

--变盘窗口临近，反弹一触即发

2014 年 7 月 21 日

投资要点

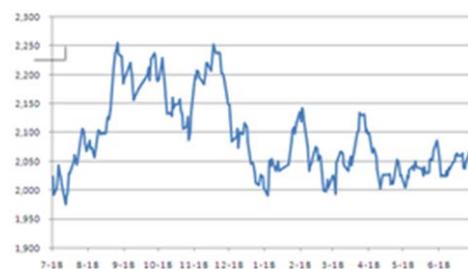
● 上周市场出现二八分化的迹象，上证综指上涨 0.54%，中小板下跌 0.91%，创业板涨幅最大为 3.93%。中报临近业绩可能不达预期以及新股发行的再次冻结资金所带来流动性的干扰促使市场已经连续 11 天下跌。行业表现，食品饮料大幅上涨 5.56% 主要受到沪港通的预期，房地产板块上涨主要受到各地限购放开和 6 月份销售反弹拉动，国防军工、传媒和计算机跌幅居前，分别下跌 -6.96%、-4.48% 和 -2.83%。

● **经济企稳，但是持续性不足。**2 季度 GDP 增速小幅回升到 7.5%，略超预期，主要归功于出口改善和基建增速回升。三驾马车，投资小幅回落，消费基本持平，出口小幅回升。从投资结构来看，主要是基建增速明显回升，而制造业相对比较稳定，房地产投资增速大幅下滑。6 月份 M2 增速大幅回升 14.7%，社会融资总量 1.97 万亿大幅增加，货币增速回升是经济企稳的主要动力。从结构性来看，企业中长期贷款平稳，企业贷款增加的是票据融资，意味着企业信贷以短期融资为主，反映出制造业投资并未加速。居民房贷小幅回落，反映房市持续降温。M2 和新增信贷都显著高于预期，说明央行政策偏松，一直在采取微刺激的动作。

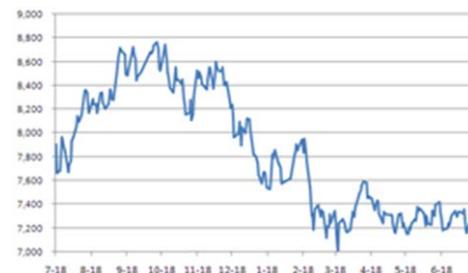
● **业绩乌云的冲击即将过去，尽管未来仍需关注实际业绩，但无需反应过度。**7 月 1 日-15 日是业绩预告密集披露期，在盈利冲击下市场短期如期回调。截至 7 月 15 日创业板预告结束，创业板指数，权重股 1H 净利润同比分别为 17.9%、36.8%，2Q 单季度 15.7%、24.8%，1 季报 20.5%、55.4%。短期看预告结束，业绩对市场的冲击渐去，未来仍需密切关注 8 月中下旬业绩公告密集期真实盈利状况。

● **本周新股密集发行，关注资金解冻回流可能导致市场的反弹。**IPO 新规后，打新热情高涨让资金短期抽紧。6 月是新股发行规则修改后首度实施，新股均低 PE 发行，使得打新热情空前高涨。新股发行从发行日起算，资金有三个交易日的锁定期。6 月 18-20 日有 6 只新股发行，累计冻结资金高达 5617 亿。短期利率因此明显上升，股市也出现下跌。本周将有 11 家新股将上网发行，拟募集资金合计 58.3 亿。由于 11 只个股集中在 23、24 日发行，将造成较大的资金面压力。按照网上认购 150 倍，网下 500 倍的保守估计，23 日将冻结资金 5876 亿元，24 日累积冻结资金将高达 9100 亿元。我们需要关注这些资金在解冻后会回流市场，前期因为配置市值从创业板流到主板的资金也可能会选择低位介入创业板。

