

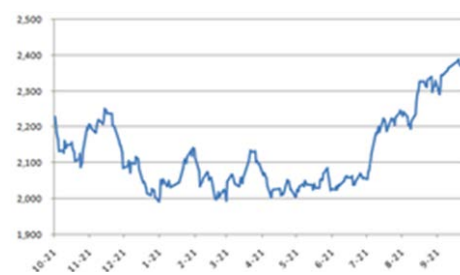
--四中全会为分水岭

2014 年 10 月 21 日

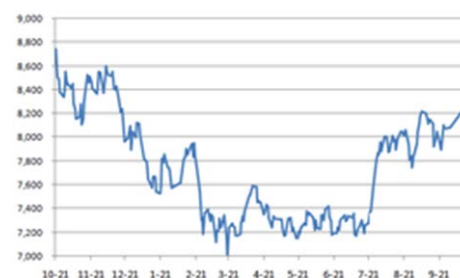
投资要点

- 上周市场剧烈调整，上证综指下跌 1.4%，中小板下跌 2.86%，创业板下跌 2.78%。外围市场的大幅下挫引发国内市场的联动效应。美国加息预期的再次提前和零售消费数据的不大预期引起纳斯达克和标普指数连续大幅下跌，而埃博拉疫情从西非国家扩散到美国、巴西、英国等地也加剧了恐慌，投资情绪 VIX 指数大幅冲高，导致资金从风险资产当中抛售撤离。三季报的临近，沪港通的推迟“通车”低于市场预期，以及四中全会是否存在超预期的不确定性也促使前期获利资金的兑现。
- 经济数据难言乐观。上周公布的 9 月份 PPI 同比降幅继续扩大，下滑 0.6 个百分点至 -1.8%，低于市场预期，供需持续恶化致工业通缩仍将持续。为此，上周央行在公开市场操作中再度下调正回购利率至三年内最低，周末又传出央行为股份制银行注资（大约 2000 亿）的消息，这会一定程度上减小基本面恶化对市场的负面冲击。
- 四中全会是短期股市的分水岭。四中全会是改革实质性风向标的最好试金石，直接决定未来市场对改革的预期，亦决定市场未来的有效投资方向。四中全会在本周召开，对改革的预期一直是支撑市场信心的一个重要因素，而四中全会议题的结果是否超预期直接决定短期市场的走向。如果改革缺乏新意，那市场上行就缺乏进一步动力。未来指数的继续走高则需要依靠四中全会改革超预期，而在改革推动的行情下市场的结构性机会要远大于整体性机会，因此四中全会的改革方向也决定了市场未来的有效投资方向，需密切关注相关内容。
- 整体而言，目前市场整体上无系统性风险，当前市场主要风险来自于结构分化，主要包括各类题材股过度炒作及供给变数之下的业绩、估值风险。上周五证监会公布了退市制度的细则，长期而言退市制度完善将使得壳资源价值下降；而潜在的供给变数亦带来估值风险；另一方面，季报披露期上市公司业绩仍将经受考验：近期中小板业绩预告多数为下修，创业板整体稳定但个股之间仍然分化显著，近四成创业板公司业绩下滑，季报披露期仍需甄别规避业绩风险。

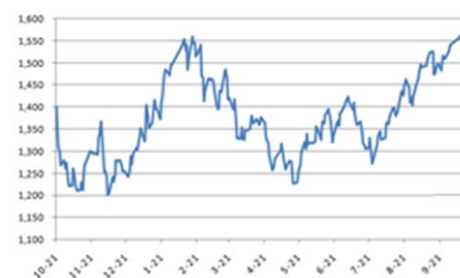
上证指数走势图



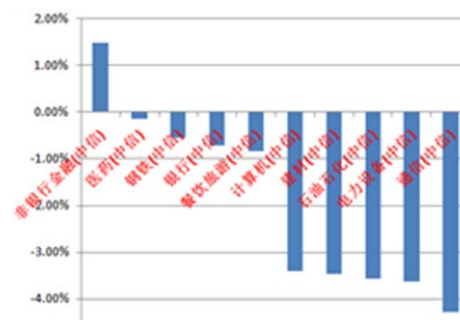
深圳成指走势图



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	-1.40%	-0.73%	-2.86%	-2.78%	-1.02%	-1.03%

