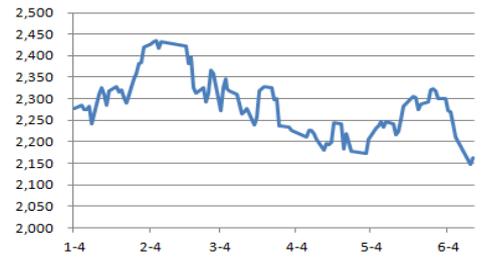


流动性收紧揭示转型决心 - 2013 年 6 月 27 日

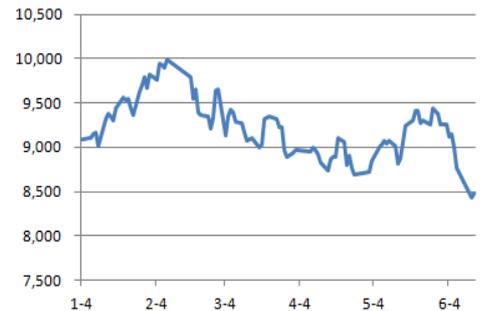
投资要点

- 上周由于美国可能提前终止宽松货币政策、国内行间市场资金面保持紧张、PMI 数据再创新低等多重利空因素打击，中国股市大幅下挫 4%，本周一更是创下 09 年 8 月来最大单日跌幅。
- 央行对此次银行间危机表现出谨慎的态度，表明央行有意控制信用扩张过快造成货币空转的风险，并希望通过激活货币信贷存量支持实体经济发展。短期看同业市场利率走高会提高债券和票据直贴利率，并终将传导至贷款利率，但引发系统性风险的可能性不大。
- 我们认为未来货币政策保持偏紧的状态，社会融资总量下降，这将进一步拖累经济增速，目前国内不少券商等研究机构已经陆续开始下调下半年的经济增长预期。
- 现券收益上行幅度较大，倒挂明显，逐渐具备较好的投资价值。

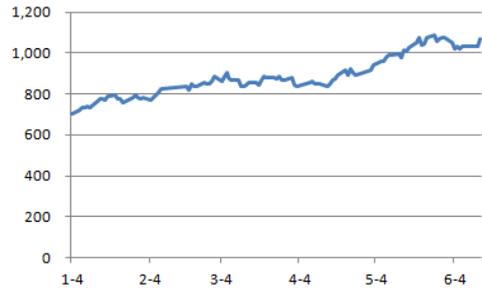
上证指数走势图



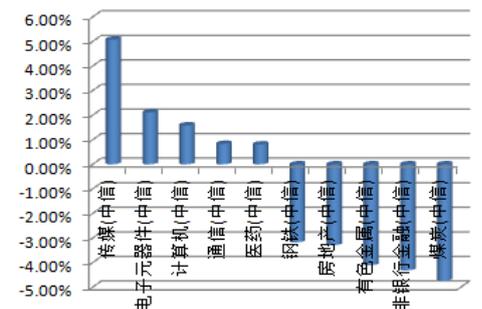
深圳成指走势图



创业板指数走势图



本周板块表现



一、股市行情回顾

指数	上证综指	深证成指	中小板	创业板	IF1306
涨跌幅	-4.1%	-4.0%	-3.8%	-4.0%	-3.3%

上周上证指数下跌 4.1%，深成指下跌 4.0%，创业板下跌 4.0%。股指期货 7 月合约本周一下跌 7.42%，走势弱于大盘，并且上周的走势也明显弱于 6 月合约，说明市场对后期的走势极为悲观。

周一受汇金增持消息利好影响，两市双双高开但开盘后马上回落，全天收阴十字星。周二银行、地产股走强，随后股指冲高回落，一度跳水，午后震荡收红。周三受 IPO 消息和房产税传闻打击，两市低开低走一度快速跳水，探出近期新低，午后在券商和小盘股带动下回升跌幅收窄。周四，由于隔夜消息美国可能提前终止宽松货币政策、中国降准无望、PMI 数据再创新低，银行拖累大盘全天低开低走，跌破 2100。上周五 A 股早盘延续弱势大幅低开，两市跌幅一度接近 2%，随后金融股尤其是保险护盘拉升，午后指数翻红随后小幅回落。

