

## 栉风沐雨，砥砺前行

### ——A股策略观点更新

#### 分析师

汪毅 021-61680675

Email: yiw@cgws.com

执业证书编号: S1070512120003

彭益 0755-83668784

Email: pengyi@cgws.com

执业证书编号: S1070515010002

#### 联系人:

包婷 021-61680357

Email: baoting@cgws.com

从业证书编号: S1070114100033

#### 投资建议

短期急跌无需过于恐慌，经济政策发生实质性转折之前，市场大概率呈现区间震荡格局，呈现出有上限的斜率非常小的蜗牛行情（进三退二）。

#### 要点

■ 上周市场遭遇调整，周三再现恐慌式大跌，上证、创业板两大指数一举跌破 3000 点、2200 点，周四周五低位震荡，最终上证指数收于 2959.2 点，周跌幅 3.86%；创业板指数收于 2136.9 点，周跌幅 7.48%。

■ 我们认为上周市场下跌是技术层面及风险偏好层面共同作用的结果：

1、技术层面来看，前期市场在一季度经济数据公布前后走势就较为纠结，呈现缩量盘整之势，3100 点上攻乏力，上周急跌再次印证了久盘必跌。

2、风险偏好层面，我们认为主要有以下几点扰动股市的因素：

（1）短期资金面压力相对较大，波动加剧。四月中下旬面临 MLF 集中到期及企业缴税，截止周三，公开市场层面净回笼 1030 亿，一定程度上影响着周三股市的暴跌，周四周五交易所隔夜回购利率也出现大涨。周四周五央行逆回购明显放量，但更多起到对冲作用，下周 8700 亿逆回购到期可能将持续扰动资金面。

（2）期市短期狂欢，一定程度分流股市资金。近期期货市场表现火爆，特别是上周三和周四以黑色金属为代表的期货价格大幅飙升，一方面是政策、经济、全球流动性层面对大宗商品基本面的支撑，另一方面是资金配置需求导致大量游资转战期货市场。期市大涨后监管部门立刻采取应对措施，使得期市投资热情有所降温，预计未来对股市的分流相对有限。

（3）债务违约风险频繁爆发，刚性兑付的神话被不断打破。债务违约主要集中在传统产能过剩行业，主体从民企扩散至央企和国企，国债与信用债、不同评级信用债的信用利差不断扩大，关注债务违约持续演化对债市和股市的影响，但预计大规模爆发金融风险的概率不大。

（4）市场对解禁潮较为担忧。根据统计，1、5、6、11、12 月为解禁高峰，而周度数据显示近期的解禁高点在下周，解禁额 864.82 亿元；5、6 月解禁额共 4000 多亿。

（5）私募监管趋严，5.1 备案大限将至。2 月 5 日《公告》以来，私募

#### 相关报告

<<领先的指数，震荡的蜗牛>> 2016-04-18

<<蓄势而为>> 2016-04-11

<<震荡中积蓄力量>> 2016-03-28

备案通过率约为 10%，意味着万家私募面临被注销风险，使得市场较为担忧，但我们认为到期全部注销的概率不大，监管层后续大概率会采取一些措施来应对。

- 总的来看，市场急跌更多是市场情绪层面的波动，上述因素短期集中扰动市场，但实质性利空可能相对有限。基本面角度来看，3 月以来的股市上涨主要是经济边际改善、汇率空窗期、通胀低于预期等因素共同作用的结果，目前来看，通胀，汇率因素已经逐渐 price in，下一步需要经济进一步的强劲改善才将有利于行情的发展，但这仍需要进一步的数据佐证。未来通胀、汇率、经济等因素可能仍会在后续时不时成为市场的扰动因素，但当前时点这种扰动相对较小。
- 展望后市，我们认为短期急跌无需过于恐慌，经济政策发生实质性转折之前，市场大概率呈现区间震荡格局，单边下挫可能性不大，后续重点关注美联储加息态度变化、经济环比改善程度以及货币政策的边际变化。存量博弈格局下，市场可能更多表现为进三退二再进三退二的走势，呈现出有上限的斜率非常小的蜗牛行情。操作层面建议谨慎为主，选择前期涨幅较少、安全边际较高或有短期催化剂的品种。

