

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

--全面降准落空，定向降准力度加大

2014 年 6 月 4 日

投资要点

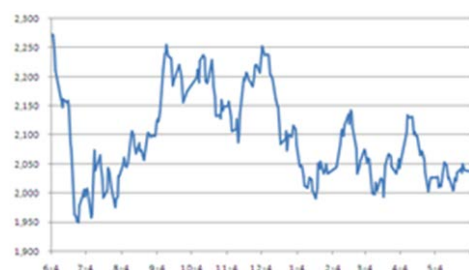
● 上周市场继续全面上涨，主题活跃。上证综指微涨 0.23%，中小板上涨 1.46%，而创业板上涨 1.71%。受经济数据边际改善和政策“微刺激”作用，市场连续第二周上涨，主题趋于活跃，成交量略有回升。因媒体报道中国政府呼吁国内银行放弃 IBM 服务器转用本土品牌，“信息安全”相关主题继续发酵，新能源及新疆建设等主题继续走强。深化医药卫生体制改革方向进一步明确，民营医院概念表现较好；能源相关的石油天然气和煤炭行业表现不佳。

● 全面降准再次落空，但是定向降准的力度将会加大。国务院常务会议（5 月 30 日）召开，确定进一步减少和规范收费、减轻企业负担，部署落实和加大金融对实体经济的支持，决定对国务院已出台政策措施落实情况开展全面督查。1）会议再次定性“当前经济平稳运行、但下行压力仍较大”，决定“适时适度预调微调”，政策走向进一步放松；市场预期的全面降准再次落空，但是定向降准的力度将会加大；2）尽管会议要求进一步清理不必要的资金“通道”、“过桥”环节，缩短融资链条，降低社会融资成本，但是我们存疑，降低社会融资成本需要增加融资供给，而不是抑制融资供给；如果只是对融资成本较高的非标进行压制，而没有总量融资的大幅扩张，社会融资成本恐怕会不降反升，至少不会明显降低。

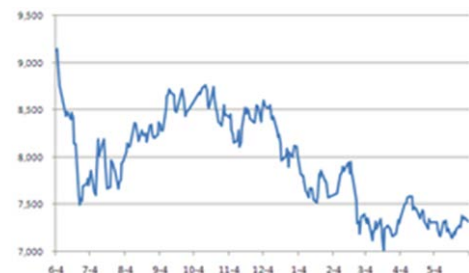
● 微刺激初见成效，PMI 连续回升背后有隐忧。5 月中国制造业 PMI 50.8%，环比上升 0.4%，环比反弹比预期好。PMI 连续三个月上行，表明稳增长政策逐步发力，微刺激初见成效。但我们认为 PMI 连升背后有三大隐忧：1）汇丰 PMI 依然在 50%荣枯线以下，中小企业尚未看到景气好转；2）发电量数据连续走低，工业复苏仍不容乐观；3）投资持续疲弱，对后续的增速影响更大，未来一个季度房地产投资增速下行将是大概率事件，基建维稳难完全对冲房地产负面冲击。

● 总体而言，经济所面临的中长期结构矛盾难以因“稳增长”而化解，周期行业弹性仍不足，市场焦点仍将集中在以创业板和中小板为代表的成长领域与各类主题上。配置上，关注微刺激和克强总理所强调的改革政策的执行所带来的一些主题性投资机会，继续关注军工、信息安全、互联网、新能源汽车、环保、电力设备、油气等主题，同时关注世界杯所带来相关的彩票、啤酒等主题机会。

上证指数走势图



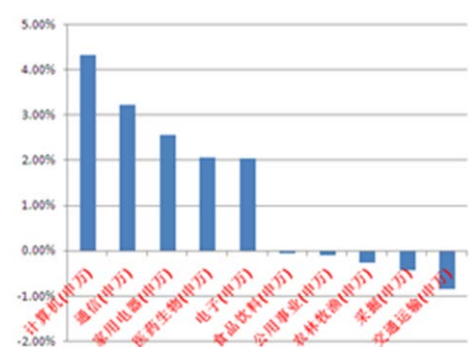
深圳成指走势图



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	IF1406
涨跌幅	0.23%	1.71%	1.46%	1.71%	0.37%	0.21%

