



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(研究助理):

包婷 021-61680357

Email: baoting@cgws.com

从业证书编号: S1070114100033

相关报告

<<抽丝剥茧>> 2016-05-16

<<疲倦的蜗牛>> 2016-05-09

<<栉风沐雨, 砥砺前行>> 2016-04-25

# 亦无欢喜亦无愁

## ——A股策略观点更新

### 投资建议

经济方面, 权威人士表态 L 型走势一两年不会变, 说明高层没有强刺激的意图。资金面方面, 未来流动性投放仍然以“MLF+逆回购”的操作模式展开。政策方面, 最近高层政策有所摇摆, 预计总需求也要有所刺激。展望后市, 短期内难以摆脱区间震荡的格局。

### 要点

- 市场呈现箱体震荡态势, 本周成交金额为今年以来的新低。上证指数收于 2825.48 点, 周跌幅 0.06%; 创业板指数收于 2065.3 点, 周涨幅 1.98%, 中小板指数收入 6433.56 点, 周涨幅为 0.55%。
- 经济方面, 今年经济还是 L 型。2016 年经济增速进入“6”时代, 需求疲弱、产能过剩背景下经济下行压力仍存, 各项改革任重道远。4 月 CPI 为 2.3%, 略低于市场预期, 预计三季度前通胀相对温和, 四季度为全年高点, 在食品权重调低及下半年经济环比动能减弱情况下, 16 年整体通胀压力不大。权威人士表态 L 型走势一两年不会变, 说明高层没有强刺激的意图, u 型反转暂时不会出现。
- 资金面方面, 未来流动性投放仍然以“MLF+逆回购”的操作模式展开。信贷规模快速扩张告一段落, 对资金面波动的影响减小, 外汇资本流出压力依然较大, 央行仍然需要释放流动性对冲基础货币缺口。本周公开市场实现净投放资金 500 亿元, 结束了持续 3 周的净回笼, 而 MLF 超额续做有助稳定市场预期, 预期未来流动性投放仍然以“MLF+逆回购”的操作模式展开。
- 政策方面, 近日中国证券投资基金业协会下发《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订版征求意见稿)》, 在此意见稿中, 杠杆倍数约束大幅收紧, 虽然该版本仅为征求意见稿, 但是可以看出资管降杠杆是必然的, 一些券商和子公司已经在提前压缩产品杠杆来适应可能到来的新规。另外, 国家主席习近平 16 日主持召开中央财经领导小组第十三次会议强调, 坚定不移推进供给侧结构性改革, 供给侧结构性改革关系全局、关系长远, 一定要切实抓好。
- 海外方面, 美国 4 月 CPI 上行, 推动因素主要是石油。估计受油价继续上涨的影响, 美国 5 月 CPI 有望继续回升, 6 月是否加息一取决于美国经济状况、二取决于美联储的风险偏好。
- 3 月下旬以来, 市场呈现窄幅震荡的格局。经济方面, 权威人士表态 L 型走势一两年不会变, 说明高层没有强刺激的意图, U 型反转暂时不会

出现。资金面方面，未来流动性投放仍然以“MLF+逆回购”的操作模式展开，且未来货币政策宽松预期将有所下降。政策方面，最近高层政策有所摇摆，且如果政策仅限于供给侧改革的话，6.5的目标难以完成，预计总需求也要有所刺激。海外方面，美国4月CPI上行，美联储象征性缩减其资产负债表，美国6月加息的预期急速升温。展望后市，短期内难以摆脱区间震荡的格局，未来建议从阿尔法角度出发宣召结构性投资机会，包括新兴行业中的新能源、VR和人工智能等，以及传统行业中的供给侧改革、产品涨价主题。。

## 目录

1. 多维数据分析.....	5
2. 资金面跟踪.....	5
3. 证券期货八条底线 2.0 版：杠杆倍数约束大幅收紧.....	5
4. 海外跟踪.....	6
5. 投资日历.....	6
5.1 上周焦点.....	6
5.2 本周焦点.....	7