## 目录

1. 多维数据分析.....	5
2. 资金面：波动加大，逆回购放量对冲.....	5
3. 股市扰动因素增加.....	6
3.1 期货市场短期狂欢.....	6
3.2 债务违约风险频发.....	6
3.3 解禁高峰临近.....	7
3.4 私募监管趋严.....	8
4. 投资日历.....	8
4.1 本周焦点.....	8
4.2 下周焦点.....	9

## 图表目录

图 1: 公开市场操作.....	6
图 2: 2016 年月度解禁市值统计.....	7
图 3: 2016 年周度解禁市值统计.....	8
图 4: 4 月投资日历.....	9

## 1. 多维数据分析

沪深两市成交金额有所下降: 4.16-4.22, 全部 A 股成交金额达 2.82 万亿, 环比下降 14%; 创业板成交金额 0.47 万亿, 环比下降 21%; 中小板成交金额 0.84 万亿, 环比下降 10%。

新增投资者数量开始下降: 4.9-4.15, A 股新增投资者数量 39.35 万户, 环比略有增加。

融资融券余额放缓: 截止至 2016 年 4 月 21 日, 两融余额为 8764.49 亿元, 连续三天下降。其中融资余额 8739.84 亿元, 较上周余额有所下降。

银证转账: 4.9-4.15 银证转账净转出 65 亿元, 打破上周净流入态势, 环比下降幅度较大。其中转入额 5132 亿元, 转出额 5197 亿元。

证券市场交易结算资金: 4.9-4.15 证券市场交易结算资金日平均为 17084 亿元, 较上周略有增加。

综述: 本周沪深市场出现急跌, 一举跌破 3000 点, 对应着成交量下降及融资融券放缓, 反应市场情绪有所下降。新增投资者、银证转账和证券市场交易结算资金数据公布略有滞后, 后续密切跟踪其动向。

## 2. 资金面: 波动加大, 逆回购放量对冲

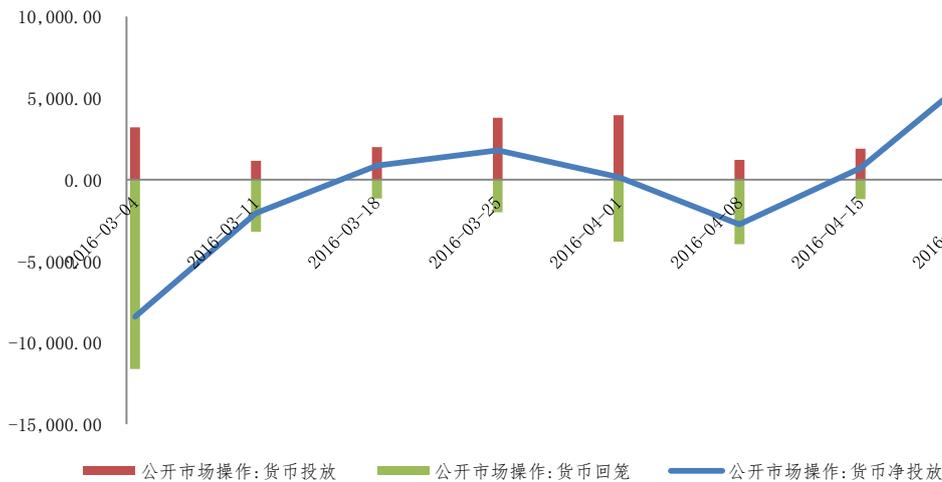
4 月中下旬面临 MLF 到期及企业缴税, 市场对流动性压力较为担忧。尽管央行近期频繁续作 MLF 及进行逆回购, 但考虑到金融机构超储率降至中性偏低水平, 资金面短期波动有所加剧。