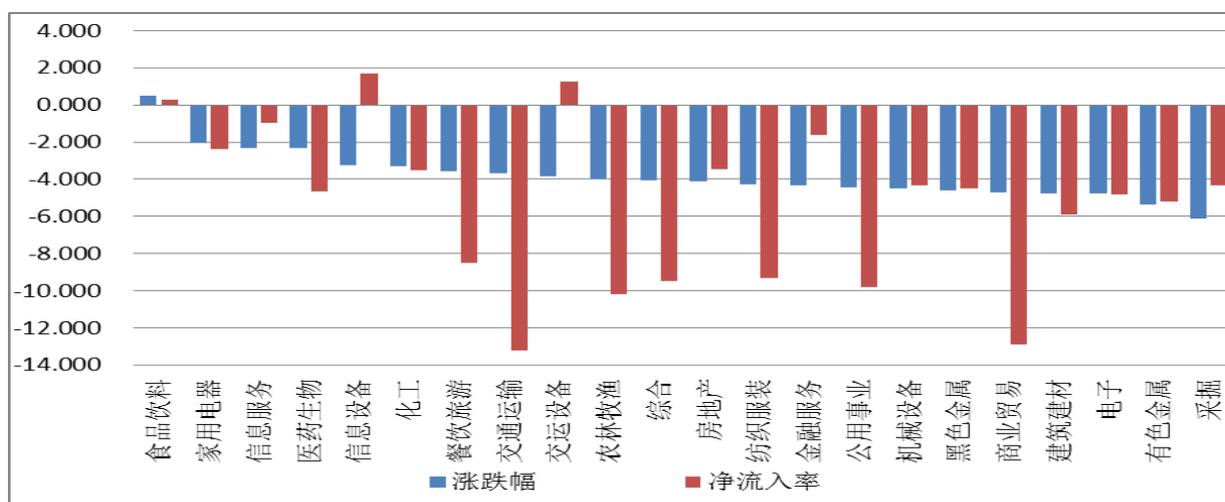
本周大盘遭遇黑色星期一，银行业周末再度传来资金吃紧的利空，而央行“挤泡沫”态度坚决，A 股出现技术破位大跌，创 09 年 8 月以来最大单日跌幅。

上周跌幅前三的是有色金属、房地产和采掘业，有色金属行业由于上周美联储披露退出量化宽松政策的时间表，大宗商品价格重挫，另外中国政府对经济下行风险容忍度较高更使得有色金属的需求前景黯淡；房地产方面，6 月份以来楼市成交量一直在低位徘徊，同时 6 月底是住建部原计划完成 500 个城市的住房信息联网工作的最后期限，房产税如果全面开征将进一步打压房地产市场；采掘业中煤炭价格连续创出新高，各地的煤炭库存量继续攀升，同时煤炭进口量维持在高位。

表现最为抗跌的两个行业是防御性的食品饮料和医药生物行业，特别是白酒板块，行业中报预喜，在弱市中有高 ROE、低负债、低估值的优势，是近期资金避险的首选；医药行业近期虽然有维 C 银翘事件利空，但是整个行业长期稳定增长的趋势还是被市场看好；另外信息服务行业表现也较好，出于“棱镜”事件的影响，预期国家将来可能会在关系到国家安全的领域，加强信息安全产品的采购力度。

上周资金流出率在 8% 以上的有 7 个行业，全市场下跌动能较大。

图 1：沪深 300 行业资金流向



资料来源：华宸未来基金

二、宏观政策跟踪

1、中国银行间市场流动性紧张

6 月以来，银行间市场利率大幅上升，隔夜回购利率突破历史高点。造成流动性紧张的主要原因有：

1) 银行在同业项下借短贷长配置流动性较差的非标信贷资产和贷款偿还速度放缓。近年来，商业银行尤其是股份制银行，在表内贷款规模受限的环境下，大量配置非标信贷资产（如票据和信托受益权等），加重了同业资产和负债的期限错配问题，增加了银行体系的流动性风险。除此之外，08 年天量贷款投放后，投资效率下降使得经济运转需要的资金增加，但信贷额度管制逼迫经济主体通过非信贷方式获取资金。