图表目录

图 1: 5 月投资日历.....7

## 1. 多维数据分析

沪深两市总体成交金额有所减少：5.16-5.20，全部 A 股成交金额为 1.95 万亿，环比下降 0.77%；创业板成交金额 0.36 万亿，环比上升 13.45%；中小板成交金额 0.64 万亿，环比上升 4.6%。

新增投资者数量有所增加：5.9-5.13，A 股新增投资者数量 32.99 万户，环比增加了 25.87%。

融资融券余额趋势向下：截止至 2016 年 5 月 19 日，两融余额为 8289.62 亿元，较上周余额有所减少。其中融资余额 8267.25 亿元，较上周余额有所减少。

银证转账：5.9-5.13 银证转账净流入 313 亿元，延续之前一周净流入态势，其中转入额 4762 亿元，转出额 4449 亿元。

证券市场交易结算资金：5.9-5.13 证券市场交易结算资金日平均为 16,2104 亿元，较上周有所减少。

综述：上周沪深市场呈现窄幅震荡格局，相应的全市场成交量稍微减少及融资融券余额趋势向下。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，但一定程度上领先于市场走势，这些数据表现较弱，后续密切跟踪其动向。

## 2. 资金面跟踪

4 月份银行结售汇逆差 1534 亿元，环比收窄 32%，连续第十个月保持逆差，但逆差额缩窄至 2015 年 10 月以来最小；4 月份央行外汇占款环比下降 544 亿元，下降幅度也进一步收窄。外汇资本流出规模延续一季度逐步下降趋势，但是考虑到 4 月份贸易顺差比较高，将近 3000 亿元，外汇资本流出实际压力依然较大。此前，4 月份社融数据也显示，外币贷款的下降趋势重新扩大，外币贷款减少 706 亿元。

4 月 16 日央行对 21 家金融机构开展 MLF 操作，利率维持不变，但是规模达到 2900 亿元，超额续作了月内即将到期大概 1500 亿元 MLF。本周央行 7 天逆回购利率维持 2.25%，公开市场实现净投放资金 500 亿元，结束了持续 3 周的净回笼。MLF 超额续做有助稳定市场预期，资金面潜在维稳压力促使央行重新加大中短期流动性的投放力度。

4 月份 M1 同比增速已经是 M2 同比增速的 1.8 倍，处于历史最高水平，经过持续 3 个季度的信贷大幅扩张，企业和政府部门的现金流已经明显改善，货币政策对稳增长的诉求回落，而“脱虚入实”，控制金融风险的重要性上升。

综合来看，信贷规模快速扩张告一段落，对资金面波动的影响减小，外汇资本流出压力依然较大，央行仍然需要释放流动性对冲基础货币缺口，“MLF+逆回购”的操作模式将延续。

## 3. 证券期货八条底线 2.0 版：杠杆倍数约束大幅收紧

近日中国证券投资基金业协会下发《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订版征求意见稿)》，与 2015 年 3 月公布的版本比较，最大的变化在于其

对资产管理计划杠杆倍数进行了严格的限制，禁止“向投资者宣传预期收益率”，且重申不得为配置提供便利。

《细则》中表示，股票类、混合类资产管理计划的杠杆倍数不得超过 1 倍；为管理符合规定的员工持股计划设立的股票类资管计划杠杆倍数不得超过 2 倍；期货类、固定收益类、非标类资管计划的杠杆倍数不得超过 3 倍；其他类资产管理计划的杠杆倍数不得超过 2 倍。2015 年 3 月版本中，结构化的分级资管计划仅要求杠杆倍数不得超过 10 倍。

虽然该版本仅为征求意见稿，但是可以看出资管降杠杆是必然的，一些券商和子公司已经在提前压缩产品杠杆来适应可能到来的新规。短期来看可能对证券期货经营机构资产管理业务以及股票市场造成扰动，长远来看，八条底线 2.0 版有利于证券期货经营机构资产管理业务以及股票市场的健康发展。