本周 MLF 集中到期, 央行逆回购明显放量: 本周二和周四分别有 3280 亿和 1175 亿 MLF 到期, 本周央行第二次续作 MLF 并在前三天均进行逆回购操作且有所放量, 但截止周三, 公开市场层面还是净回笼 1030 亿, 一定程度上也影响着周三股市的暴跌。央行为平抑股市和债市波动, 周四和周五又分别进行 2600 亿和 2400 亿逆回购操作。逆回购的明显放量使得本周公开市场层面总共净投放 3970 亿。

交易所回购利率大涨: 本周四交易所回购利率均出现大涨, 特别是隔夜利率, 我们认为主要原因可能与股票市场大幅下跌后, 股票资产流动性下降有关。其中 GCOO1 加权周四上行 143.5bp, GC007 加权上行 6bp, R-001 加权上行 140.9bp, R-007 加权上行 33bp。

下周逆回购密集到期, 资金面波动仍然较大: 下周将有 8700 亿逆回购到期, 银行间流动性仍然紧张, 预计央行大概率续作 MLF 及进行逆回购操作来平抑流动性波动。

图 1: 公开市场操作



资料来源: 长城证券研究所整理

## 3. 股市扰动因素增加

### 3.1 期货市场短期狂欢

本周三开始, 黑色金属引领整个商品市场上涨, 21 日, PTA、菜粕、玉米、铁矿石等 11 个品种主力合约集体封死涨停, 仅螺纹钢主力合约就成交 2236 万手, 创历史新高。不过随着 21 日大商所、上期所以及郑交所警示风险并采取风控措施, 期货价格终于在 22 日早盘出现回落。

我们认为本周大宗商品上涨的原因主要有以下几点:

- (1) 政策因素: 本周发改委、安监局、央行等部门陆续印发化解钢铁煤炭产业过剩产能 8 个专项配套政策文件, 习近平在中央全面深化改革领导小组会议中也强调注重从体制机制创新上推进供给侧结构性改革, 政策红利一定程度上带动了周期性行业的投资热情。
- (2) 经济因素: 3 月供需两端均出现环比改善, 年初的稳增长政策在二季度有望持续推动经济环比改善, 但出现 U 型反弹概率不大, 经济的短周期回暖使得大宗商品需求增加。
- (3) 海外因素: 美联储在 3 月议息会议上决定暂不加息, 而 4 月底会议只议息不决定加息, 使得至少 6 月前全球流动性有望维持宽松态势。
- (4) 游资驱动因素: 股票市场低迷、债券市场频现违约问题、一线城市房地产市场受到相关政策抑制, 资金配置需求导致大量游资转战期货市场, 资金炒作造成期货市场的短期繁荣。

本周期货市场的上涨对股市具有一定的分流效应, 但监管部门立刻采取应对措施, 使得期市投资热情有所降温。结合经济及全球流动性, 不排除后续期货市场继续上涨, 但短期降温后期货价格有所回落, 未来对股市的分流预计比较有限。

### 3.2 债务违约风险频发

今年3、4月份是中国中低信用债大量到期的时间，债务违约也集体爆发，刚性兑付的神话被不断打破。违约主要集中在煤炭、有色、化工、钢铁、商贸等行业，主体从民企扩散至央企和国企，东北特钢、中煤华昱和中国铁路物资股份有限公司接连发生债务违约。

我们觉得债务违约频繁的原因如下：（1）债务违约的高发区集中在煤炭、钢铁、有色和水泥四大产能过剩的行业，这些企业负债率不断上升，盈利能力下滑，一度出现全行业亏损的现象，再加上政府去产能的举措，使得企业压力继续增大。此外，一些中小企业前期盲目扩张，由于经济环境和自身限制，后期经营不善，纷纷面临倒闭，无力偿还债务。（2）近日监管层开始严密监控债市杠杆水平，而短期资金面波动加大、营改增增加投资成本以及导致企业借新债还旧债的难度加大。

我们认为债务违约的市场影响如下：

对于债市：第一，债务违约引发了信用风险，使得中低信用债券利率上升，信用利差显著走高。随着违约潮持续，信用利差仍有较大上行空间，降低银行和债券投资者风险偏好。第二，信用债的风险或还将蔓延到利率债领域。债务违约的频发使得投资者对债市明显不安，未来国债收益率或继续上升。同时为缓解信用债违约引发的流动性风险，机构将抛售利率债以换取流动性，进而引发行利率债的调整风险。

