

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

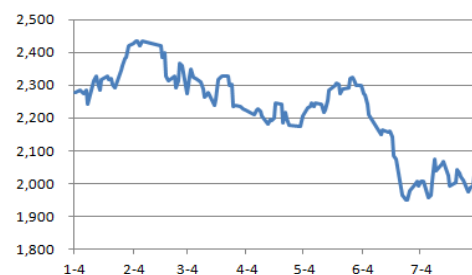
--周期搭台、成长继续唱戏

2013 年 8 月 6 日

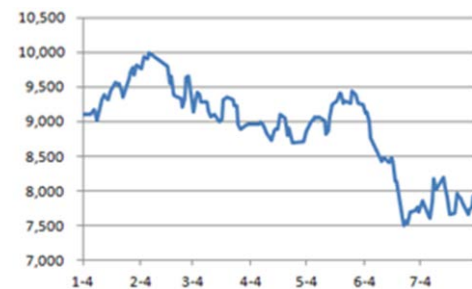
投资要点

- 上周指数在 PMI 指数超预期和央行重启逆回购等利好消息影响下震荡反弹。其中房地产和煤炭等周期性行业涨幅居前。周四市场受到“政治局会议不再提地产调控”、“新湖中宝定增获批而带来地产再融资放开的预期”和“央行两次小幅释放逆回购”的提振，上证综指单日大涨 1.77%，而创业板单日更是大涨 4.95%，并在次日又创出历史新高 1208.33。总体来看，市场呈现周期行业和创业板、中小板齐涨的局面。
- 近期消息面暖风频吹，市场活跃度有所提升。一是“地产释放利好消息”，7 月 30 日的政治局会议提出“积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化，促进房地产市场平稳健康发展”、“新湖中宝 55 亿的定增方案的推出”；二是 7 月官方制造业 PMI 为 50.3% 环比微升 0.2 个百分点，超出市场预期，结合近期水泥提价的情况，部分投资者认为短期经济可能没有那么差。是本周央行时隔 5 个多月重启逆回购，流动性层面的担忧有所缓解，从量上来看虽然不算多，但的确对于稳定市场情绪起到一定作用。
- 短期指数因利好频出而有所反弹，但经济总体走势依然偏弱，难以支持大幅度上扬。在转型的大方向下，政府需要兼顾“稳增长”和“调结构”，其政策必定不是单向的而是有一揽子政策，有堵有疏。所以我们既看到管理层表示要加快棚户区改造，加强城市基础设施建设，同时也看到审计署开展对政府性债务的全面审查，进一步清理地方融资平台。指数围绕 2000 点附近荡秋千将成为短期常态。
- 从投资策略上看，我们建议“保留一份清醒，控制好仓位”，以应对调结构过程中“利空”，比如审计署查账可能引发的信用风险。从行业配置的角度看，周期品虽然便宜，但是便宜无好货，周期品的反弹难以持续，大幅向上需要等待信号的出现。而成长仍然是配置的主线，行情尚未结束，尽管目前在高位震荡的压力加大，但是大方向没有问题。

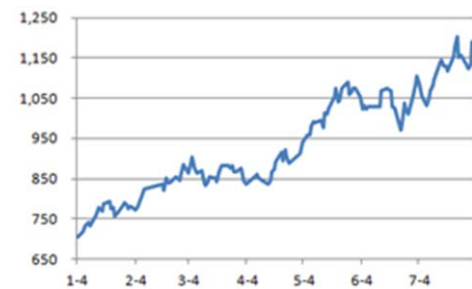
上证指数走势图



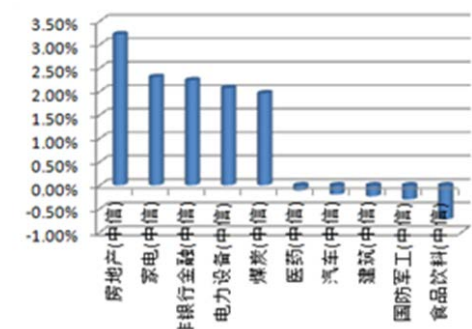
深圳成指走势图



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	IF1307
涨跌幅	0.9%	1.5%	0.9%	2.6%	2.2%

