

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

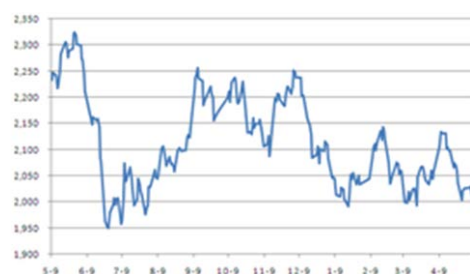
-- “国九条” 是远水难解近渴

2014 年 5 月 13 日

投资要点

- 上周市场微跌，上证综指上周下跌-0.75%，而中小板和创业板跌幅较大，分别下跌-1.23%和-1.95%。创业板在年线位置获得重要支撑获得技术性反弹，之后再次触碰到下降趋势线的上轨和 20 日均线而后重回跌势。市场的下跌的最主要原因仍然在于经济下行（1Q 的 GDP 为 7.4%，但是市场认为注水的可能性很大，同时担心二季度 GDP 会更差）与信用风险导致的流动性的担忧，短期负向催化剂为 IPO 重启压力。截至周末，IPO 预披露的企业家数已经达到 313 家。
- 周末重磅消息在于国务院颁布的“新国九条”。“新国九条”着重于长期制度建设，短期影响有限。“新国九条”给出了资本市场制度建设与市场发展创新的指导路径，作为顶层设计的纲领性文件，对资本市场的定位与发展会有较为显著的影响，后续资本市场制度红利值得关注，但就中短期来说，其影响可能有限：1）其政策相较于之前的文件，虽然其涉及范围广，但并无过多超预期或新颖之处；2）相较于一些长远的规划，市场更为关注中短期如何落实细则，尤其是如何处理市场作为融资支撑实体经济还是作为财富投资主体问题；3）就短期来看，市场的不确定性仍在于经济基本面的不确定性，经济政策尤其是货币政策更受市场关注。
- 对于物价和贸易数据，结合物价、进口数据以及中微观的库存与商品表现，反映当前内需仍然比较疲软，经济整体的下行压力仍然存在，物价的低于预期或显示经济阶段性的通缩压力可能持续。我们认为一些定向维稳的结构刺激政策对于经济的贡献可能还要等一到两个月，且实质性的影响不可高估。
- 市场的投资风格已经从市值逻辑转向业绩逻辑。宏观环境与市场微观结构将会影响市场的风险偏好，去年对高弹性资产的追求，市值大小成为重要参考；而今年信用风险加大，以及市场微观结构包括成长高仓位调整和监管从严等因素，使得市场风险偏好降低，从而使得业绩确定性更为重要。建议仓位上保持谨慎，配置上需降低盈利预期，操作上保持短平快。

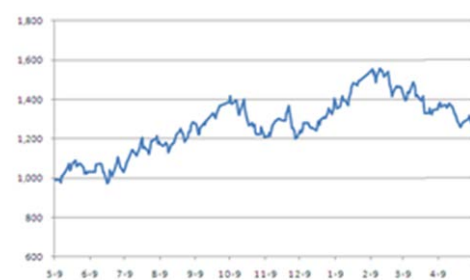
上证指数走势图



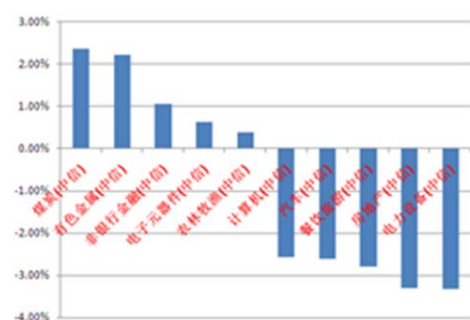
深圳成指走势图



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	IF1405
涨跌幅	-0.75%	-2.06%	-1.23%	-1.92%	-1.15%	-0.42%

上证综指周跌 0.75%报 2011.14 点,连续四周下跌;深证成指周跌 2.06%报 7162.44 点连跌四周。中小板指周跌 1.23%;创业板指周跌 1.92%。中信一级板块表现最好的是煤炭、有色金属和非银行金融;表现最差的是电力设备、房地产和餐饮旅游。

一周走势回顾:周一:早盘两市低开后快速走低,再度逼近 2000 点,权重板块低迷拖累股指,创业板则延续了节前的强势,午后权重企稳,两市随之反弹冲高,五月迎开门红。周二:两市早盘低开高走,但上攻乏力,创业板继续强势,临近午间金融地产强势拉盘,但午后随着券商煤炭的快速回落,两市涨幅被抹平。周三:两市双双低开呈低位震荡态势,临近午间铁路基建板块崛起助沪指小幅翻红,但创业板跌势明显,午后多空博弈加剧,题材股大幅走低拖累沪指下挫,创业板跌破 1300 点。周四:两市双双低开,小幅下探,随后权重板块集体拉升,金融、地产、煤炭纷纷走强,沪指涨幅一度达 1.3%,但午后两市冲高乏力,深成指、创业板翻绿。周五:两市早盘出现小幅冲高走势,随着冲高受阻,沪指开始探底逼近 2000 点,创业板大幅回落,一度击破年线,午后沪指在 2000 点处再次得到强力护盘,并维持小幅波动至收盘。

