

--亢奋中保持一份清醒

2014 年 9 月 16 日

投资要点

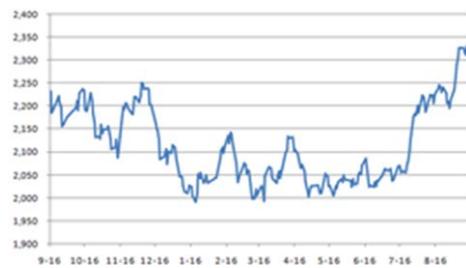
● 上周市场高位震荡，上证综指微涨 0.24%，中小板上涨 1.13%，创业板上涨 2.3%。上证综指在六连阳之后高位震荡消化获利盘，行业表现看，五家行业下跌，分别是非银金融、食品饮料、银行、采掘及有色金属，其它行业均上涨，其中国防军工、休闲服务、机械设备及纺织服装等涨幅居前，家用电器、房地产、汽车及电子等涨幅较小。

● **经济数据大幅跳水，恐将扰动市场情绪。**8 月工业增加值同比 6.9%，创 2008 年金融危机以来 68 个月新低，显著低于市场预期；固定资产投资完成累计同比增长 16.5%，亦显著低于市场预期的 16.9%。下行压力主要源于结构调整中难以避免的阵痛：房地产长期拐点导致相关上下游产业链疲弱，产能去化背景下制造业投资萎靡，微刺激政策的预期管理与以长带短的改革落地难以完全对冲这些压力。从后续扰动市场的因素来看，1) 周五的股指期货结算；2) 18 日新股的申购；3) 三季度末的银行存款考核，这些都构成市场情绪的扰动。

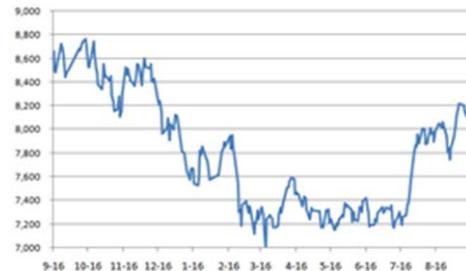
● **全面宽松难以兑现，改革憧憬成为维持高风险偏好的最后理由。**经济下行与物价低迷似乎给出了较好的降息环境，但从总理近期的表态来看全面宽松预期可能难以兑现：1) 政府对经济增长短期波动的容忍度在提高，由于经济调整并未对就业市场带来较大干扰，推动结构性改革以提升经济质量是政策方向，而不是保总量增长；2) 当前流动性较为充裕，尽管降息有助于降低实体的社会融资成本，改善私人部门，但同样也有助于带来劣币驱逐良币的寻租空间。当然投资者更为关注的在于改革政策而非经济的刺激，由于四中全会的临近和政改的有所深化，对于后期一系列经济改革推进与落实的憧憬使得市场维持较高的风险偏好。

● 整体而言，市场在 2300 点上方积聚的风险在加大，建议在亢奋的同时保持一份清醒，市场的三个扰动因素在本周可能会逐步兑现，逐步收缩战线保存胜利的果实。同时布局与四中全会有关的改革主题机会，如国企改革、农垦概念、体育产业等。

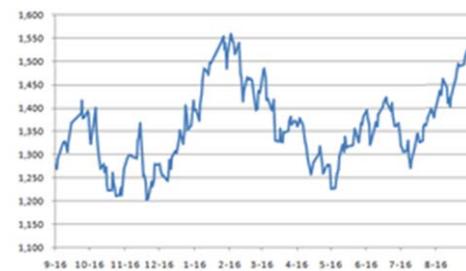
上证指数走势图



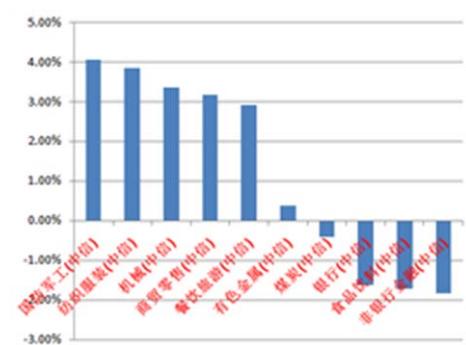
深圳成指走势图



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	0.24%	-0.82%	1.13%	2.30%	-0.45%	-1.25%