本周三，A 股在李克强部署加强城市基础设施建设，PMI 数据意外上涨等多重利好推动下大涨。本周上证指数上涨 0.9%，深成指上涨 1.5%，创业板上涨 2.6%。

周一政府债务审计引发担忧，沪指跳空低开失守 2000 并快速跳水，全天呈现弱势格局，成交量明显萎缩，沪指连续 4 日收阴。周二中央表态保护中小投资者利益，暴力哥再度现身，民生、两桶油拉升股指，午后出现回落。周三高层定调地产平稳发展，地产板块早盘集体暴涨，一度涨超 5%，随后冲高回落，全天沪指平稳下行。周四李克强部署加强城市基础设施建设，PMI 数据意外上涨，大盘早盘高开高走，外盘再度拉升。

本周涨幅靠前的行业是房地产、家电、非银行金融和电力设备。地产行业，中共中央政治局会议提及“促进房地产市场平稳健康发展”，数年来第一次强调保持合理投资增长，未提房产调控，或许意味着此前的调控政策会有所放松。家电行业有消息称发改委将启动新一轮的节能补贴政策，预期 10 月 1 日实施，利好家电行业产品技术水平较高的能效领跑者。券商行业，上周新增 A 股开户数和持仓账户数环比连续第二周增长；个股期权新一轮仿真测试临近，准备 8 月开展，本轮参与仿真测试的券商范围大幅扩大。

本周跌幅靠前的是食品饮料、国防军工和建筑行业。白酒行业本周酒鬼酒和沱牌舍得相继发布了预亏预减的中报业绩预告，受限制三公消费政策的影响，同时考虑到白酒企业近年来迅速膨胀的产能，行业短期很难实现业绩回升。近期军工板块没有利好刺激，军工板块一般在两种情况下有所表现，一是周边局势紧张，二是军工企业有资产注入预期。建筑行业，上半年水泥行业利润率下降，水泥产量 10.96 亿吨，同比增长 9.7%，应收账款达 721 亿元，同比增长 22%。产能过剩矛盾仍难以缓解。。

二、市场分析

上周指数在 PMI 指数超预期和央行重启逆回购等利好消息影响下震荡反弹。其中房地产和煤炭等周期性行业涨幅居前。周四市场受到“政治局会议不再提地产调控”、“新潮中宝定增获批而带来地产再融资放开的预期”和“央行两次小幅释放逆回购”的提振，上证综指单日大涨 1.77%，而创业板单日更是大涨 4.95%，并在次日又创出历史新高 1208.33。总体来看，市场呈现周期行业和创业板、中小板齐涨的局面。

近期消息面暖风频吹，市场活跃度有所提升。一是“地产释放利好消息”，7 月 30 日的政治局会议提出“积极稳妥推进以人为核心的新型城镇化，促进房地产市场平稳健康发展”、“新潮中宝 55 亿的定增方案的推出”；二是 7 月官方制造业 PMI 为 50.3% 环比微升 0.2 个百分点，超出市场预期，结合近期水泥提价的情况，部分投资者认为短期经济可能没有那么差。是本周央行时隔 5 个多月重启逆回购，流动性层面的担忧有所缓解，从量上来看虽然不算多，但的确对于稳定市场情绪起到一定作用。

短期指数因利好频出而有所反弹，但经济总体走势依然偏弱，难以支持大幅度上扬。在转型的大方向下，政府需要兼顾“稳增长”和“调结构”，其政策必定不是单向的而是有一揽子政策，有堵有疏。所以我们既看到管理层表示要加快棚户区改造，加强城市基础设施建设，同时也看到审计署开展对政府性债务的全面审查，进一步清理地方融资平台。指数围绕 2000 点附近荡秋千将成为短期常态。

从投资策略上看，我们建议“保留一份清醒，控制好仓位”，以应对调结构过程中“利空”，比如审计署查账可能引发的信用风险。从行业配置的角度看，周期品虽然便宜，但是便宜无好货，周期品的反弹难以持续，大幅向上需要等待信号的出现。而成长仍然是配置的主线，行情尚未结束，尽管目前在高位震荡的压力加大，但是大方向没有问题。