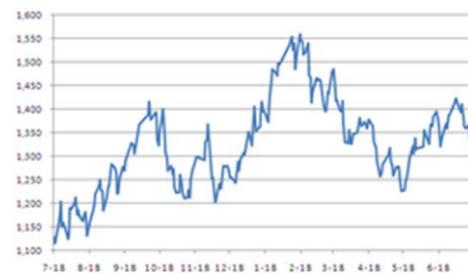
上证指数走势图



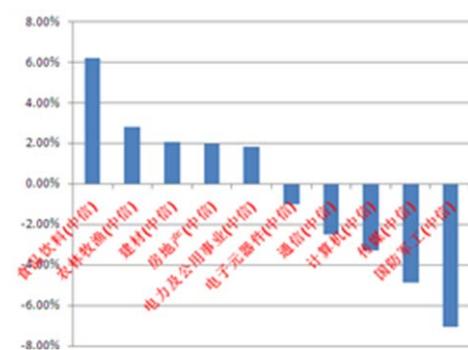
深圳成指走势图



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	0.59%	0.73%	-0.91%	-3.93%	0.75%	0.97%

一周走势回顾：周一：沪指小幅高开，两市开盘后呈震荡走势，银行地产拉升带动两市走强，午后煤炭保险等权重股启动，大盘维持强势，最终以长阳报收。周二：两市开盘后小幅上涨，深成指表现较强，沪指则创出近期的反弹新高，军工白酒等涨幅居前，午后，创业板大幅回调，大盘亦有回调，最终小阳报收。周三：两市低开高走成功翻红，但随着创业板的跳水，两市陷入调整，创业板跌破 60 日线，午后次新股新能源汽车等概念股全线下挫，创业板再度跳水，沪指则收十字星。周四：两市低开后维持绿盘震荡，临近午盘一度出现跳水，创业板冲高回落，昨日强势的国企改革概念股回调，有色板块一枝独秀领涨，最终两市阴跌收盘。周五：受外围股市影响两市低开，但随后展开反攻，在地产、有色等权重板块的带动下，两市早盘稳健上涨，但午后两市冲高回落，最终以微涨收盘。

上周中信一级板块涨幅靠前的是食品饮料、农林牧渔和建材板块。食品饮料：贵州茅台周一现大宗交易，买入方为公认 QFII 席位瑞银花园石桥路营业部，市场猜测 QFII 对低估值的白酒板块展开布局，目前白酒行业库存状况良好，估值有一定优势，在秋季旺季到来前有反弹预期。农林牧渔：国资委宣布中粮集团将开展国有资本投资运营试点，市场关于农业领域将成为改革新热点的预期升温，中粮生化、中粮屯河等概念股周三强势涨停，农业板块目前的估值也相对合理，安全边际较高。建材：由于基数的影响，以及煤炭价格的持续低迷，水泥行业的中报成绩超出市场的预期，近期多家水泥企业发布中报预增公告，其中海螺水泥业绩预增 90%。

跌幅靠前的板块是国防军工、计算机和传媒板块。国防军工、计算机：上周跌幅较大的都是随创业板大跌而回调的高估值板块，下周三、周四将有 11 只新股密集展开网上申购，预期冻结资金将高达 6000 亿至 8000 亿，因为新股多集中在新兴行业，新股低市盈率发行势必给目前市场上的军工、计算机等高估值股票带来冲击。传媒：近期广电总局连续出手调控互联网电视行业，据传乐视网被停止与牌照方合作，受此利空影响乐视网连续两日跌幅近 20%。

二、市场分析

上周市场出现二八分化的迹象，上证综指上涨 0.54%，中小板下跌 0.91%，创业板涨幅最大为 3.93%。中报临近业绩可能不达预期以及新股发行的再次冻结资金所带来流动性的干扰促使市场已经连续 11 天下跌。行业表现，食品饮料大幅上涨 5.56% 主要受到沪港通的预期，房地产板块上涨主要受到各地限购放开和 6 月份销售反弹拉动，国防军工、传媒和计算机跌幅居前，分别下跌 -6.96%、-4.48% 和 -2.83%。

经济企稳，但是持续性不足。2 季度 GDP 增速小幅回升到 7.5%，略超预期，主要归功于出口改善和基建增速回升。三驾马车，投资小幅回落，消费基本持平，出口小幅回升。从投资结构来看，主要是基建增速明显回升，而制造业相对比较稳定，房地产投资增速大幅下滑。6 月份 M2 增速大幅回升 14.7%，社会融资总量 1.97 万亿大幅增加，货币增速回升是经济企稳的主要动力。从结构性来看，企业中长期贷款平稳，企业贷款增加的是票据融资，意味着企业信贷以短期融资为主，反映出制造业投资并未加速。居民房贷小幅回落，反映房市持续降温。M2 和新增信贷都显著高于预期，说明央行政策偏松，一直在采取微刺激的动作。