上证综指报 2039.21 点，周涨 0.23%，5 月涨 0.63%；深证成指报 7364.83 点，周涨 1.71%，5 月涨 0.71%。中小板指周涨 1.46%，5 月涨 2.19%；创业板指周涨 1.71%，5 月涨 2.72%，此前连跌三月。

一周走势回顾：周一：两市小幅高开后震荡整固，创业板继续大涨收复 1300 点，券商石油等权重板块走势低迷，拖累了主板的走势，临近收盘，沪指小幅上冲收阳线。周二：两市低开，权重股低迷，盘面热点散乱，蓝宝石、世界杯等题材股活跃。午后新疆、西藏概念股拉升，但受创业板回调影响，沪指冲高回落。周三：两市早盘在煤炭股的带动下小幅冲高，随后回落，午后地产、券商等权重板块拉升，市场热点被激活，新疆、天津板块爆发，创业板大涨 2.5%。周四：两市高开后冲高受阻，煤炭有色表现较差，地产股积极护盘，午后量能持续萎缩，以博彩股为代表的前期强势股纷纷回调，创业板冲高回落大幅下挫。周五：两市小幅低开，题材股再次回调，加之权重股低迷，沪指早盘探底，随着券商、煤炭等触底反弹，沪深两市午后快速拉升，成功翻红，创业板大反转终结三连阴。

上周申万一级板块涨跌幅靠前的是计算机、通信和家用电器。计算机：受国家安全防范升级影响，传闻称中国政府正在呼吁国内银行放弃 IBM 生产的高端服务器，转向国内品牌，如果属实，国内厂商市场份额将爆发式增长，御银股份、浪潮信息等股票因此大涨。通信：通信板块中，网络安全信息概念股同样受上述消息的提振大幅上涨，作为存在改革预期的前沿产业，行业变革可能带来的投资机会也在给通信板块提供炒作的空间。家用电器：家用电器板块，巴西世界杯的临近可能促进电视机的更新换代，另外北方高温创 60 余年记录，多地发布高温预警，可能带动空调的销量。

表现较差的板块是交通运输、采掘和农林牧渔。交通运输：近期国际海运价格持续走低，国际运价指数 BDI（波罗的海干散货综合运价指数）单周大跌 6%，国内航运股受此消息影响表现低迷。采掘：采掘行业整体业绩低迷，近期公布的 4 月有色金属行业运行情况显示，主要有色金属价格继续回落，有色金属行业利润同比大幅下滑。农林牧渔：随着国内猪肉价格的持续上涨，养殖户积极性提升，幼猪补栏大幅上升，市场认为猪肉行业供大于求的局面已经形成，6 月中下旬猪肉价格可能开始下跌。

二、市场分析

上周市场先扬后抑，微涨收盘。上证综指微涨 0.76%，中小板微涨 0.07%，而创业板跌幅较大下跌-2.55%。周一煤炭等原材料板块带动大盘强劲反弹，但随后受新股重启预期和强周期板块回调影响震荡回落。受新股重启预期及打击内幕交易等方面的影响，创业板继续下跌。行业和主题方面，通信、交运和油气受益于国企改革等相关消息上周表现较好；国防军工在周边事件影响下也有所表现；强周期的煤炭有色先升后降；电子、传媒等行业表现不佳。

近期国务院出台 16 条意见稳外贸增长，部署加快发展生产性服务业，其目的是继续推进经济“调结构”。年初以来至今外贸表现不如人意，促进出口的增长能够缓解经济下行的压力；同时部署发展生产性服务业，减少对产能过剩和污染行业的依赖，培育新的经济增长点。央行敦促银行优先满足首套房贷需求，是基于今年以来商业银行房地产按揭贷款出现“惜贷”或“停贷”的背景。成交量的萎缩，导致 1-4 月房地产行业投资增速持续下滑（16.4%），央行的督促，尽管有商业银行处于政治因素主动表态，但是也无法改变“银行因融资成本提高而将有限资金配置在高利差的其他风险资产”上的市场行为，房贷紧张的局面难以缓解。

“127 号文”利好债券，对股市影响偏负面。“九号文”规范同业，强化非标转标，意味着投融资市场信用扩张能力的收缩，社融仍然有继续下行的压力，资金面呈现实体偏紧与金融市场适度宽松的格局，信用风险可能攀升；至今无论是实体或者金融市场，其风险偏好都已经在下降，资产质量而非收益更加受到关注，127 号文可能继续强化风险偏好的下行。