三、宏观政策跟踪

1、国家审计署将组织全国审计机关对政府性债务进行审计。

审计署网站显示，根据国务院要求，国家审计署将组织全国审计机关对政府性债务进行审计。

2011 年，审计署首次对地方政府性债务进行了全面审计。此次审计结果显示，截至 2010 年年底，全国省、市、县三级地方政府性债务余额共计约 10.7 万亿元。2012 年至 2013 年，审计署又对 36 个地方政府的政府性债务变化情况进行了审计（其中，省级单位覆盖 52%，市级覆盖不到 3%，没有覆盖县级）。审计结果显示，上述地方政府债务余额增长了 12.94%。

我们对此次审计的点评如下：

1) 审计的目的是摸清家底，为新一届政府解决地方政府的融资问题和财税体制改革做铺垫。

本次审计工作旨在进行再次摸底和评估，不是严打和清算，意在为化解政府债务风险摸清情况。范围较 11 年有所扩大，这次是涉及范围更广的五级审计，把中央政府和乡级政府也涵盖在内。市场预期会持续 2-3 个月。

2) 此次审查结果估计很难超过市场预期。

按照 36 个地方政府的债务增长率推算全国，2012 年底地方债务大约 12 万亿。目前市场估算目前总额大约为 18 万亿左右。其中，按照银监会之前下发文件，地方政府融资平台贷款坚持总量控制没有增长，但是一些地方政府通过融资租赁、售后回租、BT、垫资施工和违规集资等方式变相举债融资。在之前的审计中发现，在 2012 年债务余额来源中，银行贷款和发行债券分别占 78% 和 12%，剩下 10% 的债务来源中多数是通过违规方式举债。此外，按照前财长项怀诚在 4 月曾表示，中国地方政府融资平台的债务规模可能超过 20 万亿元。

我们认为这次审计结果即使大幅超出官方预期，但很难超过市场预期的 17-18 万亿。

图 1：市场预期地方债务规模

	2013E
融资平台贷款	93000
城投债	25000
中央代发地方债	9000
基建信托余额	23000
保险资金基础设施债权投资	4000
券商资管和私募合作的 BT 代建债务融资等	5000
上级财政借款、其他借款	15000
	174000

3) 此次审计不太可能影响地方政府主导的投资增速。

政策的更多目的在于限制信托等影子银行方式过度举债，建立和完善地方规范举债的制度。之前财政部要求地方政府加快项目审批和资金兑付，同时要求尽快把已计划预算的项目完成，基建投资不太可能停止。预计这次审计对地方政府的投资影响有限，影响更多体现在厘清以不合规的政府债务支持的投资以及乡镇层面的投资。

4) 此次审计可能会引发市场对地方债务问题的担忧。

在之前的审计中，36 个地方政府中有 20 个地区偿债率超过 20%，最多的达到 67.8%。其中，把土地出让收入作为偿债来源的债务余额 7747 亿，占政府负有偿还责任债务余额的 55%。如果经济下行，地方政府面临着税收收入下滑、土地出让收入下跌的压力，会引发资产质量方面的担忧。并且不少债务通过违规方式举债，如 BT 融资年率达到 20%，蕴含新的风险。此外，地方政府债务各级财政收入差距大，地方融资平台公司大量集中在财政能力较弱的县级政府，结构性有风险。

