

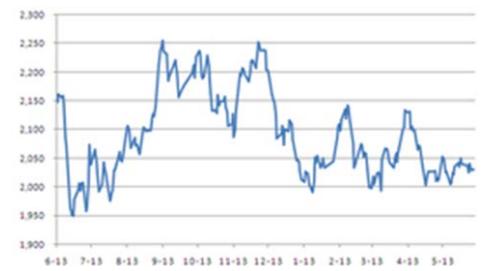
--再次定向降准，微刺激继续

2014年6月10日

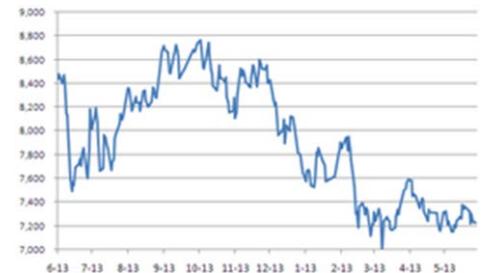
投资要点

- 上周市场开始分化，上证综指微跌-0.45%，中小板微涨 0.01%，而创业板延续上涨态势，上涨 2.45%。市场继续主题活跃，信息安全、北斗卫星、文化传媒等表现不错，而银行、金融等板块表现疲软。
- 5月外贸数据显示外需改善而内需依旧疲软。外需的适度好转有助于经济的短期改善，结合政策对冲效应，边际上的经济调整压力可能会有所减弱。但在发达市场复苏强度有限且在努力改善净储蓄的背景下，外力的正面拉动作用是不可高估的。欧洲央行的宽松政策进一步推动全球低利率的环境，但外部流动性的趋势仍取决于美联储。欧央行政策对于国内 A 股预计影响中性。
- 微刺激尚在进行时。近两月内国务院召开的每一次常务会议都关乎稳增长这一主题，从棚户区的改造、加快中西部铁路建设、投融资的改革，再到生产性服务业的促进等，“微刺激”意味强烈。5月制造业 PMI 指数创下年内新高，非制造业商务活动指数也升至 55.5%。从上周发生的事件来看，国内稳增长政策正在力度和速度上进行强化。6月6日周五银监会表示“大力支持首套住房需求”，与一周前表态出现明显转折。6月9日，央行宣布定向降准，覆盖大约 2/3 的城商行、80%的非县域农商行和 90%的非县域农合行，释放大约 600-700 亿流动性。此次稳增长政策不同于以往，主要在于预期管理、定在微刺激、强调既有政策的加速落实。总体是只托不举、无大高度。
- 货币不会大幅宽松，短期不会全面降准，但无需太过担忧流动性。今年六月不会像去年出现钱荒局面。未来 1、2 个月内，无论从主观上还是客观上，资金价格都不太可能出现飙升，利率稳中有降，降幅趋缓可能是大概率。上周中国人民银行向市场注入资金 730 亿元，主要市场利率仍然处于良性水平。近期出现的一个显著变化为长期资金成本下降：5-10 年期国债的收益率在 1 季度末以来已经累计下降 30-40 个基点，导致收益率曲线更加扁平，这将有望利好实体经济。
- 总体而言，市场有底无高度的现状恐难扭转，蓝筹仅限于搭台，而成长股在分化中异彩纷呈。主题投资将在六月份中继续活跃，建议关注 1) 近期有稳增长政策刺激的领域如海上风电(2014 年确定电价并启动招标是大概率事件)；2) 世界杯主题，特别是马云近日收购恒大引爆了足球概念股，包括彩票、啤酒等；3) 由厄尔尼诺引起的救灾和灾后重建的过程中，部分产品的需求增加以及农产品、工业品产量锐减导致价格上升所带来的投资机会。

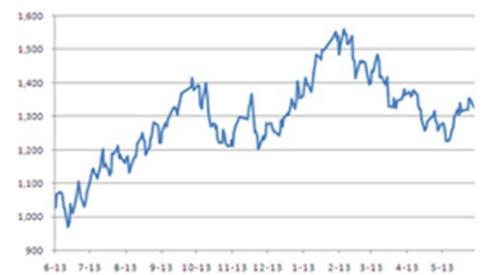
上证指数走势图



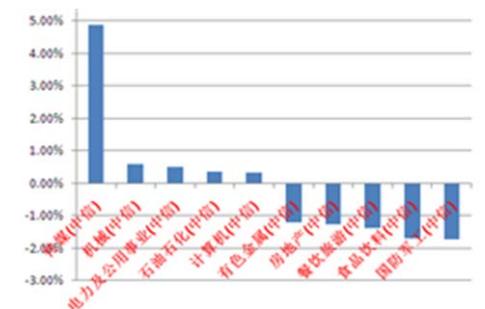
深圳成指走势图



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	-0.45%	-1.76%	0.01%	2.45%	-1.01%	-1.03%