业绩乌云的冲击即将过去，尽管未来仍需关注实际业绩，但无需反应过度。7 月 1 日-15 日是业绩预告密集披露期，在盈利冲击下市场短期如期回调。截至 7 月 15 日创业板预告结束，创业板指数，权重股 1H 净利润同比分别为 17.9%、36.8%，2Q 单季度 15.7%、24.8%，1 季报 20.5%、55.4%。短期看预告结束，业绩对市场的冲击渐去，未来仍需密切关注 8 月中下旬业绩公告密集期真实盈利状况。

本周新股密集发行，关注资金解冻回流可能导致市场的反弹。IPO 新规后，打新热情高涨让资金短期抽紧。6 月是新股发行规则修改后首度实施，新股均低 PE 发行，使得打新热情空前高涨。新股发行从发行日起算，资金有三个交易日的锁定期。6 月 18-20 日有 6 只新股发行，累计冻结资金高达 5617 亿。短期利率因此明显上升，股市也出现下跌。本周将有 11 家新股将上网发行，拟募集资金合计 58.3 亿。由于 11 只个股集中在 23、24 日发行，将造成较大的资金面压力。按照网上认购 150 倍，网下 500 倍的保守估计，23 日将冻结资金 5876 亿元，24 日累积冻结资金将高达 9100 亿元。我们需要关注这些资金在解冻后会回流市场，前期因为配置市值从创业板流到主板的资金也可能会选择低位介入创业板。

三、宏观政策跟踪

1、货币信贷超预期，货币政策仍以定向宽松为主

6月货币信贷数据超预期。6月M2增长从上个月的13.4%上升至本月14.7%，高于市场预期的13.5%；6月新增贷款1.08万亿元，明显高于市场预期的9000亿元左右，比上个月多增2100亿；6月社会融资总量1.97万亿元，比上个月多增5700亿。

短期贷款成为信贷反弹的主要贡献方。从期限结构来看，中长期贷款规模较上月下降近1000亿，表明在前期连续3个月的较快增长下、银行在基建等领域信贷支持力度有所减弱；短期贷款单月增加5127亿，较上月大幅增加3500亿，表明银行对于三农、小微等行业贷款投放力度有所增加；我们认为，一方面是127号文后非标业务到期后存在转回表内贷款，另一方面6月份关键的半年度考核时点银行主动投放，再就是央行引导的定向放松，均有利于银行表内信贷投放，预计全年信贷投放规模为9.5-10万亿，下半年月均6300-7000亿左右。

存款规模近历史高位，推测主要是理财产品期限腾挪。当月一般性存款季末冲量规模逾4万亿，仅次于2013年3月末的单月增量规模，推测主要是居民和公司理财产品到期所致。未来来看，金融体系整体负债格局并不乐观，低收益率的银行存款增长压力尤为显著，叠加利率市场化影响，银行负债成本仍在提升渠道中。预计7月存款将出现季初回落现象。

社融表内和表外融资都大幅反弹：银行表内贷款占比从上个月62%下滑至55%，影子银行投放加大，如委托贷款大幅反弹至2700亿；企业债净融资额连续四月维持偏高水平，银行债券类资产配置保持乐观。

M2大幅反弹受到上年6月份的基数效应以及央行定向宽松措施推进。去年6月由于钱荒，导致金融机构在月底之前大量发行理财产品，争夺资金，造成存款增加较低，而今年流动性相对宽松，银行通过理财争夺资金的情况没有出现，资金在6月回表较多，这导致了货币和存款的明显回升。

6月货币信贷明显回升，无论是M2，还是反映交易需求的M1均上升明显，这表明交易需求有所上升。从金融市场利率来看，7月份以来，银行存款转理财、外汇占款亦维持弱势格局，银行端资金来源有所紧张。我们认为，未来货币政策取向不会改变，货币政策依然保持上半年的节奏，以定向宽松为主，短期央行采取全面降准和降息的可能性不大，政策下一步的核心在于降低融资成本。随着审慎监管方式的改变和完善，银行资金成本和流向可能受到央行的引导将加强，同时，继续加强货币政策传导机制的完善，降低企业融资成本。