对于股市：4月以来，债市下跌、违约频发引起了市场恐慌，情绪蔓延至股市，带来负面影响，历史经验也显示，债市如果崩盘股市也很难独善其身。我们认为考虑到中国政府维稳态度未变且强调控制风险，大规模爆发金融风险的概率可能不大。

### 3.3 解禁高峰临近

我们统计发现，2016年解禁高峰集中在1月，5、6月，11、12月。其中1月单月解禁市值达到2220.4亿元，5、6月解禁市值共4475.4亿元，11、12月解禁市值共6177.2亿元，达到年内高峰。而从周度数据来看，近期的解禁高点在下周，解禁市值达到864.82亿元。

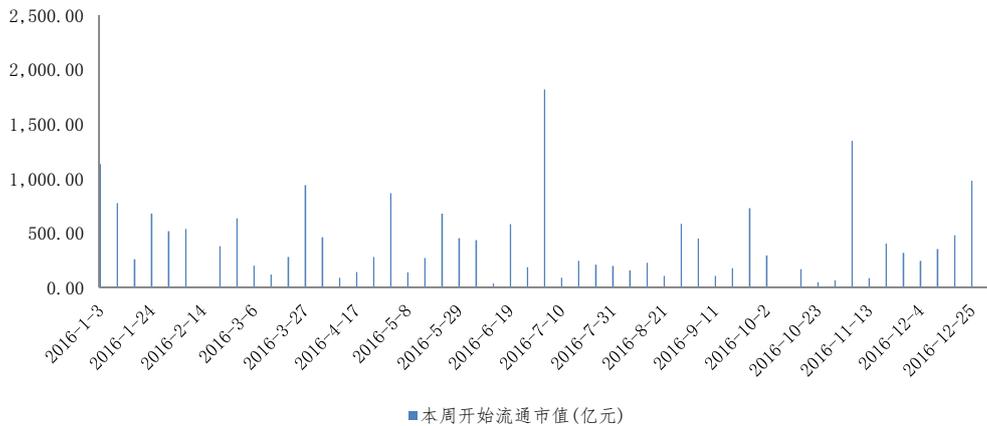
从限售股解禁对市场的影响来看，解禁之后股东可能会抛售套利，将对相关个股或市场产生一定的影响。1月是今年第一个解禁高峰，当月市场出现大幅下跌，虽然更多是熔断机制等其他因素的影响，但是解禁这个因素也不容忽视。下周开始又将开启一波解禁高峰，无疑对市场情绪影响较大，特别是市场在一季度经济数据出台之后走势纠结，解禁临近一定程度上促使了本周三市场的暴跌，后续仍需持续关注这一因素对市场的影响。

图2：2016年月度解禁市值统计



资料来源：长城证券研究所整理

图 3: 2016 年周度解禁市值统计



资料来源: 长城证券研究所整理

### 3.4 私募监管趋严

中国基金业协会 2016 年 2 月 5 日发布了《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》，引起了金融界的极大关注。《公告》指出已登记满 12 个月且未备案首支基金产品的基金管理人，2016 年 5 月 1 日前备案首支基金产品，且对高管提出必须取得基金从业资格的要求。中国基金业协会 4 月 18 日又正式发布私募投资基金合同指引，第十五条要求基金合同中应约定私募基金在中国基金业协会完成备案后方可进行投资运作，备案不影响基金合同的效力以及基金的设立，但未经备案不能进行投资运作。

而近期基金业协会消息显示，从 2 月 5 日《公告》以来，目前新增管理人备案通过率约为 10%，为首发产品补交法律意见书及重大事项变更提交法律意见书的通过率也都是 10% 左右，这就意味着现在九成左右的私募在新规下备案登记尚未成功，5 月 1 日备案大限将至使得万家私募面临被注销风险，使得市场较为担忧。

我们认为私募监管对股市的影响更多是市场情绪的波动，5 月 1 号如果不合格就全部注销的概率不大，监管层面后续大概率会采取一些措施来应对，否则可能会引发像 15 年 6 月清杠杆配资那样的风波。