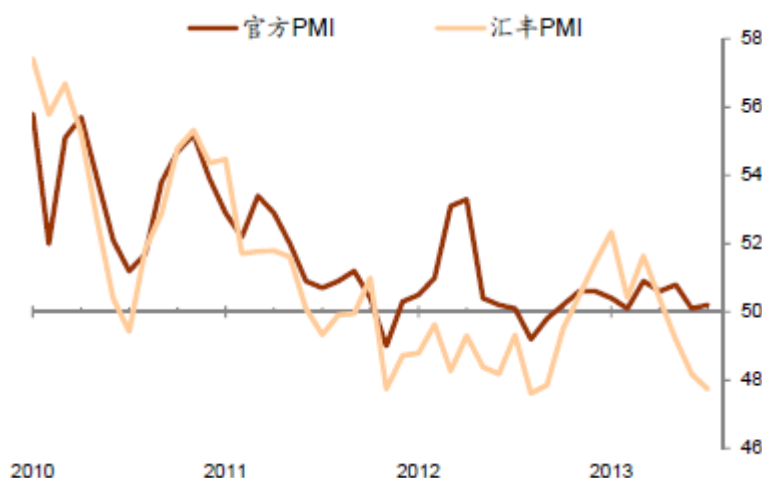
按照我们的测算，以 2012 年末地方财政（按照市场预期的最坏情况）+中央财政负债余额 22.86

万亿元，以及铁道部 2.79 万亿元，政策性金融债 8.4 万亿元估计（政策性金融债涉及众多地方债务，与地方政府债务部分重叠），政府性债务占 GDP 比例约 66%，如果算上乡村两级债务估算 1.8 万亿，则债务/GDP 的比值为 69%，在国际中处于较高水平。目前地方融资平台的坏账水平被怀疑在 10% 左右，意味着坏账可能达到 2 万亿元，相当于 GDP 的 5%。

2、官方 PMI 反弹超预期

7 月份官方 PMI 为 50.3%，超越市场平均预期 49.8%，呈反季节性走势。和汇丰 PMI 走势相反，反映大企业的经营状况优于中小企业。

图 2：官方 PMI 与汇丰 PMI 走势相反



总需求的扩张势头并不强。新订单小幅回升，略微高于荣枯线；出口订单和原材料库存指数虽然回升，但仍处于收缩区间。

生产扩张较为明显，主要由预期好转推动。生产经营活动预期指数为 56.4%，结束了连续 3 个月的下降走势。近期中央政府出台了一系列有利于支持经济增长的政策措施，包括：盘活财政存量资金、放开贷款浮动下限、降低小微企业税负、增加在铁路、环保、市政和棚户区改造等领域的基础设施投资等等。根据一些高频数据如电厂耗煤量大幅上升、集装箱运价上升等也显示经济增速有好转的迹象。

购进价格指数回升幅度较大。7 月购进价格指数大幅反弹 5.5 个百分点至 50.1%，回到了扩张区间。预计 7 月 PPI 同比-2.2%。

虽然 PMI 有所反弹，但随着去杠杆以及去年高基数的影响，下半年经济增速仍将继续下降。下半年宏观政策总体上将延续“宽财政、稳货币”的思路，但随着经济增速逐步逼近下限，“定向宽松”和微观放活的力度将有所加大。

3、二季度货币政策执行报告点评

1) 稳增长意图更清晰：

下一阶段央行货币政策思路的变化：由 1 季度的“前瞻性、针对性和灵活性”改为 2 季度的“稳定性和连续性”，更强调稳定；由统筹考虑“稳增长、控通胀、防风险”改为把握好“稳增长、调结构、促改革、防风险”的平衡点，不再提“要注意预先防范通胀风险”，对通胀的担忧下降；对调结构的表述，从“需要进一步加快经济结构调整和改革步伐”改为“关键是要把握好短期与长期的平衡”，对经济的短期增长关注在增加。

2) 二季度贷款成本上升，主要由于金融机构去杠杆

贷款加权平均利率比 3 月提高 27bp，比年初亦高 7bp：一般贷款需求回落导致 2 季度一般贷款利率下降 12bp 至 7.10%，贷款利率执行下浮和基准的占比提高，分别上升 1.11pc 和 0.73pc；钱

荒导致票据融资加权平均利率上升 126bp。未来由于稳增长措施，以及热钱流出导致资金面偏紧的格局，三季度贷款利率下行压力有限。

金融机构去杠杆应是资金成本上升的主因。2 季度大型银行资金拆出总量仅为 11 万亿，同比下降 7.6 万亿，与之对应的是其他金融机构的资金拆入量明显萎缩，其中最明显的是中小银行和其他金融机构和产品，主要是信托和银行理财产品等。