一周走势回顾：周一：受外围股市持续下跌影响，沪指低开低走，一度跌 1.3%，金融股领跌砸盘，然汽车、煤炭、地产等权重板块抗跌护盘，使沪指得到支撑，截止收盘收复了大部分失地。周二：两市低开，但随后上扬翻红，盘面上军工股表现强势，钢铁股也出现直线拉升，午后两市冲高回落，震荡下行，创业板一度跌逾 1%，但收盘有所回升。周三：两市高开后翻绿，早盘沪指震荡走低，跌逾 0.5%，盘中埃博拉、航天等概念股爆发，临近午盘，券商、钢铁板块直线拉升，两市反弹，午后两市维持红盘报收。周四：欧美股市再度暴跌，沪指低开后一度跌逾 1%，在铁路、银行板块的强势护盘下，两市回升翻红，沪指一度逼近新高，午后随着石油、军工板块回调大跌，两市也以阴线收盘。周五：两市开盘小幅上扬，旋即大幅杀跌，其中沪指一度跌逾 2%，在本轮行情中极为罕见，题材股全线杀跌，午后，券商股为首，权重股展开护盘，两市探底回升，收复大部分失地。

上周中信一级板块涨幅靠前的是非银行金融、医药和钢铁板块。非银行金融：唯一上涨的板块是券商，周五大盘大跌时券商股逆势拉升，由于三季度行情火爆，券商各项业务向好，业内预计前三季度 19 家上市券商净利润同比增长达四成以上。并且四季度预期还有一系列的利好政策，预期 2014 年全年券商业绩也十分乐观。医药：受埃博拉病毒疫情继续扩散的消息刺激，医药股继续维持强势，其中拥有检测病毒试剂的诊断类上市公司和拥有临床治疗抑制剂的上市公司鲁抗医药、四环生物等备受关注。钢铁：经历了八九两月持续暴跌后，由于楼市政策转暖，本月钢材现货市场止跌翻红，国内钢材综合指数连续 20 日上扬，沪螺纹钢期货周一更是强势涨停。

涨跌幅靠后的板块是通信、电力设备和石油石化板块。通信：通信板块中题材股较为集中，因此在周五大盘回调杀跌过程中跌幅居前，限售股解禁、IPO 加快也给板块带来一定的压力。电力设备：电力板块同样前期涨幅较大，上周回调比较明显。由于沪港通临近，电力设备板块的估值较低，前期受到市场的追捧。石油石化：近期国际原油期货价格暴跌，其中纽约原油 12 月主力合约一度跌破 80 美元关口，原因是全球范围内的供应过剩，利比亚的原油产量已从 6 月的每日 22 万桶回复到 81 万桶，普京警告称国际“石油战争”再度打响，全球经济或因此崩溃。

二、市场分析

上周市场剧烈调整，上证综指下跌 1.4%，中小板下跌 2.86%，创业板下跌 2.78%。外围市场的大幅下挫引发国内市场的联动效应。美国加息预期的再次提前和零售消费数据的不大预期引起纳斯达克和标普指数连续大幅下跌，而埃博拉疫情从西非国家扩散到美国、巴西、英国等地也加剧了恐慌，投资情绪 VIX 指数大幅冲高，导致资金从风险资产当中抛售撤离。三季报的临近，沪港通的推迟“通车”低于市场预期，以及四种全会是否存在超预期的不确定性也促使前期获利资金的兑现。

经济数据难言乐观。上周公布的 9 月份 PPI 同比降幅继续扩大，下滑 0.6 个百分点至-1.8%，低于市场预期，供需持续恶化致工业通缩仍将持续。为此，上周央行在公开市场操作中再度下调正回购利率至三年内最低，周末又传出央行为股份制银行注资（大约 2000 亿）的消息，这会一定程度上减小基本面恶化对市场的负面冲击。

四中全会是短期股市的分水岭。四中全会是改革实质性风向标的最好试金石，直接决定未来市场对改革的预期，亦决定市场未来的有效投资方向。四中全会在本周召开，对改革的预期一直是支撑市场信心的一个重要因素，而四中全会议题的结果是否超预期直接决定短期市场的走向。如果改革缺乏新意，那市场上行就缺乏进一步动力。未来指数的继续走高则需要依靠四中全会改革超预期，而在改革推动的行情下市场的结构性机会要远大于整体性机会，因此四中全会的改革方向也决定了市场未来的有效投资方向，需密切关注相关内容。

整体而言，目前市场整体上无系统性风险，当前市场主要风险来自于结构分化，主要包括各类题材股过度炒作及供给变数之下的业绩、估值风险。上周五证监会公布了退市制度的细则，长期而言退市制度完善将使得壳资源价值下降；而潜在的供给变数亦带来估值风险；另一方面，季报披露期上市公司业绩仍将经受考验：近期中小板业绩预告多数为下修，创业板整体稳定但个股之间仍然分化显著，近四成创业板公司业绩下滑，季报披露期仍需甄别规避业绩风险。