上证综指报 2029.96 点，周跌 0.45%，结束三周连续上涨；深证成指报 7364.83 点，7235.39 点，周跌 1.76%。中小板指周涨 0.01%，连涨三周；创业板指周涨 2.45%，连升三周。

一周走势回顾：周二：两市早盘冲高回落，煤炭、有色早盘拉升，油改、文化传媒表现活跃，午后市场整体回落，全天两市震荡收低。周三：两市双双低开，一路走低，创业板表现较强，盘中环保股、次新股表现较强，午后沪指跌逾 1%，尾盘石油股护盘，两市跌幅有所缩小。周四：两市低开高走，创业板再度领涨，创业板亦在题材股的带动下一路走高，文化传媒、手游、油改等概念股表现最为强势。周五：两市未能延续上涨态势，早盘震荡回落，并在临近午盘和午后 2 点出现两波跳水行情，概念股表现依然活跃但权重股集体低迷。全天收小阴。

上周中信一级板块涨跌幅靠前的是传媒、机械和公用事业。传媒：传媒板块周四大涨 4.61%，成为周四市场做多的主力，停牌近 3 月的新文化发布重大资产重组草案，拟 15 亿进军户外媒体，带动传媒板块集体大涨。机械：上周国家统计局发布的 5 月份中国制造业 PMI 指数有所回升，说明中国工业景气度有所回暖，因此机械板块上周有不错的表现。公用事业：国家持续加大环保领域的政策力度，近期环保部公布锅炉、有色等四项污染物排放新标准，此外国务院要求加大大气污染防治力度，利好环境监测等相关板块。

表现较差的板块是国防军工、食品饮料和餐饮旅游。国防军工：国防军工板块上周跌幅居前，消息面上，中航重机发布公告称，接纪检部门通知，副总经理吴浩被采取“双规”措施。食品饮料：目前白酒处于消费淡季，白酒龙头出货速度一般，短期投资者获利难度较大，猪肉价格上周小幅下跌出现短期见顶迹象，显示生猪行业供过于求的局面正在形成。餐饮旅游：今年端午小长假由于时间较短，多地景点的游客接待量出现同比下滑，使得餐饮旅游板块遭遇短期的利空打压。

二、市场分析

上周市场开始分化，上证综指微跌-0.45%，中小板微涨 0.01%，而创业板延续上涨态势，上涨 2.45%。市场继续主题活跃，信息安全、北斗卫星、文化传媒等表现不错，而银行、金融等板块表现疲软。

5 月外贸数据显示外需改善而内需依旧疲软。外需的适度好转有助于经济的短期改善，结合政策对冲效应，边际上的经济调整压力可能会有所减弱。但在发达市场复苏强度有限且在努力改善净储蓄的背景下，外力的正面拉动作用是不可高估的。欧洲央行的宽松政策进一步推动全球低利率的环境，但外部流动性的趋势仍取决于美联储。欧央行政策对于国内 A 股预计影响中性。

微刺激尚在进行时。近两月内国务院召开的每一次常务会议都关乎稳增长这一主题，从棚户区的改造、加快中西部铁路建设、投融资的改革，再到生产性服务业的促进等，“微刺激”意味强烈。5 月制造业 PMI 指数创下年内新高，非制造业商务活动指数也升至 55.5%。从上周发生的事件来看，国内稳增长政策正在在力度和速度上进行强化。6 月 6 日周五银监会对住房按揭政策表态出现重要变化，表示“大力支持首套住房需求”，与一周之前表态出现明显转折。5 月 30 日谈及涉房贷款，银监会曾强调，涉及房地产贷款的各类贷款有关政策要求，“银监会没有任何松动，没有任何折扣，也没有任何讨价还价的余地”。此外，中央督促下稳增长政策落实速度可能将较过去两个月明显加快；6 月 9 日，央行宣布定向降准，与之前主要针对县域农商行和农村合作银行相比，此次降准范围扩大，覆盖大约 2/3 的城商行、80%的非县域农商行和 90%的非县域农合行，释放大约 600-700 亿流动性。此次稳增长政策不同于以往，主要在于预期管理、定在微刺激、强调既有政策的加速落实。总体是只托不举、无大高度。