一周走势回顾：周一：两市高开，军工股迎来爆发，午后权重股集体发力，成长股也受到追捧，创业板一度涨超 2%，沪指站稳 20 日线迎 9 月开门红。周二：两市继续高开，深成指早盘一度翻绿，随着权重股崛起，大盘再次上冲，午后在银行、券商的带动下，沪指超越前期高点，两市成交量创 2010 年 11 月以来新高。周三：两市高开高走，银行、券商、煤炭集体发力，沪指突破昨日高点，盘中大盘一度回落，但午后在权重股支撑下，两市仍以长阳报收，成交量再创新高。周四：两市再次高开，体育概念股领涨，天津自贸区概念股井喷，午后权重股助沪指突破 2300 整数关口，随后大盘维持高位震荡，站稳 2300 点。周五：两市高开，权重股再次发力，虽然深成指一度翻绿，创业板一度跌超 1%，但是随着前期踏空资金在尾盘的入场抢筹，两市再度以中阳报收，沪指六连阳。

上周中信一级板块涨幅靠前的是军工、交通运输和电力板块。军工：中共中央政治局上周就军事发展新趋势和军事创新进行集体学习。习近平在主持学习时发表了讲话指出，只有与时俱进、大力推进军事创新，才能尽快缩小差距、实现新的跨越。交通运输：交通运输板块迎来补涨，近期李克强总理在考察铁路总公司时强调加强中西部铁路建设，随着中秋、十一假期的来临，交通运输行业也将迎来旺季。电力：上周发改委下调火电发电企业上网电价，由于电力的下游行业煤炭议价能力弱势，市场预计电价下调的压力将转嫁，不会影响行业利润。

涨跌幅靠后的板块是石油、银行和农林牧渔板块。石油：近期国际原油价格表现低迷，由于未来数月炼油厂进入维护期，原油需求减弱，并且美元指数连续拉升，对原油等大宗商品价格带来压制。银行：近期 16 家上市银行半年报陆续披露，基本面上看银行利润增速出现下滑，其中交通银行净利仅同比增 5.58%，此外平安银行限售股解禁 322 亿亦给板块带来压力。农林牧渔：由于各国大豆、棕榈、菜籽等农产品丰产的利空压制，近期国际农产品基本面低迷，美元指数的拉升也给农产品期货带来不小压力。

二、市场分析

上周市场高位震荡，上证综指微涨 0.24%，中小板上涨 1.13%，创业板上涨 2.3%。上证综指在六连阳之后高位震荡消化获利盘，行业表现看，五家行业下跌，分别是非银金融、食品饮料、银行、采掘及有色金属，其它行业均上涨，其中国防军工、休闲服务、机械设备及纺织服装等涨幅居前，家用电器、房地产、汽车及电子等涨幅较小。

经济数据大幅跳水，恐将扰动市场情绪。8 月工业增加值同比 6.9%，创 2008 年金融危机以来 68 个月新低，显著低于市场预期；固定资产投资完成累计同比增长 16.5%，亦显著低于市场预期的 16.9%。下行压力主要源于结构调整中难以避免的阵痛：房地产长期拐点导致相关上下游产业链疲弱，产能去化背景下制造业投资萎靡，微刺激政策的预期管理与以长带短的改革落地难以完全对冲这些压力。从后续扰动市场的因素来看，1) 周五的股指期货结算；2) 18 日新股的申购；3) 三季度末的银行存款考核，这些都构成市场情绪的扰动。

全面宽松难以兑现，改革憧憬成为维持高风险偏好的最后理由。经济下行与物价低迷似乎给出了较好的降息环境，但从总理近期的表态来看全面宽松预期可能难以兑现：1) 政府对经济增长短期波动的容忍度在提高，由于经济调整并未对就业市场带来较大干扰，推动结构性改革以提升经济质量是政策方向，而不是保总量增长；2) 当前流动性较为充裕，尽管降息有助于降低实体的社会融资成本，改善私人部门，但同样也有助于带来劣币驱逐良币的寻租空间。当然投资者更为关注的在于改革政策而非经济的刺激，由于四中全会的临近和政改的有所深化，对于后期一系列经济改革推进与落实的憧憬使得市场维持较高的风险偏好。

整体而言，市场在 2300 点上方积聚的风险在加大，建议在亢奋的同时保持一份清醒，市场的三个扰动因素在本周可能会逐步兑现，逐步收缩战线保存胜利的果实。同时布局与四中全会有关的改革主题机会，如国企改革、农垦概念、体育产业等。

三、宏观政策跟踪

1、八月货币数据：有效需求不足导致货币增速下滑，货币政策将微调

信贷符合预期，表外融资缩减。8月新增贷款7025亿元，符合市场预期的7000亿元左右。8月社会融资总量9574亿元，同比少增6267亿，表外融资大幅减少是社会融资少增的主要原因。