2) 外汇占款减少。受外管局 20 号文以及 QE3 退出预期的影响，5 月份新增外汇占款由前四个月的月均 4000 亿下降至不足 700 亿，从人民币 1 年期 NDF 较中间价的贴水幅度来看，预计 6 月份新增外汇占款仍将继续减少。

3) 债券市场清理和理财产品监管加强增加了银行流动性管理的难度。

4) 央行的政策导向。央行的操作显示了政策取向的变化，显著超越市场预期，使得银行的风险偏好急剧下降。目前主要银行的超额备付率并不低，但由于流动性预期紊乱而不愿借出资金，加剧了银行间市场紧张局面。

利率高企持续时间取决于央行的态度，我们认为引发危机的风险不大：

人民银行上周日召开了货币政策委员会例会，昨日在主页发布了《关于商业银行流动性管理事宜的函》，较为明确的表明了央行的态度。在《函》中，央行要求商业银行“针对税收集中入库和法定准备金缴存等多种因素对流动性的影响，提前安排足够头寸，保持充足的备付率水平，保证正常支付结算；按宏观审慎要求对资产进行合理配置，谨慎控制信贷等资产扩张偏快可能导致的流动性风险，在市场流动性出现波动时及时调整资产结构；充分估计同业存款波动幅度，有效控制期限错配风险。”我们注意到央行特别提到了流动性风险的产生因素在于信贷等资产扩张偏快。这与市场上对于产生“钱荒”根本原因的看法比较一致。同时，央行再次重申“注重通过激活货币信贷存量支持实体经济发展”。

央行表现出谨慎的态度，仅通过逆回购来缓解流动性紧张的局面，并没有采取之前市场所预期的降存准，我们理解是：1) 央行认为目前的货币存量足以支持经济增长。2) 这场流动性危机主要是由于银行之前通过同业项规避信贷监管以及期限严重错配所导致，并不会发生大的系统性风险（目前来看），从而流动性危机转变成银行危机。3) 今年以来投放了大量信贷并没有被实体经济所吸收，说明实体和金融都在加杠杆，造成“货币空转”的现象，并放大了过去信用扩张的风险。央行希望通过存量货币盘活经济的意图明显。

从短期看，同业市场利率走高会直接影响部分以同业利率为定价基础的融资方式的定价，如债券和票据直贴，6 月初以来，企业债券到期收益率和直贴利率显著上升。如果同业利率维持高位持续较长时间，银行将会调整其业务模式，放缓利用短期同业资金开展准信贷业务的增长速度，减少信托、票据等融资方式的资金供给，伴随而来的是融资条件紧缩，社会融资总量下降，这会使得贷款利率上升。

但是在金融和实体去杠杆的过程中，可能带来金融风险。这表现为一些行业发生资金链断裂，中小金融机构发生刚性兑付，甚至资产价格出现大幅下跌，我们认为这也是央行不愿意看到的。同业利率高企的持续时间有多长取决于央行的态度，货币政策需要在长期风险和短期风险之间维持平衡。我们认为在经济下滑、通胀低迷的情况下，央行不太可能采取过于激烈的手段，用价格调控倒逼金融行业快速去杠杆，因为这可能带来市场主体预期紊乱，业务模式调整短期内以激烈方式进行，

造成经济增长放缓和流动性趋紧的恶性循环。央行更有可能是做好总量控制，逐步控制银行表外资产的规模，我们预计同业市场利率会从高位下行。

2、FOMC 会议超出市场预期，资金外流局面短期可控，但人民币被动升值将挤压出口部门利润

美联储议息会议维持利率和 QE 不变,但给出了完全退出 QE 的前提：失业率降至 7%。根据美联储对明年经济形势的预测，认为会在今年晚些时候收缩 QE 规模，并于明年中期彻底结束 QE 退出。这比市场之前预期年底收缩规模更早。

美联储对经济形势的评价更加积极：美联储调高了 2014 年 GDP 增速预测（由 2.9~3.4%上调至 3~3.5%），调低了 2013 年底失业率（7.3~7.5%下调至 7.2~7.3%）、2014 和 15 年预测也做出了 0.2 个百分点左右的下调。相比于 5 月 1 日会议声明中的“继续认为经济前景面临下行风险”，美联储此番称“经济增长和劳动力市场的下行风险已经减弱”。相比于 5 月 1 日会议声明，美联储称当前低于长期目标的通胀率“一定程度上反映了暂时性因素”，并且仍然认为“中期内通胀率会处在或低于其 2%的目标”。

