

2014年9月23日

投资要点

● 上周市场震荡下行，上证综指下跌 0.11%，中小板下跌 1.27%，创业板下跌 1.64%。周二市场大幅下挫反映了三个时点因素的影响：上周五的股指期货结算；18 日新股的开始申购；三季度末的银行存款考核，这三个要素我们在前两周的周报中特别提示过。周二晚央行启动面向五大行 5000 亿的 SLF，随后市场迎来三天的小反弹，但是反弹高点没有超过周二单日的最高点。

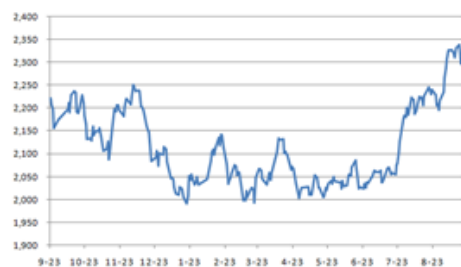
● **经济下行明确，政策刺激边际效应微弱。**8 月经济数据的大幅跳水可能会是经济下台阶的信号，转型调结构必然经历经济下行的阵痛，一方面制造业、房地产投资的单月同比增速或将长期处于低位；另一方面，房地产可能已从以价换量的抵抗式下跌阶段逐步切换到量价齐跌阶段。市场对于 GDP 的同比增速也在下调，2014Q3/Q4 的 GDP 同比增速一致预期从 7.37%/7.34%回落至 7.14%/7.33%，政策微刺激对经济的拉动边际效应在递减。三四季度政策的发力可能更加着眼于改革的深化。据媒体报道，北戴河会议透露出重大的信号，“经济增速低于 7.5%可以接受”，那么意味着未来几个月经济数据将让位于改革的推进和深化。

● **定向货币政策对冲新股发行和季末流动性的紧张。**本周有 12 只新股集中发行，预计冻结 8000 亿元的资金，自 6 月底开始每逢新股发行市场总会剧烈波动。上周央行给予五大行 5000 亿的 SLF、下调正回购利率 20 BP 以及公开市场再次净投放，这些定向货币政策有助于降低资金价格、短期有助于平缓季末资金面的压力（尤其在新股 IPO 以及存款偏离度管理办法的预期冲击下）。

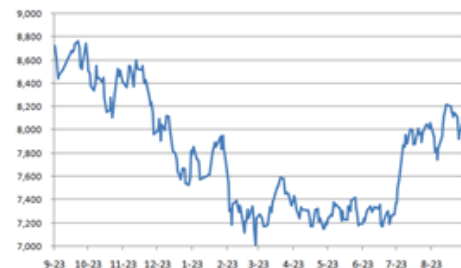
● **四中全会隐含的改革预期成为支撑市场的关键因素。**四中全会召开时间定于 10 月 13 日，改革的预期一直是市场反弹的主要逻辑。市场也在预期和讨论可能会有重大的变革，这里列出几点：1) 各地法院独立出地方政府和地方政法委，由北京通过最高法院直接领导，拨款、人事都由最高法院决定；2) 把监察局和反贪局从行政序列中独立出来；3) 土地改革将会有重大突破；4) 重新调整分税制，中央、省、市、县、乡镇五级财政，调整为中央、省、市县三级财政。地方政府自主事权必须和财政收入基本匹配。在适当时机开征遗产税和房地产税，补充地方收入。尽管改革具体措施短期无法证实，但是改革的憧憬将会支撑市场。

● 整体而言，市场在 2300 点上方积聚的风险在加大，仍然维持上周的建议：在亢奋的同时保持一份清醒，市场在九月底之前都会震荡下行，逐步收缩战线保存胜利的果实，同时提前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

上证指数走势图



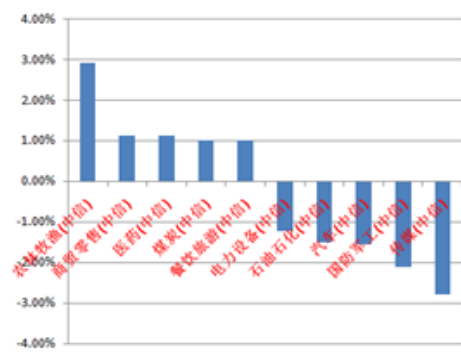
深圳成指走势图



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	-0.11%	-1.22%	-1.27%	-1.64%	-0.54%	0.09%