## 4. 投资日历

### 4.1 本周焦点

**【多哈冻产会议】** 产油国并未达成协议，多哈冻产会议以失败告终。但近日行情走势多头较强势，有关多哈冻产会议的后续消息不断，给了市场预期，建议持续关注。

**【供给侧改革】** 本周发改委、安监局、央行等部门陆续印发化解钢铁煤炭产业过剩产能 8 个专项配套政策文件，习近平在中央全面深化改革领导小组第二十三次会议中强调注重从体制机制创新上推进供给侧结构性改革，建议持续关注该板块投资机会。

【**新能源**】第十届中国新能源国际高峰论坛本周在北京召开，并举办“十年庆典”。发改委、能源局发布能源技术革命行动计划。中美元首同时签署《巴黎协定》，为2020年后全球应对气候变化行动作出安排。近期新能源、节能减排等相关活动较为集中，建议持续关注低碳减排、新能源汽车等相关板块投资机会。

【**智慧城市**】近期发改委、财政部等部委发布多个有关城市化建设的文件，发改委表示今年内将开展100个新型智慧城市建设，建议关注相关板块的投资机会。

【**互联网金融**】第三届互联网金融全球峰会北大论坛和2016中国电子商务与O2O领袖峰会在本周召开。近期有关互联网金融的相关活动较为集中，建议关注相关板块的投资机会。

【**网络安全**】习近平在京主持召开网络安全和信息化工作座谈会强调着力推动互联网和实体经济深度融合。建议关注相关板块的投资机会。

【**智能制造**】2016年全球人工智能技术大会和2016中国智能终端产业大会在本周召开，建议关注工业4.0、智能制造等相关投资板块。

【**营改增**】营改增进入倒计时，本周税务总局下发公告，对全面推开营业税改征增值税试点有关税收征管事项进行了细化明确，建议持续关注。

## 4.2 下周焦点

【**新能源汽车**】2016中国新能源汽车基础建设发展峰会和第十四届北京国际汽车展览会将于下周举行，建议持续关注关注工业4.0、汽车制造、新能源汽车等相关投资板块。

【**机器人**】上海国际工业自动化及机器人展览会将于下周举行，机器人、智能制造等相关板块值得关注。

【**移动互联网**】全球移动互联网大会将于下周举行，建议关注相关板块投资机会。

【**大数据**】2016大数据产业峰会将于下周举行，建议关注相关板块投资机会。

图 4: 4月投资日历

2016年4月						
星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
				1	2	3
4	5	2016中国网络安全高峰论坛暨第二届国际互联网大会 中国网络空间安全大会 中国网络空间安全大会 中国网络空间安全大会	2016全球互联网金融与支付创新大会 央行发布数字货币白皮书 央行发布数字货币白皮书	2016中国网络金融高峰论坛 第四届全球互联网金融峰会(CIFE 2016)	2016中国网络金融高峰论坛 第四届全球互联网金融峰会(CIFE 2016)	2016中国网络金融高峰论坛 第四届全球互联网金融峰会(CIFE 2016)
11	12	13	14	15	16	17
2016中国网络金融高峰论坛暨第二届国际互联网大会 2016世界电子商务大会					2016中国网络金融高峰论坛暨第二届国际互联网大会 2016世界电子商务大会	
18	19	20	21	22	23	24
		CE China 2016				第六届全球网络金融高峰论坛
25	26	27	28	29	30	
第十四届北京国际汽车展览会	上海国际工业自动化及机器人展览会		全球移动互联网大会			

资料来源：长城证券研究所整理

**研究员介绍及承诺**

**汪毅:** 金融学硕士, 6年证券研究经验, 曾任职联合证券、国金证券研究所高级分析师, 11年宏观研究新财富最佳分析师入围(团队)。2012年加入长城证券, 任首席宏观研究员、宏观策略部经理。擅长产业经济、货币政策等方向。

**彭益:** 经济学博士, 2012年加入长城证券, 任策略研究员。

**包焯:** 经济学硕士, 2014年加入长城证券, 任宏观策略研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>