三、宏观政策跟踪

1、9 月通胀低于预期，需求偏弱低通胀趋势持续

9 月 CPI 同比上涨 1.6%，低于市场预期的 1.7%，略高于我们预测的 1.5%。CPI 的下降有一定基数原因，但社会总需求的相对低迷是通胀走低的主要原因。食品方面，猪价的上涨主要集中在上旬，中下旬已经平稳并出现下降趋势，整体食品价格环比上涨低于历史同期；非食品方面，大宗商品价格的回落明显拉低了相应交通类价格，油价的下滑显著拉低了交通价格，房价的回落也使得近几个月的居住相关价格环比涨幅显著低于历史同期。

PPI 同比-1.8%，环比-0.4%，低于市场预期的-1.5%。大宗商品下跌加深 PPI 跌幅。原油、成品油、钢材价格降幅加深，大宗商品的下滑加深采掘工业品价格下跌，其中采掘工业价格下降 1.7%，原材料工业价格下降 0.6%，加工工业价格下降 0.3%。其中，石油和天然气开采价格下降 3.1%，石油加工、黑色金属冶炼和压延加工价格均下降 1.9%，上述三项合计影响 9 月工业生产者出厂价格总水平下降约 0.3 个百分点。预计未来，房地产投资的下滑对相应投资品需求的减弱，促使行业去产能，这个过程中 PPI 将保持弱势。

食品价格的季节性上涨难以改变低通胀趋势。当前的社会总需求相对疲弱，尤其是地产市场的趋冷将从直接的租金影响和间接的供给成本下降两方面拉低通胀，同时大宗商品市场还在保持跌势，因此整体低通胀趋势估计还将延续。四季度在基数的影响下，通胀同比会有一定幅度的回升，可能回升到接近 2.5%。但“猪周期”的涨幅相对较低，食品价格的季节性上涨也难以改变通胀的低位运行态势。

2、信贷数据超预期

9 月新增贷款 8542 亿，好于市场预期的 7500 亿，结构较前两个月要更优，企业部门中长期贷款回升，反映了银行信贷对实体经济的支持力度加大。除短期贷款回升较多外，非金融企业部门中长期贷款 2810 亿元，较上月升 400 亿元；住户部门新增中长期贷款 1707 亿元，较上月和去年同期均略微回落。预计未来房地产政策回归常态对按揭贷款的提振作用可能将逐步显现。

新增融资总量 10500 亿，人民币新增贷款占社融的比例从 8 月的 73% 上升至 9 月的 80%，显示受 127 号文的影响，影子银行业务总体仍处于受抑制状态，融资需求向债券转移。

央行口径调整后的 9 月 M2 增速小幅反弹至 12.9%。如果按时点数来算，9 月份 M2 增长 4600 亿，同比增速仅 11.6%。由于 9 月份实行了存款月末偏离度考核，本年存款的月末时点数的增量和增速出现较为明显的下滑，而去年此时仍存在冲存款的行为，央行在进行 M2 统计时将去年的基数进行了一定的调整。

未来货币政策放松的大方向不变。当前 M2 增速温和，CPI 通胀压力小，PPI 通缩加剧，总需求存在下行压力，预计货币政策将继续保持宽松。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

上周二、上周四央行各开展 14 天正回购 200 亿元；此外，上周二到期 14 天正回购 200 亿元、到期 36 个月央票 200 亿元，上周四到期 6 个月国库现金定存 500 亿元；总的来看，上周公开市场操作共净回笼资金 500 亿元（含国库现金）。

上周，银行间和交易所的资金面持续宽松。各品种利率区间为：Shibor 隔夜在 2.46%-2.54%，shibor1w 在 2.95%-3.01%；R001 在 2.48%-2.55%，R007 在 3.00%-3.07%；GC001 在 0.99%-2.41%，GC007 在 2.75%-3.40%。

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
2014-10-13	2.54	3.00	3.28	3.88	-1	0	0	-3
2014-10-14	2.54	3.01	3.29	3.87	0	0	1	-1
2014-10-15	2.50	2.98	3.23	3.86	-4	-2	-6	-1
2014-10-16	2.47	2.97	3.21	3.84	-2	-1	-2	-2
2014-10-17	2.46	2.95	3.22	3.83	-1	-2	0	-1

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
2014-10-13	2.54	3.06	3.32	3.94	2	5	5	13
2014-10-14	2.55	3.07	3.33	4.00	1	1	1	5
2014-10-15	2.52	3.06	3.26	3.86	-3	-1	-7	-14
2014-10-16	2.48	3.02	3.30	3.85	-4	-3	5	0
2014-10-17	2.48	3.00	3.36	3.86	0	-2	5	0