表内方面，票据融资占比仍然过高。从企业短期贷款和票据融资的比例来看，短期贷款减少690亿元，票据融资增加2367亿元，票据融资占企业贷款新增的比重占到55%，远高于历史同期占比。短期贷款的年限在1-3年之间，一般反映了除了房地产和基建之外的真实的银行信贷意愿，短期贷款的连续两月持续为负说明实体经济有效需求不足，银行用票据冲额度，信贷对经济增长的贡献持续减小。表外方面持续萎缩，信托贷款增长较去年减少1724亿元，未承兑汇票减少4168亿元，严监管继续发力、房地产趋势回落、新《预算法》推出在即使得地方政府非标融资难度增加等因素使得表外非标釜底抽薪。预计在这种情况下，社会融资规模今年增速将维持低位，对经济增长形成一定的掣肘。

货币增长低于预期。8月M2增长12.8%，低于市场预期的13.5%，资产选择和表外融资缩减降低货币增速。货币增速放缓主要是居民和企业存款减少所造成的。首先，居民存款减少与近期市场表现有一定的关系，历史上，2007年曾经出现过所谓“存款搬家现象”，而在2010年以后理财产品大量发行也曾经造成居民存款减少的现象出现。其次，信托贷款、委托贷款的减少表明融资链条的缩短，这也相应减缓了其存款，也导致了非金融企业存款的减少，这种融资链条的减少能够提高资金使用效率。

8月流动性有所改善，未来将继续小幅改善。8月份，银行间市场同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率均为3.17%和3.11%，分别比上月低0.24个和0.30个百分点。当前金融市场利率处于中性水平，未来可能继续小幅改善。

货币政策将向宽松方向微调。目前M2增速已经低于目标水平，而目前的经济增长较弱，通胀水平低迷的情况下，未来政策需要向宽松方向调整。但从李克强总理近期的表态来看全面宽松预期可能难以兑现，我们认为政策仍然可能通过定向微调的方式展开。一方面将通过公开市场操作并且辅助结构性宽松手段增加流动性；另一方面，通过PSL、窗口指导等其他手段降低社会融资成本。

2、八月经济数据：经济数据全面回落

投资不振，基建增速快速下行。1-8月固定资产投资同比增长16.5%，较1-7月的17%快速回落，低于市场平均预期的16.9%，当月同比增长13.3%。分类别看，基建投资单月同比增速自7月的22%下行至16%，房地产开发投资自上月的12%下行至9.9%，创下2012年4月以来的最低增速。制造业投资上月13.7%下滑至11%。8月基建增速下滑超乎市场预料，可能因素有：第一、保障房、铁路基建今年的推进速度快于往年，导致后劲不足；第二、反腐力度和新《预算法》出台使得借债发展经济可能得不偿失、房地产拖累使得地方本级财政收入增速达到2009年5月以来的最低水平6.10%是重要的掣肘。但后续，国家层面加杠杆（如棚改加码、区域性投资计划的持续推出）将推动基建增速上行将对经济起到一部分的托底的作用。

房地产开发投资从7月当月的11.9%大幅降至9.9%，房地产开发投资继续走低。8月商品房销售面积继续大幅回落，销售价格继续调整，商品房投资增速继续低迷。不过，我们认为四季度房地产市场继续深度调整的可能性不大。一方面，随着按揭贷款和限购等政策放松，以及房价调整预期逐步兑现，前期累计需求有望得到部分释放，房地产市场边际企稳的可能性大；另一方面，7月以来房屋新开工面积出现反弹，叠加高基数影响减弱，以及保障房投资可能提速，房地产投资有望实现企稳。

8月工业增加值同比增长6.9%，较7月的9%大幅回落，大幅低于市场平均预期的8.7%。工业增加值超预期回落的主要原因有三点：首先，房地产市场继续大幅下行，导致中上游行业增长动能持续萎缩；二是货高企带来去库存压力发威、企业悲观减产导致工业增加值增速猛跌，三是临时性因

素，去年 8 月温度异常高而今年 8 月温度异常低，叠加去年同期工业环比动能高，高基数因素和环比萎缩共同导致工业增加值同比增速大幅回落。分行业类别看，非金属矿物从 7 月的 10.2% 降至 8.9%，黑色金属 7 月的 5.2% 降至 3.5%，有色金属从 7 月的 12.9% 降至 11.1%，汽车制造从 7 月的 12.8% 降至 8.5%，通用设备从 7 月的 11.9% 降至 9.8%，专用设备从 7 月的 8.9% 降至 6.6%，工业下游降幅超过上游，这可能是房地产市场低迷进一步传导至下游行业的表现。