## 4. 海外跟踪

美国 4 月 CPI 上行。4 月，美国 4 月 CPI 同比 1.1%，预期 1.1%，前值 0.9%，升幅创下三年多以来最高水平；环比 0.4%，创 2013 年 2 月以来最大涨幅；预期 0.3%，前值 0.1%。核心 CPI 同比 2.1%，预期 2.1%，前值 2.2%；核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.1%。我们认为美国 CPI 上升的推动因素主要是石油，5 月 17 日 ICE 和 WTI 油价均已到达 49 美元/桶，NYMEX 油也稳定在 49 美元。从尼日利亚油管爆裂以来，油价一直走势强劲，往 50 美元前进，符合我们此前预测。后续上升程度有待观察。

近日，美联储象征性缩减其资产负债表，表明对美元购买力的维护，使得市场对美国 6 月加息的预期急速升温。我们估计受油价继续上涨的影响，美国 5 月 CPI 有望继续回升，6 月是否加息一取决于美国经济状况、二取决于美联储的风险偏好。美国经济 5 月可能保持不温不火，而美联储采取偏谨慎的态度，再观察一个季度的数据情况，然后决定是否再次加息的可能性较大。

## 5. 投资日历

### 5.1 上周焦点

(1)【供给侧改革】财政部表示，中央财政积极支持钢铁煤炭行业去产能工作，安排 1000 亿元专项奖补资金支持化解过剩产能；习近平主持召开中央财经领导小组第十三次会议，强调当前我国经济结构性问题最突出，矛盾的主要方面在供给侧，主攻方向是减少无效供给，扩大有效供给；成都市推出 20 项专项政策推进供给侧结构性改革，建议投资者持续关注相关概念股。

(2)【旅游板块】首届世界旅游发展大会本周举行，李克强出席开幕式，表示要把旅游业打造成国民经济的战略性支柱产业，强调未来五年内通过发展旅游业使 1200 万人脱贫；此外，2016 北京国际旅游博览会、第五届主题公园与景区国际峰会也于本周召开，建议关注旅游板块。

(3)【交通运输】交通运输部印发《交通运输标准化十三五发展规划》，国务院办公厅印发《关于促进通用航空业发展的指导意见》，到 2020 年，建成适应交通运输发展需要的标准化体系，近期交通运输一系列文件公布，建议投资者关注交通运输板块。

(4)【环保板块】发改委、财政部发布通知，要求以京津冀、长江经济带等国家战略区域为重点，加快推进园区实施循环化改造；发改委和环保部联合发布《清洁生产审核办法》，要求进一步规范清洁生产审核程序；水利部印发《京津冀协同发展水利专项规划》，提出了节约用水与水资源配置、水资源保护与水生态修复等建设任务，建议投资者关注环保板块。

(5)【人工智能】北极国际机器人展览、第十九届北京国际科技产业博览会、谷歌 2016 年 I/O 开发者大会于本周举行，建议投资者关注人工智能、相关板块。

(6)【一带一路】张德江出席首届一带一路高峰论坛并发表主旨演讲；“数字丝路”国际科学计划启动，这一计划已得到 20 多个“一带一路”沿线国家的响应；21 世纪海上丝绸之路博览会于本周召开，建议投资者关注一带一路板块。

## 5.2 本周焦点

(1)【新能源板块】第十届上海国际太阳能产业及光伏工程（上海）展览会、全球最大电池展第十二届中国国际电池技术展览会（CIBF2016）将于下周召开，建议投资者关注新能源相关板块。

(2)【物联网】2016 年物联网与智慧城市国际研讨会将于下周召开，本届大会囊括物联网与智慧城市领域所有相关议题，建议投资者关注。

(3)【教育板块】2016 中国（广州）国际教育博览会将于下周召开，建议投资者关注教育板块。

图 1: 5 月投资日历

2016年5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	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

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。

包婷：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，任何机构和个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, xuji@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>