一周走势回顾：周一：两市低开，航天、煤炭股带领沪指走强，但金融等权重股低迷，两市上攻乏力，深成指一度跌超 1%，午后钢铁股回暖，沪指维持高位震荡至收盘。周二：两市高开低走，上海本地、民航概念股大幅走高，临近午盘沪指成功翻红，并在午后创出反弹新高，但随后掉头反转快速回落，权重股全线走低，创业板重挫失守 1500，两市成交创新高。周三：两市开盘冲高回落延续昨日大跌的弱势，随后权重股展开护盘，地产、有色表现活跃，午后港口股等题材股爆发，提振沪指走高站上 2300，创业板触底反弹成功翻红。周四：两市低开下探，航空、土地流转等概念股大幅回调，钢铁、煤炭板块再次成为护盘主力，午后权重股回落翻绿，但在 2300 下方获得强力支撑，最终红盘报收。周五：早盘沪指震荡，午后受银行、煤炭、券商等权重板块上涨提振，持续走高并收复十日线，交运、餐饮旅游涨幅居前，临近收盘涨幅有所收窄，日线三连阳。

上周中信一级板块涨幅靠前的是国防军工、纺织服装和机械板块。农林牧渔：随着十八届四中全会的政策预期升温，在土地改革以及农垦系统国企改革的政策催化下，土地流转概念股本周再次大涨，海南橡胶连续两天涨停。商贸零售：随着秋季零售行业进入传统的销售旺季，零售类上市公司股价上涨，近期电商企业也纷纷加大了市场布局力度，行业转型带来想象空间。医药：四季度宏观经济状况依然不容乐观，随着军工、传媒等题材股大幅回调，机构积极调仓，消费类股票成为资金避风港。

涨跌幅靠后的板块是非银行金融、食品饮料和银行板块。传媒、国防军工、汽车：周二证监会按法定程序核准了 11 家企业的首发申请，9 月 18 日开始，直至 9 月 24 日市场迎来密集的新股申购，新股资金冻结与长假因素叠加，资金压力凸显，以军工、传媒、新能源汽车为代表的题材股受惊大幅下挫。

二、市场分析

上周市场震荡下行，上证综指下跌 0.11%，中小板下跌 1.27%，创业板下跌 1.64%。周二市场的大幅下挫集中反映了三个时点因素的影响，即 1) 上周五的股指期货结算；2) 18 日新股的开始申购；3) 三季度末的银行存款考核，这三个要素我们在前两周的周报中特别提示过。周二当晚央行启动面向五大行 5000 亿的 SLF，缓和资金面的紧张，随后市场迎来三天的小反弹，但是反弹高点没有超过周二单日的最高点。

经济下行明确，政策刺激边际效应微弱。8 月经济数据的大幅跳水可能会是经济下台阶的信号，转型调结构必然经历经济下行的阵痛，一方面制造业、房地产投资的单月同比增速或将长期处于低位，甚至进一步下行；另一方面，房地产可能已从以价换量的抵抗式下跌阶段逐步切换至量价齐跌阶段。市场对于 GDP 的同比增速也在下调，2014Q3/Q4 的 GDP 同比增速一致预期从 7.37%/7.34% 回落至 7.14%/7.33%，政策微刺激对经济的拉动边际效应在递减。三四季度政策的发力可能更加着眼于改革的深化。据媒体报道，北戴河会议透露出重大的信号，“经济增速低于 7.5% 可以接受”，那么意味着未来几个月经济数据将让位于改革的推进和深化。

定向货币政策对冲新股发行和季末流动性的紧张。本周有 12 只新股集中发行，预计冻结 8000 亿元的资金，自 6 月底开始每逢新股发行市场总会剧烈波动。上周央行给予五大行 5000 亿的 SLF、下调正回购利率 20 个 BP 以及公开市场再次净投放，这些定向货币政策有助于降低资金价格、改善银行间市场流动性，短期有助于平缓季末资金面的压力（尤其在新股 IPO 以及存款偏离度管理办法的预期冲击下）。

四中全会隐含的改革预期成为支撑市场的关键因素。四中全会召开时间定于 10 月 13 日，改革的预期一直是市场反弹的主要逻辑。市场也在预期和讨论可能会有重大的变革，这里列出几点：1) 各地法院独立出地方政府和地方政法委，由北京通过最高法直接领导，拨款、人事都由最高法院决定；2) 把监察局和反贪局从行政序列中独立出来；3) 土地改革将会有重大突破；4) 重新调整分税制，中央、省、市、县、乡镇五级财政，调整为中央、省、市县三级财政。地方政府自主事权必须和财政收入基本匹配。在适当时机开征遗产税和房地产税，补充地方收入。尽管改革具体措施短期无法证实，但是改革的憧憬将会支撑市场，改革相关的主题继续保持活跃。

整体而言，市场在 2300 点上方积聚的风险在加大，仍然维持上周的建议：在亢奋的同时保持一份清醒，市场在九月底之前都会震荡下行，逐步收缩战线保存胜利的果实，同时提前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、央行投放流动性，货币政策转向宽松