本周中信一级板块涨跌幅靠前的是煤炭、有色金属和非银行金融板块。煤炭:本周环渤海动力煤价格小幅上涨,虽然煤炭行业经营状况没有明显改善,但数据显示一季度煤炭采选业固定资产投资同比上涨 6.2%,其中民间资本投资大增 22.4%。有色金属:由于乌克兰局势可能影响到俄罗斯的镍出口,伦镍价格连续两日暴涨,带动 A 股吉恩镍业等个股涨停,有色金属板块近 10 股涨幅超 4%。非银行金融:IPO 渐行渐近,证监会近期再发 32 家 IPO 预披露名单总数达 273 家。市场对券商创新业务对传统业务的反哺效应也持乐观态度。

表现较差的板块是电力设备、房地产和餐饮旅游板块。电力设备:电力设备行业反腐风暴近期风起云涌,据传国家电网总经理助理朱长林被查,市场担忧国家电网今年投资计划及特高压审批进程受到影响。房地产:五一小长假楼市遇冷、一二线城市成交量明显萎缩,开发商也对未来楼市流露出悲观态度。餐饮旅游:旅游板块五一节前表现突出,并且行业总体市盈率较高为 27 倍,本周出现技术回调。

二、市场分析

上周市场微跌，上证综指上周下跌-0.75%，而中小板和创业板跌幅较大，分别下跌-1.23%和-1.95%。创业板在年线位置获得重要支撑获得技术性反弹，之后再次触碰到下降趋势线的上轨和20日均线而后重回跌势。市场的下跌的最主要原因仍然在于经济下行（1Q的GDP为7.4%，但是市场认为注水的可能性很大，同时担心二季度GDP会更差）与信用风险导致的流动性的担忧，短期负向催化剂为IPO重启压力。截至周末，IPO预披露的企业家数已经达到313家。

周末重磅消息在于国务院颁布的“新国九条”。“新国九条”着重于长期制度建设，短期影响有限。“新国九条”给出了资本市场制度建设与市场发展创新的指导路径，作为顶层设计的纲领性文件，对资本市场的定位与发展会有较为显著的影响，后续资本市场制度红利值得关注，但就中短期来说，其影响可能有限：1）其政策相较于之前的文件，虽然其涉及范围广，但并无过多超预期或新颖之处；2）相较于一些长远的规划，市场更为关注中短期如何落实细则，尤其是如何处理市场作为融资支撑实体经济还是作为财富投资主体问题；3）就短期来看，市场的不确定性仍在于经济基本面的不确定性，经济政策尤其是货币政策更受市场关注。

对于物价和贸易数据，结合物价、进口数据以及中微观的库存与商品表现，反映当前内需仍然比较疲软，经济整体的下行压力仍然存在，物价的低于预期或显示经济阶段性的通缩压力可能持续。我们认为一些定向维稳的结构刺激政策对于经济的贡献可能还要等一到两个月，且实质性的影响不可高估。

市场的投资风格已经从市值逻辑转向业绩逻辑。宏观环境与市场微观结构将会影响市场的风险偏好，去年对高弹性资产的追求，市值大小成为重要参考；而今年信用风险加大，以及市场微观结构包括成长高仓位调整和监管从严等因素，使得市场风险偏好降低，从而使得业绩确定性更为重要。建议仓位上保持谨慎，配置上需降低盈利预期，操作上保持短平快。

三、宏观政策跟踪

1、通胀低于预期，显示总需求不足

4 月 CPI 同比 1.8%，低于预期 2.1%，比上个月下滑 0.6 个百分点。

通胀低于预期主要是由于食品价格回落幅度超预期。CPI 食品价格环比-1.3%，其中猪肉和鲜菜价格合并贡献 CPI 同比下跌约 0.5 个百分点。肉类价格下跌仍主要受猪肉价格下降影响，供过于求仍未改变，养殖户仍在亏损周期，能繁母猪和生猪存量均明显回落。非食品价格环比上涨 0.2%，衣着类价格继续保持上涨势头，娱乐教育文化用品及服务价格扭转跌势。

往后看，5 月 CPI 因为翘尾因素大幅度提高，食品价格尤其是猪肉近期有所上升，非食品价格特别是公共产品价格将上调，预计为 5 月 2.5%左右。但中短期来看，物价回落说明总需求不足，经济复苏概率不高，且 M1 增速下滑施压通胀，核心通胀不具备大幅上行的基础，预计 5 月短暂反弹之后通胀仍然保持疲弱态势。