此外，联储仍然表示资产购买结束与首次加息之间仍然有非常长的目标门槛，这意味着虽然美联储已打算逐步终止 QE，但后 QE 时代货币政策仍会保持非常宽松的立场，利率仍将长时间维持低位。14 名 FOMC 成员预测 2015 年实现第一次加息，一名预测 2016 年加息。

对中国的影响有：

1) 美联储退出 QE 的预期会导致资金快速撤出新兴市场，这表现为新增外汇占款急剧减少甚至为负。目前央行为了维持货币政策的稳健基调而并不愿意释放强烈的货币放松信号，而 M2 增速达到 15.8%，远高于年初制定的 13%的目标增速，如果今年新增贷款 9 万亿，外汇占款增量达到 1 万亿左右（1-5 月份达到 1.58 万亿），M2 增速仍能维持在 14%以上，短期内不会降准。但中期来看，外汇占款呈趋势性下降，央行需要下调存准率来对冲外汇占款的减少，提高货币乘数，通过新增贷款的扩大来支持 M2 的增长。

2) 美国率先收紧货币政策使得美元指数上升，给我国汇率政策带来挑战。为了保持金融稳定性，人民币不太可能兑美元大幅贬值，意味着兑其他主要货币升值的态势，这会继续挤压出口部门的利润，今年的出口增速可能维持在个位数。

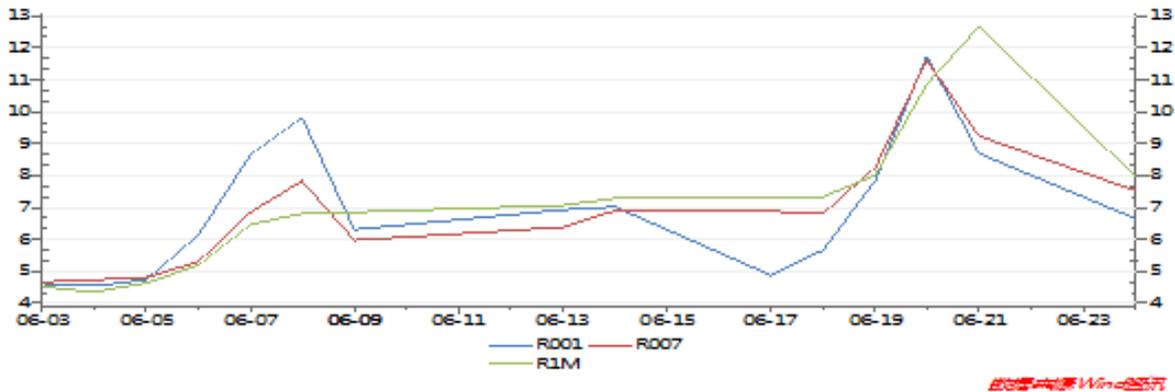
3、汇金增持显示政府维稳态度

6 月以来，汇金开始再次增持金融股。我们认为，其主要目的在于预防热钱外逃、新兴市场波动等诸多因素交织引起的资本市场风险，从侧面上反映了政府维护资本市场稳定的态度。由于上一轮增持（2012.10.10-2013.4.9）在今年 4 月份就已经到期，本轮增持的有效期限将可能直至三中全会。