货币不会大幅宽松，短期不会全面降准，但无需太过担忧流动性。今年六月不会像去年出现钱荒局面。未来 1、2 个月内，无论从主观上还是客观上，资金价格都不太可能出现飙升，利率稳中有降，降幅趋缓可能是大概率。上周中国人民银行向市场注入资金 730 亿元，主要市场利率仍然处于良性水平。近期出现的一个显著变化为长期资金成本下降：5-10 年期国债的收益率在 1 季度末以来已经累计下降 30-40 个基点，导致收益率曲线更加扁平，这将有希望利好实体经济。

总体而言，市场有底无高度的现状恐难扭转，蓝筹仅限于搭台，而成长股在分化中异彩纷呈。主题投资将在六月份中继续活跃，建议关注 1) 近期有稳增长政策刺激的领域如海上风电(2014 年确定电价并启动招标是大概率事件)；2) 世界杯主题，特别是马云近日收购恒大引爆了足球概念股，包括彩票、啤酒等；3) 由厄尔尼诺引起的救灾和灾后重建的过程中，部分产品的需求增加以及农产品、工业品产量锐减导致价格上升所带来的投资机会。

三、宏观政策跟踪

1、高基数影响消退，出口如期反弹，进口增速放缓

5月出口同比7%，高于预期6.3%，比上个月上升6.1个百分点。进口同比-1.6%，低于预期的5.7%，比上个月下滑2.4个百分点。贸易顺差359亿美元，高于预期的225亿。

出口同比增速如期反弹，主要是基数效应消退的影响。分国别看，回升幅度较大的是对香港和台湾出口，分别回升31和29个百分点。主要是去年5月之后套利贸易明显收缩，高基数影响逐渐消退导致今年5月同比增速大幅回升。对G3出口较上月回落3个百分点，虽然降幅较大，但二季度增速总体保持高位，比一季度有所回升。

进口增速放缓反应内需疲弱。进口同样受到去年高基数消退的影响，但增速不升反降，说明真实进口需求放缓。扣除海关特殊监管区域物流货物的进口同比下跌2%，较上个月大幅回落8.5个百分点。其中，大宗商品进口额大幅下滑了13个百分点，铁矿石进口量同比增速从4月的24.2%回落至12.9%，反映国内治理钢铁产能过剩的影响。未锻造的铜及铜材进口量同比增速从上个月52%大幅回落至5.9%。主要是受到近期银行收紧铜融资业务的影响。

向前看，进出口增速将回升。我们预计美国经济将未来几个季度逐步回升，带动全球经济和国外需的增长，预计下半年出口增速继续加快。近期国内定向宽松的政策有助于缓解国内经济下滑压力，5月PMI中新订单指数升1.1个百分点至52.3%，显著回升显示内需有企稳迹象。预计进口增速下半年有所回升。

2、低基数推动CPI反弹

5月CPI同比2.5%，略高于市场预期的2.4%，较4月回升0.7个百分点。

大幅回升主要是去年基数较低造成。去年5月CPI环比-0.6%，显著低于历史同期。分项看，主要是食品价格环比反季节涨0.2%推动：猪肉价格止跌回升，环比涨5.6%；鸡蛋价格受高温冲击，环比大涨9.5%。非食品价格保持平稳：房租价格环比涨幅仅为0%，受到房地产市场放缓的影响，未来房租涨幅可能继续放缓。

5月PPI同比-1.4%，环比-0.1%，跌幅收窄。工业品价格仍面临通缩压力。

我们认为，仅是供给因素导致的食品价格上涨不足以推动整体通胀上升。当前货币增速稳健，总需求仍偏弱，通胀压力不大。货币政策仍有定向宽松的空间。

3、定向降准点评---落实国务院常务会议决定

中国人民银行决定从2014年6月16日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点。“三农”和小微企业贷款达到一定比例是指：上年新增涉农贷款占全部新增贷款比例超过50%，且上年末涉农贷款余额占全部贷款余额比例超过30%；或者，上年新增小微贷款占全部新增贷款比例超过50%，且上年末小微贷款余额占全部贷款余额比例超过30%。此外，为鼓励财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司发挥好提高企业资金运用效率及扩大消费等作用，下调其人民币存款准备金率0.5个百分点。

对此我们的点评如下：

1) 本次定向降准是落实国务院常务会议的決定，政策出台符合预期。政策体现了满足经济体中融资难的企业的资金需求，同时体现了支持消费需求的政策导向。按此次标准，此次定向降准覆盖大约2/3的城商行、80%的非县域农商行和90%的非县域农合行。城商行：四月末存款余额为10.7万亿，按照2/3和0.5%计算，预计释放360亿；非县域农商行：四月末农商行存款余额为7.5万亿，我们预计，60%为非县域农商行，即4.5万亿，按照80%和0.5%计算，预计释放180亿；非县域农合行：四月末农合行存款余额为1.1万亿，我们预计，大部分为县域农合行，在此不做考虑；财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司：四月末存款余额合计为2.0万亿，按照0.5%计算，预计释放100亿。