4 月 PPI 同比-2.0%，低于市场预期-1.9%，比上个月回升 0.3 个百分点。回升是由于基数原因，4 月 PPI 环比-0.2%，跌幅有所收窄。PPI 与国际大宗商品价格及国内工业生产复苏情况密切相关，今年 2 月以来，国际大宗商品价格、布伦特和 WTI 原油价格整体呈现回升趋势，已滞后反映到了 PPI 上；度量经济质量的产出缺口指标虽于 3 月短暂收窄，但改革压抑总需求，难以见到大规模刺激政策，过剩产能去化仍在继续。预计未来 PPI 维持弱改善局面，但 2 季度难以转正。

由于 4 月通胀回落明显，市场对于未来通缩预期上升，而 3 季度 GDP 基数上升及通胀继续回落可能加剧此预期。稳增长仍然看就业，短期看，由于“保就业”压力未下降，2 季度稳增长政策将持续，政策面仍将维持定向刺激为主。

2、进出口数据，因基数效应消失

4 月出口增速增长 0.9%，高于市场预期-2.3%，比上个月回升 7.5 个百分点。进口增长 0.8%，高于市场预期-1.2%，比上个月回升 12.1 个百分点。当月贸易顺差 184.6 亿美元，较上月多增 107.4 亿美元。

我们认为，出口和进口的同比增速均较 3 月大幅回升，这是因为去年年初虚高的虚假贸易造成的高基数以及去年 2 季度对虚假贸易的治理导致近期贸易同比增速变动较大，同比增速不足以反映当前真实的贸易增长。4 月的出口数据的环比改善反映外需略有改善，但是国内大力度治理产能过剩和部分产业向周边国家转移可能也起到了促进出口的作用。4 月进口的加快可能反映企业在前期大宗商品价格大幅下跌后的库存投资。

往后看，去年 5 月份虚假贸易基本得到遏制，因此这一虚高的基数效应在 5 月份基本消失，由此导致今年 5 月贸易的同比增速可能继续大幅反弹。但是，这种由于基数效应导致的同比增速变动并不能反映当前出口的真实走势。从环比来看，4 月份出口环比增长 10.8%，大幅高于 4 月的历史均值，季调后的月环比增速 9.8%，也较一季度的平均水平显著改善。由于进出口的月环比增速（无论季调与否）波动性很大，单月的数值改善未必能说明很多问题。4 月 PMI 新出口订单和和广交会订单量同比均有所下滑，这也有可能是一季度美国经济不及预期的滞后反应。总体来看，出口复苏的情况仍一波三折。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行周二（5月6日）进行了600亿28天正回购操作。周四（5月8日）央行进行600亿28天正回购操作。上周央行公开市场有600亿元正回购到期，无逆回购及央票到期。央行公开市场净回笼资金600亿元。下周（5月10日-5月16日），央行公开市场有400亿元票据及1,880亿元正回购到期，无逆回购到期。

上周资金面宽松。Shibor隔夜在2.22%-2.37%，shibor1w在3.09%-3.20%；R001在2.21%-2.37%，R007在3.11%-3.20%；GC001在1.32%-3.56%，GC007在2.93%-3.61%。

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
2014/5/5	2.37	3.14	3.16	4.06	-3	-54	-55	-44
2014/5/6	2.37	3.09	3.16	3.94	0	-5	0	-12
2014/5/7	2.37	3.11	3.09	3.88	0	2	-7	-6
2014/5/8	2.23	3.20	3.11	3.79	-14	9	1	-9
2014/5/9	2.22	3.19	3.12	3.77	-1	-1	2	-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
2014/5/5	2.36	3.14	3.14	4.03	-2	-49	-46	-28
2014/5/6	2.37	3.11	3.16	3.89	1	-3	2	-14
2014/5/7	2.37	3.11	3.07	3.81	1	0	-9	-8
2014/5/8	2.22	3.20	3.12	3.77	-15	10	6	-4
2014/5/9	2.21	3.17	3.08	3.70	-1	-3	-4	-7

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
2014/5/5	3.56	3.61	3.69	3.99	-206	125	70	58
2014/5/6	3.26	3.46	3.52	3.94	-30	-15	-16	-5
2014/5/7	2.85	3.20	3.33	3.85	-41	-26	-19	-9
2014/5/8	1.32	2.93	3.12	3.30	-153	-27	-21	-55
2014/5/9	2.98	3.43	3.36	3.65	166	49	24	36

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行92支债券，计划发行总规模为2255.80亿元。

利率债方面，上周共计划发行14支利率债，计划发行规模共1360.00亿元。其中，财政部招标发行280亿3年期固息国债，混合式招标，中标利率3.90%-3.9512%，全场倍数2.20，边际倍数1.08。国开行招标发行“福娃”金融债，整体收益下浮明显，1年期中标利率4.5314%；3年期中标利率4.9345%；5年期中标利率5.0390%；7年期中标利率5.1921%；10年期中标利率5.2466%。各期限收益均低于市场预期。