三、债券市场跟踪

1、资金面紧张或将延续至 7 月

图 2：6 月 1 日至今银行间市场质押式回购利率走势



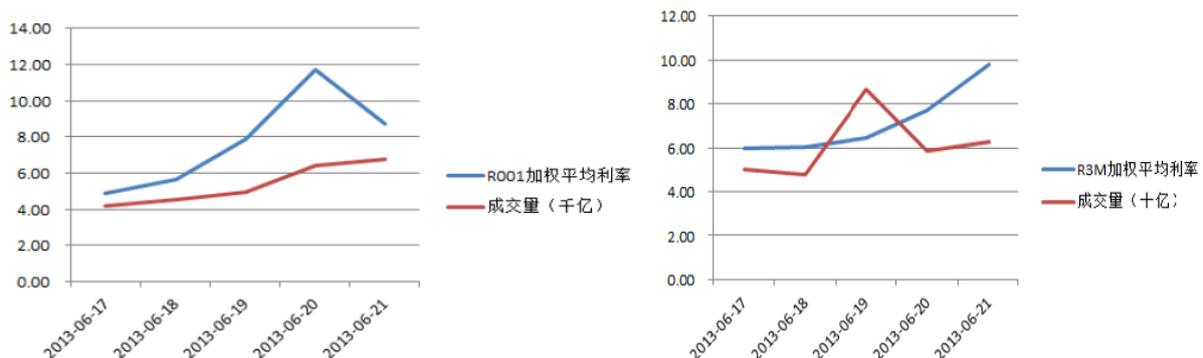
资料来源: WIND

在央行不进行大规模流动性注入的背景下, 商业银行流动性增加只能通过存款(理财资金)的增加与信贷(类信贷)资产的降低来实现。前者将导致资金的短期成本持续保持高位。鉴于商业银行的信贷(类信贷)资产流动性较差, 一般只能等到期。以往的资金紧张局面在度过 6 月末的半年时点后将得到改善, 但今年在各种因素的交叉作用下, 我们预测银行间资金紧张的局面或将延续至七月底。

未来几周有可能对资金面造成冲击的因素: 一是五大行年度分红吸收流动性; 二是年中时点银行理财产品、超短期基金理财产品遭遇净赎回, 或将给货币市场带来更大的融资压力; 三是金融机构杠杆率偏高, 未来 1 个月的偿付压力很大; 四是银行将在 7 月初补缴约 8000 亿元准备金; 五是 7 月中旬财政存款上缴数量再度增加。

从银行间质押式回购利率数据来看, 本周回购利率持续走高, 成交量也较上周持续上升。这也表明市场认为银行间资金利率高企将持续较长时间。

图 3: 银行间质押式回购的利率和成交量

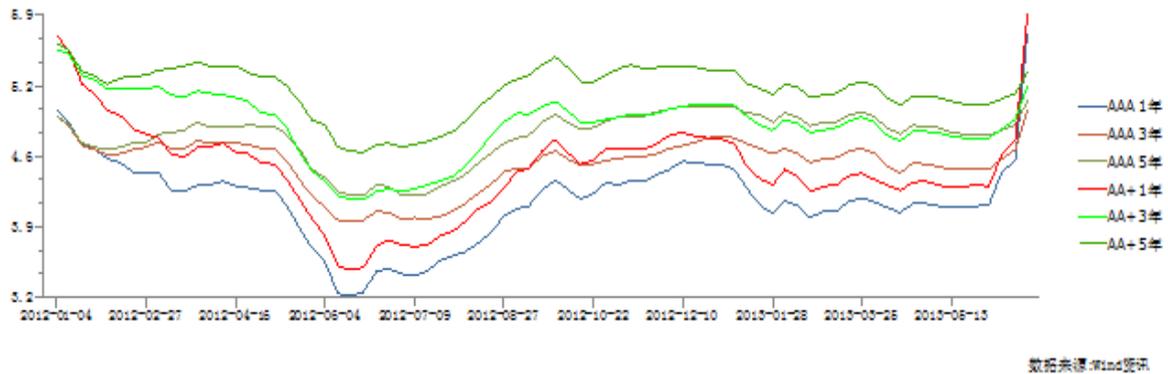


资料来源: WIND

2、现券收益上行幅度较大, 倒挂明显, 具备较好的投资价值

持续严酷的资金面带动了债券现券各期限、各评级的收益率上行。特别是短期债券, 收益率水平和回购利率看齐, 倒挂明显。昨日交易商协会 (NAFMII) 公布了最近一期中短期票据参考估值, 上行幅度创历史之最。