央行上周向五大行投放 5000 备借贷便利 (SLF)，据媒体报道 SLF 执行期限为 3 个月、利率为 3.7%。同时上周四央行以利率招标方式开展了 100 亿元 14 天正回购操作。而此次中标利率较上一期下降 20 个基点至 3.5%，为年内第二次下调。

SLF 工具是央行维护短期资金市场稳定的重要一环，与 SLO 工具相比，SLF 工具期限更长、央行投放主动性更高。当前央行启动这一工具的意义，我们认为包括：1) 避免节日资金需求和月末存款考核需求叠加形成短期紧张；2) 通过大银行拆出引导资金利率进一步下行。SLF 工具的使用，首先可以避免发出货币全面放松的信号，其次可以避免这部分资金直接流入防范部门（五大行信贷投放相对保守、非标业务发展谨慎），第三可以在 3 个月后灵活决定是否回收。

正回购利率下调具有更强的指示意义，意味着货币政策中间目标转换问题，“价格优先数量”。此次下调幅度较上次更大，或表明央行合意的目标利率水平有所调整（8 月经济数据趋弱，降低社会融资成本的迫切性上升）。我们认为，债券市场正在替代影子体系成为非信贷融资的主要渠道，而债券市场对资金利率高度敏感，央行的操作至少能够传导至债券市场，推动利率债、金融债和高等级信用债收益率再次下行。

我们认为央行中期政策的方向：从偏紧到偏松，从管信用到管利率。2011 年后随着外汇占款减速、存款增长乏力，央行中期必然需要进行：1) 货币政策基调从偏紧转向偏松的转变，2) 基准利率从存贷款利率转向银行间利率的转变。从 SLF 利率、正回购利率下调，已经可以清晰的看出，央行对于非标野蛮生长担忧在逐渐下降，这意味着其政策重心可能将逐渐回归到“中期政策从紧到松”上来。对于债券市场来说，这意味着“短端不动，所以长端下不去”的担忧可以进一步消除。只要非标不大幅反弹，货币趋松的方向不会改变。

2、汇丰 PMI 反弹，经济运行平稳

9 月份汇丰 PMI 初值为 50.5，超出市场预期的 50，较 8 月份 50.2 的终值也有所反弹。9 月份 PMI 在 8 月份短暂下行后小幅回升也显示了目前经济的信心依然较强。

从分项来看，主要分项数据均有小幅好转，生产相关的指标普遍仍在 50 分界线以上，新订单与新出口订单的回升反映内需的好转与外需的持续复苏。新订单减产成品库存的动能指标也有所反弹，从上个月的 1.9 回升到 2.4。

1、需求方面，新订单指数从 8 月的 51.3 升至 52.3，新出口订单从 51.9 上升至 53.9。显示目前需求仍较为稳定，内需偏弱，但外需较强，外需推动下，经济有望企稳回升。

2、供给方面，需求基本持平，但制造业就业指数小幅回落。不过今年就业总体情况较好主要是集中在第三产业（汇丰服务业就业指数二季度以来升至 51 以上，保持在扩张区间），而制造业就业情况虽然较弱，对整体就业的拖累不大。

3、库存方面，采购库存指数从 8 月的 48.1 回升至 48.9，显示对经济复苏信心增强的同时加强生产。产成品库存指数也相应小幅回升，由 49.4 回升到 50。

4、价格方面，购进价格与出厂价格均有回落。购进价格指数从 8 月的 48.9 降至 46.2。出厂价格指数从 8 月的 48.9 降至 46.4。近期工业品价格环比有所回落，可能带动 PPI 同比继续回落。

虽然 8 月份经济数据异常的差，但较大程度是基数原因导致。近期中国政府出台政策支持经济，有助于提振市场信心，包括对五大行 SLF、正回购操作利率下调，以及有更多地区放松房地产的限购和限贷等。从去年 9 月份到年底的基数环比来看，较 8 月份有较明显的回落，基数效应加上目前 PMI 显示经济环比动能尚可，同比会出现反弹。从高频数据来看，9 月上中旬发电量和初钢产量等指标的同比均比 8 月份有所恢复，9 月份工业增加值可能回升到 7.5% 以上水平，四季度可能在 8% 附近。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周央行依旧操作 14 天正回购：周二 150 亿元、周四 100 亿元，但周四的正回购利率下了 20bp，为今年 8 月以来第二次下调；此外，上周二、周四分别到期 14 天正回购 180 亿元、150 亿元；总的来看，上周公开市场操作共净投放资金 80 亿元。

上周市场受央行定向五大行 SLF5000 亿元定向放水传言的影响，银行间和交易所资金面短端延续了宽松态势，而长端由于受到新一批 IPO 将集中发行以及资金跨月的考虑而有所趋紧。