信用债方面，上周共计划发行78支信用债，计划发行规模共895.80亿元。共发行短融47支，

从发行总额占比情况来看，短融以 AAA 品种为主；共发行 30 支中票，以 AAA 为主；企业债方面，上周共发行 2 只企业债，计划发行总额 22 亿元，从主体评级看，均为 AA 级。企业债发行规模较五一之前明显回落。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约 10,152.22 亿元；回购总金额约 52,609 亿元。其中银行间市场国债成交约 1,346.75 亿元；地方政府债成交约 9.78 亿元；央票成交约 13.34 亿元；金融债成交约 4,454.43 亿元；企业债成交约 1,155.76 亿元；中票成交约 1,699.95 亿元；短融成交约 1,422.04 亿元；政府支持机构债成交约 50.18 亿元。

上周受 4 月 CPI 数据等宏观数据影响，上周整体收益率呈下行趋势。

利率债方面。1-5 年期国债收益率下行 5-10bp 左右，10 年期收益率下行近 20bp 左右，收益曲线大幅下移。金融债方面，国开债上周 1 年期收益率下行 11bp 左右，5-10 年期收益率下行 27-34bp 左右。

上周各级别企业债收益率均下降；具体品种而言，1 年期 AA+级下降约 12bp，7 年期 AA+级下降约 25bp。1 年期 AA 级下降约 22bp，7 年期 AA 级下降约 22bp。

五、行业信息跟踪

1、湖南卫视宣布旗下节目在互联网版权上一律不分销

5月8日，湖南卫视宣布，今后旗下节目不再与其他新媒体合作，在互联网版权上一律不分销，全部由芒果TV自己播放。近期的《花儿与少年》《唱战记》《变形记第八季》等几档新节目已开始施。我们认为，湖南卫视敢于停供视频网站，是因为自身不仅拥有强势的电视台渠道，更具备一流节目的制作能力，才可以牺牲掉部分内容的收益来换取新媒体渠道的发展。考虑到湖南卫视的地位和能力，这种做法有一定合理性。相比之下，其他一线卫视若内容制作能力不足，事实上将难以跟进。而第三方节目制作商、电视剧厂商本身就只有内容资源，其目标就是内容价值的最大化，并不会简单跟进。虽然湖南卫视的行动可能会减少部分视频网站的广告收益，但一家电视台的单独行动不足以影响到整个视频行业的发展。

2、“新国九条”点评：着重于长期制度建设，短期影响有限

“新国九条”给出了资本市场制度建设与市场发展创新的指导路径，其市场化、多层次发展与加大市场开放的方向符合三中全会中对于资本市场发展的要求。作为顶层设计的纲领性文件，对资本市场的定位与发展会有较为显著的影响。

就具体内容而言，建议关注三点：1）积极稳妥推进股票发行注册制改革与完善退市制度，以及鼓励市场化的重组；2）资本市场中介服务机构的业务放宽与创新发展；3）推进与规范股票、债券与期货等多市场与多元化金融产品的发展，并放开市场。这分别从股票的发行和退市与重组、证券公司业务、以及金融大类资产市场的维度来完善国内资本市场，从而能够真正的实现：1）定价的市场化，从而规范融资主体并保护投资者；2）产品与渠道的多元化，多层次资本的发展，从而在投融资上分散风险，降低成本，保持金融市场稳定；3）市场化的并购重组与强化债券市场信用和协调监管，或有利于推进国企改革与防范债务风险。

“新国九条”同样着重强调了风险防范与加强监管，意味着资本市场改革很难有大快步的进展，也更多以稳为主。在经历了三中全会以来从全局到部委的改革政策意见后，我们认为相较于框架性的方向，真正的细则落实与推进更为重要。

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标									
		13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr
GDP	同比%	7.8			7.7			7.4	
PMI	指数	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4
工业增加值	同比%	10.2	10.3	10.0	9.7		8.6	8.8	
社会消费品零售	同比%	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2	
固定资产投资	累计同比%	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6	
出口	同比%	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9
进口	同比%	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8
贸易盈余	亿美元	152	311	338	256	319	-230	77	
CPI	同比%	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8
PPI	同比%	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0
M2	同比%	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	
M1	同比%	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	
新增贷款	亿元	7870	5061	6246	4825	13200	6445	10500	
社会融资总量	亿元	14,049	8564	12300	12322	25800	9387	20709	
外汇占款变动	亿元	1,264	4416	3980	2729	4374	1282		
财政收入	同比%	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	
财政支出	同比%	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	
财政收支差额	亿元	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	

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。