图 4: 交易商协会估值变动

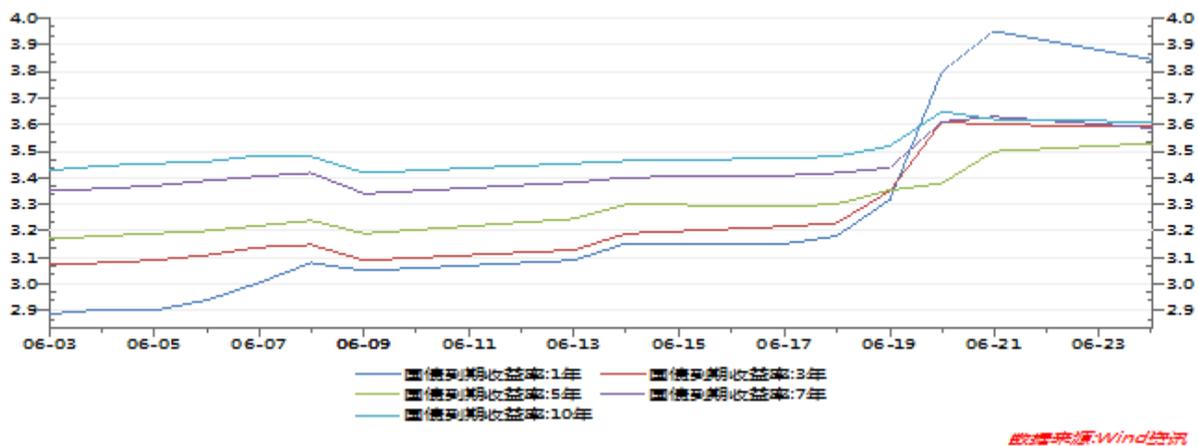


资料来源: WIND

从上图中可以看出,中高评级中短期票据收益率已经接近或突破 2012 年以来的最高点,投资价值比较好。从历史经验来看,一次大的危机后往往伴随着债券的一轮行情。此时若有新的资金进入债券市场,将获得比较好的收益和溢价空间。

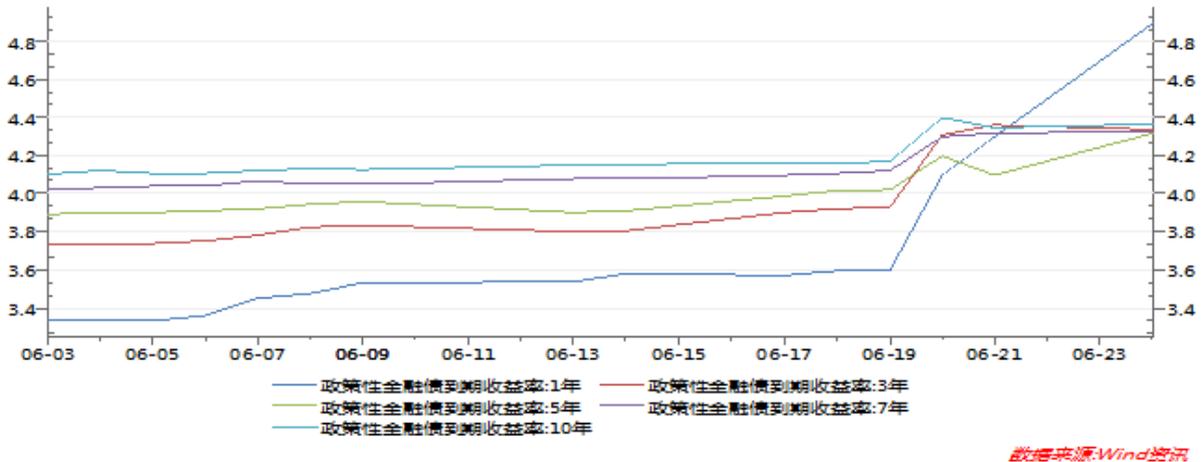
利率债收益率同样经历了较大幅度的上行。

图 5: 关键期限国债收益率变动



资料来源: WIND

图 6: 关键期限政策性金融债收益率变动



资料来源: WIND

四、行业信息跟踪

1、公路网建设规划确定

6月20日国务院批准《国家公路网规划(2013年—2030年)》，总投资高达4.7万亿元，将使国家公路网总规模扩大至40.1万公里，其中普通国道新增16万公里，高速公路新增约3万公里。具体数据来看：2012年底，国家级干线公路通车里程17.3万公里，其中：普通国道10.5万公里，国家高速公路6.8万公里。根据《规划》到2030年，普通国道将新增16万公里，高速公路新增约3万公里；其中，普通国道约为10万公里的升级改造，以及8千公里的新建项目，投资总额约为2.2万亿；高速公路新建约为2.5-3.3万公里，投资额约为2.5万亿。