2、二季度经济数据点评：经济企稳，预计下半年小幅回落

二季度GDP同比增速7.5%，高于市场预期的7.4%，环比增速大幅回升至2%。从三驾马车贡献来看，经济回升的动力主要来自于出口的好转；投资贡献仍然偏弱，这主要体现在房地产投资放缓，并拖累相关制造业投资增速。

6月工业增加值增速在出口和投资的带动下有所改善。工业增加值同比增速9.2%，较上月上升0.4个百分点，高于市场预期9%。分行业看，回升最大的是计算机手机等电子产品：计算机、通信和其他电子设备制造业增速上升4.4个百分点；工业品产量中微型计算机设备增速上升5.8个百分点，移动通信手持机增速上升10.3个百分点。通讯电子器材的大幅上升可能与出口复苏有关。采矿业和设备制造业增速也回升较多，可能与企业补库存、投资加快和出口复苏有关。

6月居民消费增速保持平稳，但高端消费增长仍然受到反腐的抑制。社会消费品零售总额同比增速小幅回落0.1个百分点至12.4%，实际同比增速10.7%，与上月持平。分行业看，限额以上餐饮服务同比增速下滑2.7个百分点，反映反腐力度较大，对相关的消费抑制作用仍然明显。以智能手机为代表的通讯器材以及家电音像器材的消费在6月大幅上升，同比增速较5月分别上升8.6和4.1个百分点。家具和建筑装潢材料等与房地产相关的产品销售额同比增速较5月小幅上升，但受到房地产销售的拖累，未来可能会继续回落。

6月制造业投资显著回升,带动固定资产投资增速小幅回升。固定资产投资累计同比增速 17.3%,较上月上升 0.1 个百分点,高于市场的预期 17.2%。分类别看,制造业投资当月同比增速从 5 月的 11.9%升至 6 月的 16.5%,制造业投资的回升可能受益近期货币条件的改善以及基础设施投资扩张的带动。基建投资增速较上月显著回落,但总体仍然较快。近期债券发行量大,财政支出加快,新增贷款提速以及影子银行业务有所恢复,均对基建投资资金来源起到支持作用。基础设施投资中,电力、环保投资增速放缓较多,铁路投资则显著加快。房地产开发投资当月同比增速低位回升至 12.5%,可能反映近期货币条件改善的结果。但房地产销售和新开工面积同比仍然负增长,而且 5 月份以来全国范围房价开始环比下跌,短期内房地产投资放缓的压力仍然较大,构成未来固定资产投资主要的下行风险。

总体看,6 月份经济增长在出口和投资的带动下保持企稳回升的态势。定向宽松政策对投资的支持作用显现。今年以来人民币有效汇率贬值幅度已达 2.8%,对出口的促进作用也逐步体现。但是下半年,房地产投资的放缓仍有可能对经济增速构成拖累。预计全年 GDP 保持增长 7.3%的增长,下半年经济环比增速较快,但同比在基数作用下小幅下滑。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行周二、周四分别开展 200 亿元、180 亿元的 28 天正回购操作，中标利率均在 4.00%。上周二、周四分别有 28 天正回购到期 300 亿元、200 亿元。此外，周二发行 6 个月国库定存 500 亿元，另到期 500 亿元，央票到期 50 亿元，总的来看，上周公开市场操作共净投放资金 170 亿元。

考虑到未来两周内陆续有新股上市，上周资金市场长端较为紧张，总体波动较前一周有所缓和，交易所回购波动仍相对较大。各期限利率涨跌互现，各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 3.22%-3.26%，shibor1w 在 3.64%-3.70%；R001 在 3.25%-3.30%，R007 在 3.70%-3.78%；GC001 在 2.09%-5.38%，GC007 在 3.77%-5.36%。

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
2014-07-14	3.26	3.70	4.30	4.31	-3	-2	15	15
2014-07-15	3.22	3.65	4.18	4.42	-4	-6	-12	10
2014-07-16	3.25	3.65	4.39	4.49	3	0	21	8
2014-07-17	3.25	3.64	4.40	4.59	-0	-1	1	10
2014-07-18	3.25	3.65	4.99	4.73	-0	1	59	14

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
2014-07-14	3.29	3.78	4.35	4.37	-3	1	9	24
2014-07-15	3.25	3.71	4.22	4.48	-5	-7	-13	10
2014-07-16	3.27	3.70	4.51	4.51	3	-0	29	4
2014-07-17	3.30	3.71	4.46	4.71	3	0	-5	20
2014-07-18	3.29	3.76	5.03	4.90	-1	5	57	19