3) 超储率上升，央行出手维持稳定

二季末金融机构超储率为 2.1%，比 1 季末小幅回升 0.1%，恢复到去年同期水平，意味着资金面有改善。央行在 6 月底启动常设借贷便利（SLF）投放资金，截至 6 月末央行常备借贷便利余额为 4160 亿元，央行投放资金是银行超储维持稳定的原因。尽管超储维持稳定，但在央行监管金融风险背景下，银行对资金储备的上升，货币市场将在高位维持稳定。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周前半周资金面紧张，后半周相对宽松。shibor 隔夜在 {3.25, 3.70} 之间，较上周上行 12bp 左右。银行间质押式隔夜回购利率（加权平均）在 {3.21, 3.77} 之间，较上周上行 9-18bp。交易所 7 天质押式回购利率在 {3.61, 5.79} 之间。

图 3：一周 SHIBOR 走势

日期	O/N	1W	2W	1M	3M	6M	9M	1Y
2013/7/29	3.7030	5.0570	5.5000	5.9880	4.6710	4.2201	4.2700	4.4000
2013/7/30	3.6410	4.9720	5.3400	5.8890	4.6670	4.2203	4.2700	4.4000
2013/7/31	3.6990	4.9710	5.4530	5.3400	4.6645	4.2199	4.2700	4.4000
2013/8/1	3.5490	4.5450	5.3600	4.8460	4.6635	4.2193	4.2700	4.4000
2013/8/2	3.2539	4.3140	4.5500	4.6420	4.6595	4.2198	4.2700	4.4000

图 4：银行间质押式回购利率

日期	R001.IB	R007.IB	R014.IB	R021.IB	R1M.IB	R3M.IB
2013/7/29	3.776	5.12	5.518	5.966	6.194	5.70
2013/7/30	3.660	5.00	5.353	5.953	6.004	5.50
2013/7/31	3.729	4.99	5.436	5.595	5.321	5.43
2013/8/1	3.545	4.00	5.349	5.166	4.816	5.28
2013/8/2	3.215	4.33	4.599	4.500	4.605	5.08