从规划的产业导向来看，未来国内普通国道+国家高速公路的空间布局与结构将更为清晰明确：将来我们中国的公路交通是由两大体系构成：一类是以高速公路为主的收费公路体系，体现高速公路高效、集约这样一种特征，这以收费公路为主；除了高速公路之外，原则是以不收费的公路体系为主，为经济社会的发展提供一个普遍的、基础性的服务。普通国道全面连接县级及以上行政区、交通枢纽、边境口岸和国防设施。国家高速公路全面连接地级行政中心，城镇人口超过20万的中等及以上城市，重要交通枢纽和重要边境口岸。

值得注意的是，《规划》中明确提出区分收费公路（高速公路）以及公益性公路（普通国道），因此，高速公路收费的基本政策未来发生变化的可能性变小。

2、地产政策逐步释放趋暖信号

6月26日，李总理召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善。会议对棚户区改造给出5年内1000万套，2013年304万套的数量目标。本次对棚户区改造的支持措施方向与2011年常务会议很相似，但在发行债券、税收优惠等方面，政策支持力度更强一些。会议特别提出“符合规定的企业可发行专项用于棚户区改造项目的企业债券或中期票据”，估计将利于未来城投债发行。

加上前期国务院常务会议上重申了支持居民家庭首套自住购房信贷需求，近期以来地产领域逐

步呈现出趋暖的政策信号。

我们认为：二季度以来，在决策者对经济增长下滑的容忍之中，市场不断调低经济预期。在近期流动性紧张状况不断升级，更加剧了市场的担心。此次国务院常务会议传递出领导在意增长的信号，并且拟通过棚户区改造、支持居民家庭首套自住购房信贷需求等稳增长的做法，说明政府仍然认可促投资来稳增长的政策，应加强对于地产板块的关注力度。

附一：国内主要经济指标

国内主要经济指标		Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	2013-05 E	2013-06 E
GDP	同比%			7.7				
PMI	指数	50.4	50.1	50.9	50.6	50.8		
工业增加值	同比%	-	9.9	8.9	9.3	9.2	9.3	9.3
社会消费品零售	同比%	-	12.3	12.6	12.8	12.9	12.9	13.1
固定资产投资	累计同比%	-	21.2	20.9	20.6	20.4	20.5	20.4
出口	同比%	25	21.8	10.0	14.7	1.0	6.8	3.8
进口	同比%	28.8	-15.2	14.1	16.8	-0.3	5.4	6.9
贸易盈余	亿美元	288	152	-8	182	204	205	266
CPI	同比%	2	3.2	2.1	2.4	2.1	2.4	2.5
PPI	同比%	-1.6	-1.6	-1.9	-2.6	-2.9	-2.5	2.4
M2	同比%	15.9	15.2	15.7	16.1	15.8	15.7	15.1
M1	同比%	15.3	9.5	11.9	11.9	11.3		
新增贷款	亿元	10,700	6,200	10625	7923	6674	8391	8000
社会融资总量	亿元	25,420	10,700	25,498	17,619	11,856		
外汇占款变动	亿元	6,837	2,954	2,363	2,944	669		
财政收入	同比%	5.8	9.6	6.1	6.1	6.2		
财政支出	同比%	19.1	12.2	7.2	18	12		
财政收支差额	亿元	5,289	1,032	-1,324	2,123	2,483		

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 证监会：市场传言的各种 IPO 开闸时间不属实。新股发行体制改革意见何时发布没有法律程序上的规定，无法预测时间。
2. 主动股票基金整体仓位已经大幅下降，目前只有 75% 左右。基金仓位下降有利后市反弹。
3. 外管局一天批 92 亿元 RQFII 和 9 亿美元 QFII 额度。
4. 央行：已向部分金融机构提供流动性支持。
5. 环保商会秘书长：大气污染水污染防治计划拟投资 3.7 万亿。

利空:

1. 本周解禁市值达 309 亿元、属上半年较高水平。
2. 汽、柴油价格每吨分别提高 100 元和 95 元。
3. 产业资本跑路盖过汇金增持 10 天净减持逾 10 亿元。
4. 6 月底最后 10 天将有 1.5 万亿元银行理财产品到期。

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。