创业板 IPO 条件放宽和再融资的放开，长期来看有助于创业板公司的成长，但是阶段性而言，IPO 常态化、叠加再融资需求，供求失衡的压力仍然存在。2014 年一季报显示 A 股上市公司业绩增长乏力，创业板也已经出现增速放缓的迹象。2014 年 Q1 归属母公司股东净利润同比增长 17.69%，较 2013 年 Q4 同比增长 25.58%明显下滑。行业增速决定板块估值中枢，对于成长行业来说尤其如此。

总体而言，目前市场仍在熬底阶段，上证综指在各种政策的托底措施低位震荡，1950-2000 之间有较强的支撑。而创业板仍在消化过高的估值，成长股的风化依然在延续，若新股 IPO 挂牌之后，成长股可能会出现博弈性超跌反弹。

三、宏观政策跟踪

1、货币政策延续结构性宽松，未来需释放更加积极信号

5月30日国务院常务会议部署加大金融对实体经济支持措施，重点内容如下：

1、延续定向宽松基调，内容包括：（1）加大定向降准力度，对发放“三农”、小微企业等符合结构调整需要、能够满足市场需求的实体经济贷款达到一定比例的银行业金融机构适当降低准备金率。（2）扩大支持小微企业的再贷款和专项金融债规模。

2、降低社会融资成本，内容包括：（1）规范同业、信托、理财、委托贷款等业务，清理不必要的资金通道、过桥环节，缩短融资链条。（2）规范银行服务费用，降低小微企业担保费用。

此次会议国务院给出了更强的定向宽松的货币信号，着重加大对三农、小微企业等经济薄弱环节的定向金融支持；在降低社会融资成本方面，主要从交易成本角度入手，力度有限。

从预期政策效果来看：（1）信贷投放如水银泻地，未必会顺从政策引导流入预定领域。（2）按全年9.5万亿美元的预期信贷投放额度测算，再考虑到外汇占款的弱增长常态，大部分股份制商业银行和部分国有大型银行的存贷比将逐渐跨过70%，并向着75%的监管红线靠近，特别是中小企业贷款发放占比较高的几家股份制银行一季度贷存比已经徘徊在75%，这将造成定向降准效应或信贷规模的倾斜都难以顺利传导。

目前制约货币市场宽松向信贷市场有效传导与商业银行的行为及去产能去杠杆进程缓慢直接相关。贷存比等制约银行“不能贷”，叠加对经济前景的审慎判断出现“不愿贷”的顺周期行为，使得信贷供给不足。而实体中传统过剩产业集中在上游的重工业部门，去产能进展较为缓慢，仍然维持着“资金饥渴”的状态。这导致了实体经济融资成本居高不下。要破解该问题，需要向商业银行释放更加积极的引导信号、调整贷存比考核口径、加快不良资产的暴露及核销等。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行周二（5月27日）进行了200亿元28天期正回购操作。周四（5月29日）央行进行100亿元28天正回购操作。上周央行公开市场有500亿元正回购到期，无逆回购及央票到期。含国库现金在内，央行公开市场上周净投放600亿元。

上周资金面宽松。整体收益较前周变化不大。Shibor 隔夜在 2.50%-2.57%，shibor1w 在 3.20%-3.25%；R001 在 2.51%-2.58%，R007 在 3.20%-3.24%；GC001 在 3.20%-5.22%，GC007 在 3.56%-4.66%。

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
2014/5/26	2.50	3.20	3.82	4.10	-3	-21	-9	3
2014/5/27	2.54	3.25	3.39	4.00	4	5	-43	-10
2014/5/28	2.51	3.20	3.33	3.94	-3	-5	-6	-6
2014/5/29	2.51	3.22	3.35	3.88	0	1	2	-6
2014/5/30	2.57	3.23	3.32	3.86	6	2	-3	-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
2014/5/26	2.52	3.20	3.81	4.02	-1	-18	-8	-11
2014/5/27	2.55	3.21	3.33	3.90	3	1	-48	-12
2014/5/28	2.51	3.21	3.33	3.89	-3	0	0	-1
2014/5/29	2.51	3.24	3.34	3.85	0	4	1	-4
2014/5/30	2.58	3.24	3.37	3.88	7	0	3	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
2014/5/26	3.66	4.66	3.92	3.83	-9	102	22	2
2014/5/27	3.52	3.74	3.71	3.77	-14	-92	-21	-7
2014/5/28	3.77	3.56	3.60	3.68	25	-17	-11	-9
2014/5/29	3.20	3.60	3.62	3.26	-58	4	2	-42
2014/5/30	5.22	3.63	3.62	3.59	202	3	0	33