2) 定向降准之后静待其他政策落实。定向宽松呈现小步快跑的趋势，主要目的仍是在于促进结构调整，鼓励商业银行支持三农和小微企业领域。5月30日国务院常务会议和6月6日银监会描绘了加大金融对实体经济支持力度的路线图，除了定向降准之外，还包括再贷款、调整存贷比计算方法、大力发展信用贷款、多渠道充实商业银行资本金、允许商业银行对符合条件的企业直接续贷等。预计未来仍将有更多的定向宽松政策陆续出台。

3) 政府已经出台了一系列政策，随着政策落实，经济活力会有一些的起色，内需将从持续下滑的状态逐步走稳，随着外需的改善，出口的拉动效果可能有所显现，总需求将会稳定，下半年经济不会一路下滑，经济走稳将是大概率情形。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行于周二和周四分别开展 300 亿元和 400 亿元 28 天正回购操作，中标利率在 4.00%。上周二有 28 天正回购到期 600 亿元，央行 36 个月票据 230 亿元到期；周四有 28 天正回购到期 600 亿元。上周公开市场操作共净投放资金 730 亿元。

上周资金面整体保持宽松，各期限资金利率上上下下小幅波动。

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
2014-06-03	2.52	3.18	3.38	3.72	-5	-5	6	-15
2014-06-04	2.56	3.15	3.33	3.93	4	-3	-5	22
2014-06-05	2.58	3.07	3.45	3.88	2	-8	11	-5
2014-06-06	2.58	3.15	3.44	3.98	0	8	-1	11

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
2014-06-03	2.54	3.19	3.35	3.71	-4	-5	-2	-17
2014-06-04	2.57	3.15	3.29	3.93	3	-4	-6	23
2014-06-05	2.59	3.07	3.44	3.91	2	-9	15	-2
2014-06-06	2.60	3.16	3.44	4.00	1	9	0	9

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
2014-06-03	3.78	3.49	3.53	4.07	-143	39	18	48
2014-06-04	3.64	3.58	3.66	4.13	-14	8	12	6
2014-06-05	1.81	3.15	3.31	4.02	-183	-43	-34	-11
2014-06-06	3.43	3.32	3.44	3.99	162	17	13	-3

2、债券一级市场

上一级市场利率债和信用债计划发行总规模 1569.50 亿元，其中利率债 790 亿元，信用债 779.5 亿元。上周债券发行总规模较前一周减少了约 700 亿元。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 6829.02 亿元；回购总金额 40855.28 亿元。其中银行间市场国债成交 956.78 亿元；金融债成交 3153.90 亿元；企业债成交 963.91 亿元；中票成交 759.56 亿元。

上周利率债和信用债的收益率以下行为主，其中短期限品种表现较好。

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标		13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr	14-May
GDP	同比%			7.7			7.4		
PMI	指数	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8
工业增加值	同比%	10.3	10.0	9.7		8.6	8.8	8.7	
社会消费品零售	同比%	13.3	13.7	13.6		11.8	12.2	11.9	
固定资产投资	累计同比%	20.1	19.9	19.6		17.9	17.6	17.3	
出口	同比%	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0
进口	同比%	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8	-1.6
贸易盈余	亿美元	311	338	256	319	-230	77	185	359
CPI	同比%	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5
PPI	同比%	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4
M2	同比%	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2	
M1	同比%	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	5.5	
新增贷款	亿元	5061	6246	4825	13200	6445	10500	7747	
社会融资总量	亿元	8564	12300	12322	25800	9387	20709	15538	
外汇占款变动	亿元	4416	3980	2729	4374	1282	1892	1169	
财政收入	同比%	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	9.2	
财政支出	同比%	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	1.9	
财政收支差额	亿元	1628	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	3071	

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 史上最严排放标准正式出台，公布 4 项国家大气污染物排放(控制)标准。
2. 微刺激清单拆解：国务院 8 次常务会议均涉稳增长。
3. 欧央行开启负利率时代三招拯救经济。

利空：

1. 连续缩量 4 个月后，6 月限售股解禁市值创年内新高。
2. 证监会：支持未盈利企业创业板上市。
3. 媒体称大型房企降价潮序幕将开、业绩压顶房企急了。

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。