各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 2.84%-2.85%，shibor1w 在 3.24%-3.30%；R001 在 2.84%-2.85%，R007 在 3.28%-3.38%；GC001 在 2.22%-3.40%，GC007 在 4.15%-4.57%。

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
2014-09-15	2.85	3.24	3.45	4.01	0	1	0	2
2014-09-16	2.85	3.25	3.50	4.01	0	1	5	1
2014-09-17	2.85	3.29	3.52	4.06	-1	4	2	5
2014-09-18	2.84	3.30	3.52	4.18	-1	1	0	12
2014-09-19	2.84	3.30	3.55	4.31	0	0	4	13

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
2014-09-15	2.84	3.28	3.59	4.13	-1	1	14	2
2014-09-16	2.85	3.33	3.52	4.24	1	5	-7	11
2014-09-17	2.84	3.38	3.58	4.45	-1	5	6	21
2014-09-18	2.84	3.38	3.69	4.55	0	0	11	10
2014-09-19	2.84	3.34	3.59	4.77	0	-4	-10	22

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
2014-09-15	3.4046	4.1474	4.2392	4.4897	-16	34	24	10
2014-09-16	3.0668	4.2391	6.8618	4.7202	-34	9	262	23
2014-09-17	3.0194	4.1589	7.6250	4.7639	-5	-8	76	4
2014-09-18	2.2185	4.5715	7.0813	4.7360	-80	41	-54	-3
2014-09-19	3.3254	4.4730	5.9851	4.3948	111	-10	-110	-34

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 126 债券，计划发行总规模为 2768.80 亿元，环比增加约 36 亿元。

利率债方面，上周共发行 13 支利率债，计划发行总额 1306 亿元，环比减少约 200 亿元。

信用债方面，发行 49 支短融，计划发行总额 561.90 亿元，环比增加约 80 亿元，从主体评级看，有 19 支 AAA 级、7 支 AA+级、17 支 AA 级、4 支 AA-级和 2A+级；发行 21 支中票，计划发行总额 259.80 亿元，环比增加约 60 亿元，从主体评级看，有 5 支 AAA 级、6 支 AA+级、8 支 AA 级和 2 支 AA-级；发行 4 支公司债，计划发行总额 33 亿元，环比增加约 20 亿元，从主体评级看，有 1 支 AAA 级、1

支 AA+级和 2 支 AA 级；发行 17 支企业债，计划发行总额 261.50 亿元，环比增加约 180 亿元，从主体评级看，有 4 支 AAA 级、9 支 AA 级和 4 支 AA-级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 9915.29 亿元，环比增加约 3200 亿元；回购总金额 48526.57 亿元，环比增加约 7000 亿元。其中，银行间市场国债成交 4470.24 亿元，环比增加约 3300 亿元；地方政府债成交 102.42 亿元，环比增加约 70 亿元；央票成交 127.58 亿元，环比增加约 100 亿元；金融债成交 10992.35 亿元，环比增加约 8000 亿元；企业债成交 2577.35 亿元，环比增加约 1800 亿元；中票成交约 2534.97 亿元，环比增加约 1800 亿元；短融成交 3138.68 亿元，环比增加约 2300 亿元；政府支持机构债成交 313.84 亿元，环比增加约 214 亿元。

上周受央行定向五大行 SLF5000 亿元、正回购利率下行 20bp 等宽松信号，债市迎来一波利好，利率债、信用债收益率整体有所下降，长端下行幅度较大。

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	5.7
新增贷款	亿元	13200	6445	10500	7747	8708	10800	3852	7025
社会融资总量	亿元	25800	9387	20709	15538	14045	19700	2731	9574
外汇占款变动	亿元	4374	1282	1892	1169	386	-883	378	-311
财政收入	同比%	13.0	8.2	5.2	9.2	7.2	8.8	6.9	6.1
财政支出	同比%	21.3	-10.7	22.3	1.9	24.6	26.1	9.6	6.2
财政收支差额	亿元	2,494	2575	-3262	3071	880	-3061	2405	-1095

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 国家发改委等单位近期召开了煤炭行业脱困工作视频会议。
2. 今年我国钢铁行业迎来出口高峰年，钢材出口量和出口增速分别达到历史新高。
3. 李克强主持召开推进新型城镇化建设试点工作座谈，确定新型城镇化 62 地开展试点。
4. 市场传言称央行对五大行进行总规模 5000 亿元 SLF，每家银行为 1000 亿元。
5. 李克强 18 日考察上海自贸区：自贸区内外资要一视同仁。

利空：

1. 证监会按法定程序核准了 11 家企业的首发申请。
2. 房企疲于去库存，扎推一二线避险不愿拿地。
3. 半年报利润：过半上市房企净利率低于 10%。

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。