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 66 支债券，计划发行总规模为 1,855.10 亿元。

利率债方面，上周共发行 11 只利率债，计划发行总额 1,040.00 亿元。

信用债方面，发行 16 只短融，计划发行总额 188.9 亿元，从主体评级看，有 4 只 AAA 级、4 只 AA+级、4 只 AA 级、2 只 AA-级和 1 只 A+级。发行 11 只中票，计划发行总额 107.2 亿元，从主体评级看，有 1 只 AAA 级、1 只 AA+级、6 只 AA 级和 2 只 AA-级。发行 25 只企业债，计划发行总额 313 亿元，从主体评级看，有 24 只 AA 级和 1 只 AA-级。一级市场共发行 1 只公司债，计划发行总额 6 亿元，从主体评级看，为 AA+级。此外，上周发行两支铁道债，期限分别为 10 年期和 20 年期。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约 7,696.28 亿元；回购总金额约 45,529.50 亿元。其中银行间市场国债成交约 859.16 亿元；地方政府债基本无成交；央票成交约 4.89 亿元；金融债成交约 3,586.13 亿元；企业债成交约 972.93 亿元；中票成交约 1,018.78 亿元；短融成交约 1,206.11 亿元；政府支持机构债成交约 48.29 亿元。

上周银行间各期限品种利率债、信用债收益率下行为主。其中，利率债收益率下行幅度较大。国债各关键期限品种平均下降 8.34bp。政策性金融债各关键期限品种平均下降 7.45bp。本期各级别企业债收益率涨跌互现，其中高评级品种下降幅度较大。

五、行业信息跟踪

1、国务院发布《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》

5 月 26 日，国务院办公厅发布《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》。我们认为，大气污染防治日益成为重大民生问题，汽车节能减排成为政府持续关注的焦点：2012 年 10 月，环保部发布《重点区域大气污染防治“十二五”规划重点工程项目》，首次提出淘汰全国 500 多万辆黄标车；2013 年 6 月，国务院常务会议部署大气污染防治十条措施，政策组合拳治理汽车尾气排放；2014 年 5 月，国务院办公厅发布《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》和《大气污染防治行动计划实施情况考核办法》。本次政策是以往汽车节能减排政策的延续，同时加入量化考核指标，强调配套体系建设。在行业受益方面，淘汰黄标车将加速轻卡高端化趋势；国四排放标准严格实施，高压共轨、SCR 后处理系统等核心零部件企业受益。

2、新疆油气勘探向民资开放方案获发改委审批通过

5 月底媒体报道：“新疆油气勘探向民资开放方案获发改委审批通过，上游勘探领域将加大引入民资力度。”近日媒体再度报道：“新疆已划分三大油气块供地方及民营企业招投标。国家能源局最快有望于 6 月份向多家企业颁发石油勘探开发资质牌照。我们认为石化行业将在五个方面逐步向民企放开，即常规油气开采、非常规油气开采、油气管网、油气进口权、原油仓储。随着垄断行业向民企逐步开放以及混合所有制改革的推进，油气上游业务将逐步向民资开放，同时将可能在新疆先行试点，近期媒体报道也显示这一改革进程正在有序推进。重点关注疆内从事油气相关业务的公司。

3、传青岛港查矿石重复质押，矿贸商坏账风险加大

媒体报道传青岛港查矿石重复质押，预计部分矿贸商将出险情。矿贸商通过重复质押以获融资，可能重蹈钢贸商覆辙。此次专项检查将加速实情的暴露，并迫使相关矿贸商出货回笼资金，杠杆过大的将难过此关。我国港口进口矿石库存连创新高，约 1.16 亿吨增 54%，价值千亿，其中青岛 1600 万吨增 43%。重复质押余额难以估算，但正如钢贸事发之初，银行披露涉及金额均很小，但实则如同核爆。矿价继续承压，钢铁行业未来两个月盈利向下，行业面临大考。