8 月经济数据全面回落，完成全年 7.5% 左右目标难度较大，后期政策料将加码宽松，一则或加快推进基建项目，二则降低社会融资成本会更为迫切。李克强总理称 GDP 增速在目标 7.5% 左右皆可，前 8 月就业已完成全年 1000 万目标更为重要，未来将坚持稳健货币政策、总量稳定定向宽松，同时进一步深化改革、增加公共产品的有效供给、支持新兴产业。

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 150 亿元、周四 100 亿元；此外，上周二、周四各到期 14 天正回购 100 亿元；总的来看，上周公开市场操作共净回笼资金 50 亿元。

上周银行间和交易所资金面延续了宽松态势，各期限利率小幅波动。各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 2.82%-2.86%，shibor1w 在 3.15%-3.24%；R001 在 2.83%-2.86%，R007 在 3.16%-3.28%；GC001 在 1.73%-4.87%，GC007 在 3.74%-4.25%。

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
2014-09-09	2.82	3.15	3.41	3.93	1	-4	-9	-3
2014-09-10	2.84	3.16	3.41	3.89	2	1	1	-4
2014-09-11	2.86	3.20	3.40	3.91	2	4	-1	1
2014-09-12	2.85	3.24	3.44	3.99	-1	3	4	9

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
2014-09-09	2.83	3.16	3.40	3.89	1	-4	-2	-6
2014-09-10	2.86	3.23	3.41	3.92	3	7	2	3
2014-09-11	2.86	3.28	3.52	4.11	1	5	11	19
2014-09-12	2.85	3.26	3.45	4.11	-2	-1	-7	0

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
2014-09-09	4.23	3.85	4.00	4.45	3	61	49	-22
2014-09-10	4.87	4.25	4.44	4.62	64	39	44	17
2014-09-11	1.73	3.74	4.25	4.57	-314	-50	-19	-5
2014-09-12	3.57	3.81	4.00	4.39	183	7	-25	-18

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 105 支债券，计划发行总规模为 2732.56 亿元，环比增加约 770 亿元。

利率债方面，上周共发行 13 支利率债，计划发行总额 1506 亿元，环比增加约 406 亿元。

信用债方面，发行 42 支短融，计划发行总额 484.5 亿元，环比增加约 100 亿元，从主体评级看，有 14 支 AAA 级、12 支 AA+级和 16 支 AA 级；发行 18 支中票，计划发行总额 198 亿元，环比减少约 40 亿元，从主体评级看，有 7 支 AAA 级、3 支 AA+级和 2 支 AA 级；发行 2 支公司债，计划发行总额 12.5 亿元，两支主体评级均为 AA；发行 8 支企业债，计划发行总额 83 亿元，环比减少 20 亿元，从主体评级看，有 1 支 AA+级和 7 支 AA 级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 6744.91 亿元，环比减少约 1000 亿元；回购总金额 41763.74 亿元，环比减少约 9000 亿元。其中，银行间市场国债成交 1189.24 亿元，环比减少约 40 亿元；地方政府债

成交 37.61 亿元,环比增加约 22 亿元; 央票成交 31.64 亿元,环比减少约 8 亿元; 金融债成交 2985.75 亿元, 环比减少约 520 亿元; 企业债成交 758.99 亿元, 环比减少约 100 亿元; 中票成交约 751.23 亿元, 环比减少约 140 亿元; 短融成交 857.78 亿元, 环比增加约 200 亿元; 政府支持机构债成交 99.03 亿元, 环比增加约 27 亿元。

上周利率债、信用债收益率整体持平, 变动不大。

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	6.9
社会消费品零售	同比%		11.8	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9
固定资产投资	累计同比%		17.9	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5
出口	同比%	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2	14.5	9.4
进口	同比%	10.0	10.1	-11.3	0.8	-1.6	5.5	-1.6	-2.4
贸易盈余	亿美元	319	-230	77	185	359	316	473	498.3
CPI	同比%	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0
PPI	同比%	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1	-0.9	-1.2
M2	同比%	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8
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. 中国铁路总公司有关负责人高调表态：铁路建设加快推进，2014 年各项建设目标可全面完成。
2. 传海南省计划在三亚市填海建设大型空港和海上救援基地，整个项目预计投资达上千亿。
3. 李克强出席第八届夏季达沃斯论坛开幕式：中国不会发生“硬着陆”。

利空：

1. 上周限售股解禁市值 301 亿其中中小板占 65.32%。
2. 苹果公司发布 iPhone 6 及 iPhone 6 Plus，未采用蓝宝石屏幕。
3. 上半年工行、农行利息净收入占营收比重仍超七成。随着利率市场化的推进，银行的盈利模式难以为继。

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间接的声明或保证。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。