈利。

利空：

1. 半数上市房企上半年利润下滑 、楼市降价跑量。
2. 火电上网价下月起下调 0.93 分，行业年利将减 390 亿。
3. 九成煤企上半年业绩下降 、全行业减产 10%成定局。
4. 钢材便宜过白菜每斤 1.45 元 产量 8 成变积压库存。

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。