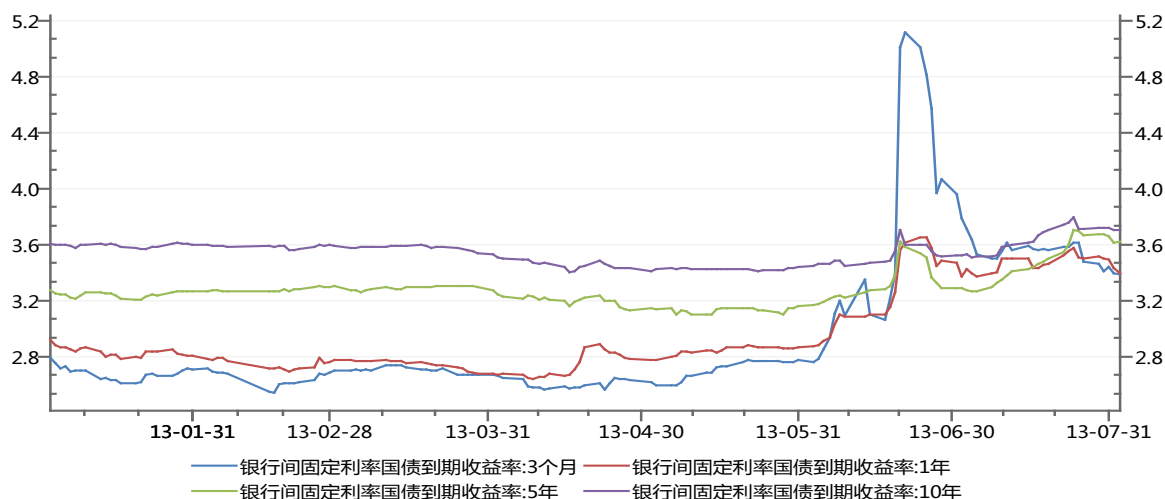
2、债券一级市场情况

上周新发行债券的总计划发行规模为 1856 亿元。无新发行的企业债。

3、债券二级市场情况

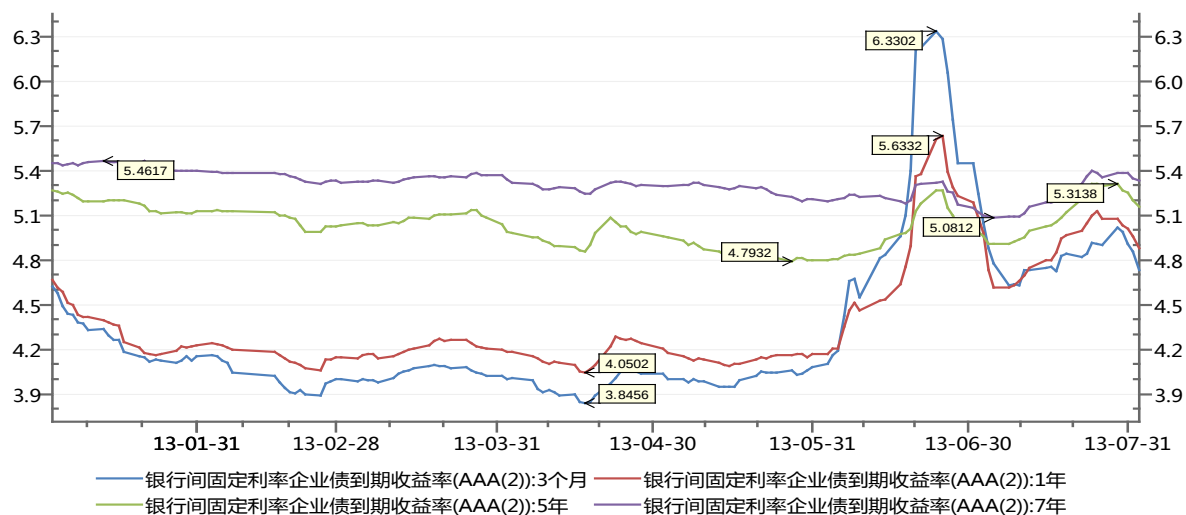
本周关键期限国债运行平稳，自 7 月 31 日起收益率呈现微降趋势。从全年来看，各期限国债的流动性利差处于低位。至上海末 1 年期国债和 3 月期国债之间的流动性利差大幅减少，接近于 0。

图 5：关键期限国债收益率变化



本周关键期限企业债运行平稳,自 8 月 1 日起收益率呈现下降趋势。从全年来看,各期限企业债的流动性利差依然偏低,信用利差与全年均值相差不大。高评级企业债的收益率下行幅度大于低评级企业债。

图 6: 关键期限企业债收益率变化



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标								
		Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	June-13	2013-07 E
GDP	同比%			7.7			7.5	
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8	50.1	
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	8.9	8.9
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	13.3	13.4
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.1	20.0
出口	同比%	25	21.8	10.0	14.7	1.0	-3.1	3.1
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	-0.7	2.4
贸易盈余	亿美元	288	152	-8	182	204	271.2	
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.7	-2.2
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	14	14.1
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3	9.1	
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8605	6500
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856	10,375	
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669	-412	
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2	12.1	
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12	3	
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483	-727	

附二：一周消息面汇总

利好：

1. IPO 七月开闸之火熄灭，IPO 在审企业连续三周末扩编。
2. 央行周二逆回购 170 亿元 时隔近 5 月重启。
3. 政治局会议表态 “积极释放有效需求，保持合理投资增长，促进房地产市场平稳健康发展”。
数年来第一次强调保持合理投资增长，促进房地产市场平稳健康发展，未提房产调控。
4. 李克强召开国务院常务会议，部署加强城市基础设施建设。

利空：

1. 地方政府债务黑洞引中央高度警觉审计署将详查。
2. 工业用电疲软：正值盛夏却罕闻“电荒”。
3. 6 月钢铁业再现全行业亏损，纳入钢协统计的钢企业亏损达 6.99 亿元。
4. 8 月份之后创业板将迎来年内解禁高峰。
5. 中央地方 GDP 数据再打架：地方之和超国家 3 万亿。

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。