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
2014-07-14	5.38	4.65	4.49	4.49	89	61	43	23
2014-07-15	3.61	4.39	4.71	4.52	-177	-25	22	3
2014-07-16	2.83	3.77	4.54	4.52	-78	-63	-17	-1
2014-07-17	2.09	5.03	5.23	4.71	-74	126	69	19
2014-07-18	3.78	5.36	5.36	4.78	169	33	13	7

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 109 支债券，计划发行总规模为 3183.27 亿元，较前一周减少了约 200 亿元。

利率债方面，上周共发行 17 只利率债，计划发行总额 1826 亿元，较前一周减少了约 150 亿元。

信用债方面，发行 39 只短融，计划发行总额 686.7 亿元，较前一周增加了约 120 亿元，从主体评级看，有 19 只 AAA 级、6 只 AA+级、10 只 AA 级、2 只 AA-级和 1 只 A+；发行 16 只中票，计划发行总额 149 亿元，较前一周减少了约 50 亿元，从主体评级看，有 3 只 AAA 级、3 只 AA+级和 10 只

AA 级；发行 1 只公司债，计划发行总额 4 亿元，较前一周减少约 24 亿元，从主体评级看，为 AA 级。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 7826.83 亿元，较前一周有约 430 亿元增加；回购总金额 45622.60 亿元，较前一周减少约 3000 亿元。其中，银行间市场国债成交 1118.16，较前一周增加约 300 亿元；地方政府债成交 24.40 亿元，增加约 15 亿元；央票 29.25 亿元，增加约 21 亿元；金融债成交 3711.40 亿元，增加约 200 亿元；企业债成交 899.22 亿元，减少约 110 亿元；中票成交约 912.36 亿元，增加约 7 亿元；短融成交 1056.18 亿元，增加约 28 亿元；政府支持机构债无成交。

上周利率债、高等级信用债收益率整体上行为主，长端涨幅较大；低等级信用债收益率变化幅度不大。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb	14-Mar	14-Apr	14-May	14-Jun
GDP	同比%		7.7			7.4			
PMI	指数	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0
工业增加值	同比%	10.0	9.7		8.6	8.8	8.7	8.8	9.2
社会消费品零售	同比%	13.7	13.6		11.8	12.2	11.9	12.5	12.4
固定资产投资	累计同比%	19.9	19.6		17.9	17.6	17.3	17.2	17.3
出口	同比%	12.7	4.3	10.6	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2
进口	同比%	5.3	8.3	10.0	10.1	-11.3	0.8	-1.6	5.5
贸易盈余	亿美元	338	256	319	-230	77	185	359	316
CPI	同比%	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3
PPI	同比%	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1
M2	同比%	14.2	13.6	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7
M1	同比%	9.4	9.3	1.2	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9
新增贷款	亿元	6246	4825	13200	6445	10500	7747	8708	10800
社会融资总量	亿元	12300	12322	25800	9387	20709	15538	14045	19700
外汇占款变动	亿元	3980	2729	4374	1282	1892	1169	386	
财政收入	同比%	15.9	14.3	13.0	8.2	5.2	9.2	7.2	8.8
财政支出	同比%	4.9	20.3	21.3	-10.7	22.3	1.9	24.6	26.1
财政收支差额	亿元	-3532	-15,554	2,494	2575	-3262	3071	880	-3061

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 财政部、发改委等联合发布《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》，相关政府部门新能源汽车配备比例将逐年提高，政策扶持力度加码。
2. 美国基因测序龙头企业 Illumina (ILMN) 股价在过去 12 个月累计上涨了 134%。随着成本的降低和技术的成熟，基因测序将蓬勃发展，国内概念股也将迎来炒作。
3. 国资委选择中粮等 6 家央企作为改革试点企业。
4. 小品种有色金属供应收缩、同时新兴产业需求爆发，相关有色金属生产企业将受益。

利空：

1. 上周两市共 19 家公司限售股解禁市值约 250 亿元。
2. 上半年财政收入同比增 8.8% 增速放缓，楼市低迷致税收缩水。
3. 航空业低迷拖累航企业绩，国航南航相继公布业绩大幅下滑。

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间接的声明或保证。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。