4、外媒称中国政府推动银行弃用 IBM 高端服务器

外媒称中国政府推动银行弃用 IBM 高端服务器，对此我们的点评如下：

1) 我国积极推进软硬件产品国产化，国产替代趋势确定。斯诺登事件引爆了国家信息安全危机意识，国产软硬件和信息化扶持力度大大加强。国家成立国家信息化和安全领导小组，加强对我国信息安全的保障力度。此次虽然是不确定性消息，但结合这两周的“禁 win8”、“安全审核”等具体措施持续推出，考虑到银行业关系到国计民生这样重要的行业毫无安全保障，消息属实可能性很大。且不管是否为真，当前国家重视信息安全，国产替代趋势确定。

2) 整个服务器市场而言，X86 服务器渐渐替代非 X86 服务器已成新趋势。主要有以下三个方面原因：1、随着 X86 体系的不断进步，Intel 推出至强 V7 E2 高性能 X86 芯片、X86 体系加强其 RAS 特性，技术整体不断进步，高端 X86 服务器性能各方面已可与 IBM p 系列小型机一较高下，X86 服务器也正在不断蚕食 p 系列的市场份额。2、X86 技术门槛较低，国产厂商已很好掌握该技术，且其成本低，国产厂商有本地服务优势。3、云计算快速发展带动 X86 服务器增长迅猛。因云计算主要基于虚拟化技术，因 X86 架构更好的支持虚拟化技术，因此云计算建立大规模数据中心主要采用 X86 架构服务器，从而推动我国 X86 服务器迅猛增长。

3) IBM 高端服务器替代难度大，国产服务器厂商未来有望借助政策红利实现中低端服务器的替代。我们认为要替代掉银行系统里的高端服务器难度很大，IBM 在大型机领域积累很深，在银行领域更是达到了 90%以上的市占率，从技术角度看，国内服务器很难实现替代。银行系统使用的 IBM 服务器有 Z、I、P、X 高中低端系列，以当前国内服务器厂商技术能力和产品现状最多能替代中低端

P、I 系列。且银行系统关系重大，对稳定性要求高，实时无缝切换替代风险和难度很大。但我们依然看好国产服务器厂商浪潮和华为。浪潮除积极开发高端 X86 服务器外还拥有天梭 K1 高端容错服务器，在硬件性能和计算性能上能向 IBM 发起挑战。而华为服务器发展速度快、技术更新快、企业效率高，或许在不久的将来能缩小差距，做到真正的替代。

总的来说，信息化自主可控上升到国家安全战略，国产信息化加速。本届政府明显加强了国货国用的执政理念，国家领导人不断在各种场合支持自主品牌，从国产服装，汽车到近期如火如荼的国产信息化、咨询本土化，可以预见，政策对信息化自主可控的扶持力度将会是空前强大。但同时，我们也要理性看待国产信息化，在金融、电信、电力等领域，去“IOE”尤其不易，高性能、稳定性才是王道，仅仅希望通过政策呵护和行政干预去“IOE”并不切实际。自主可控是一个长期化的过程，未来计算机行业将会伴随自主可控的进程加速发展。

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	8.7
社会消费品零售	同比%	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2	11.9
固定资产投资	累计同比%	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6	17.3
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	185
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	13.2
M1	同比%	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	5.5
新增贷款	亿元	7870	5061	6246	4825	13200	6445	10500	7747
社会融资总量	亿元	14,049	8564	12300	12322	25800	9387	20709	15538
外汇占款变动	亿元	1,264	4416	3980	2729	4374	1282	1892	1169
财政收入	同比%	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	9.2
财政支出	同比%	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	1.9
财政收支差额	亿元	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	3071

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 习近平来到上海自由贸易试验区考察调研。
2. 传中国政府正在呼吁国内银行放弃 IBM 公司开发的高端服务器。
3. 新华网：中国将允许民间资本投资军用装备。

利空：

1. 证监会：创业板 IPO 配套规则将尽快发布。
2. 国内糖价走低，我国糖业亏损将突破 100 亿元。
3. 证监会研究员：落实新国九条启动退市制度改革。
4. 工信部：小企业 PMI 连续 25 个月低于荣枯线。
5. 万科总裁郁亮：预计土地市场降温可能性很大。

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。