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
2014-10-13	1.7050	3.3200	3.6650	4.0050	-481	-93	12	-30
2014-10-14	2.1000	3.4000	3.3500	3.8650	40	8	-32	-14
2014-10-15	2.4050	3.3050	3.5000	3.9000	31	-9	15	3
2014-10-16	0.9933	2.5550	3.7350	3.5800	-141	-75	24	-32
2014-10-17	1.1350	2.7450	3.9300	3.9650	14	19	20	39

2、债券一级市场

上周债券一级市场共发行 127 支债券，计划发行总规模为 3115.78 亿元。

利率债方面，上周共发行 13 支利率债，计划发行总额 1270 亿元，环比增加约 150 亿元。

信用债方面，发行 47 支短融，计划发行总额 649.4 亿元，环比增加了约 450 亿元，从主体评级看，有 17 支 AAA 级、15 支 AA+级、13 支 AA 级、2 支 AA-级；发行 29 支中票，计划发行总额 483.6 亿元，环比增加约 400 亿元，从主体评级看，有 8 支 AAA 级、12 支 AA+级、9 支 AA 级；发行 2 支公司债，计划发行总额 24.5 亿元，环比减少约 20 亿元，从主体评级看，为 1 支 AAA 级和 1 支 AA 级；发行 9 支企业债，计划发行总额 118 亿元，环比增加约 110 亿元，从主体评级看，有 2 支 AAA 级、4

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量 9991.82 亿元，环比增加约 3800 亿元；回购总金额 57433.83 亿元，环比增加约 16000 亿元。其中，银行间市场国债成交 1561.05 亿元，环比增加约 280 亿元；地方政府债成交 4.5 亿元，环比减少约 17 亿元；央票 21.45 亿元，环比增加约 22 亿元；金融债成交 4127.47 亿元，环比增加约 1600 亿元；企业债成交 1012.05 亿元，环比增加约 400 亿元；中票成交约 1229.17 亿元，环比增加约 600 亿元；短融成交 1677.91 亿元，环比增加约 800 亿元；政府支持机构债成交 257.65 亿元，环比增加约 160 亿元。

上周利率债、信用债收益率一路下行。利率债短端最大下行 15 个 bp，长端下行近 20 个 bp；信用债整体下行亦达 20bp 左右，下行幅度较明显。

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标									
		14-Feb	14-Mar	14-Apr	14-May	14-Jun	14-Jul	14-Aug	14-Sep
GDP	同比%		7.4			7.5			
PMI	指数	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	50.2	50.5
工业增加值	同比%	8.6	8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0
社会消费品零售	同比%	11.8	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6
固定资产投资	累计同比%	17.9	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1
出口	同比%	-18.1	-6.6	0.9	7.0	7.2	14.5	9.4	15.3
进口	同比%	10.1	-11.3	0.8	-1.6	5.5	-1.6	-2.4	7.0
贸易盈余	亿美元	-230	77	185	359	316	473	498.3	309.4
CPI	同比%	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6
PPI	同比%	-2.0	-2.3	-2.0	-1.4	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8
M2	同比%	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8	12.9
M1	同比%	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9	6.7	5.7	4.8
新增贷款	亿元	6445	10500	7747	8708	10800	3852	7025	8572
社会融资总量	亿元	9387	20709	15538	14045	19700	2731	9574	10522
外汇占款变动	亿元	1282	1892	1169	386	-883	378	-311	11.4
财政收入	同比%	8.2	5.2	9.2	7.2	8.8	6.9	6.1	6.3
财政支出	同比%	-10.7	22.3	1.9	24.6	26.1	9.6	6.2	9.1
财政收支差额	亿元	2575	-3262	3071	880	-3061	2405	-1095	-4073

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 消息称，国家发改委批复 4 个共计逾 1000 万千瓦沿海核电项目开工，总投资规模达 1600 亿元。
2. 《中国青少年校园足球发展规划(2015—2025 年)》即将出台，有业内人士称之为校园足球的“2.0 计划”。
3. 2014 年黄金周电影票房突破 10 亿，远超去年黄金周 6.2 亿。
4. 北京至莫斯科将建跨国高铁，总花费或达 1.5 万亿元。
5. 三季度行情交投火爆，预计前三季度 19 家上市券商净利润同比增长达四成以上。

利空：

1. 上周限售股解禁市值约 139 亿元合计解禁量 13.76 亿股。
2. 天铁股份等 16 家公司预披露招股说明书，IPO 或进一步加速。
3. 外媒：中国的钢铁需求骤降，致使某些市场的钢铁价格跌至白菜价。
4. 受海外需求下滑及非法私矿的影响，稀土产品价格下跌严重。
5. 第五批 11 家 IPO 获批企业亮相，下周 8 只集中申。

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。