

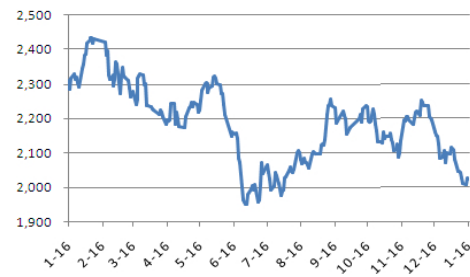
--金融风险逐渐释放，市场期待先破后立

2014 年 1 月 20 日

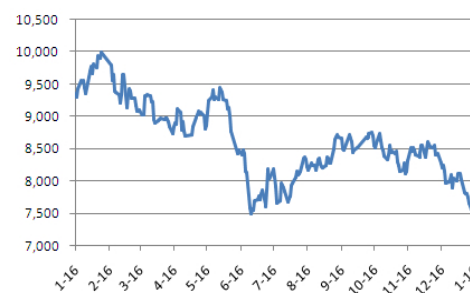
投资要点

- 近期市场关注点仍集中在资金面的状况。从最新的资金价格表现看，利率水平整体偏高，争夺流动性压力最大的时期正在发生。从其他影响证券市场以及经济的货币因素上来看，主要为监管层影子银行监管政策、个别信托面临兑付带来的信用风险担忧、以及 IPO 对资金的冲击等，尤其是个别信托产品未来面临兑付问题。四季度前后是国内货币环境最差时期，一季度之后有望逐渐缓慢好转，但该过程可能伴随个别信用风险出现：继吉林信托之后，中诚信托亦出现兑付问题，央行近日召开金融市场与信贷政策座谈会，强调清理地方融资平台，“堵斜门、开正道”，实际上政府已经开始着手主动引导金融风险释放。本轮中国经济、金融转型最艰难的那个时点—信用风险释放，信用体系重构—正在临近。
- 海外方面，市场担忧欧美陷入“通缩陷阱”。美国方面，能源价格走低带动美国 CPI 下行，而 13 年底能源价格反弹则带动了美国 CPI 略有回升，2013 年 CPI 增速为 1.5%；欧元区方面，内外因素共致低通胀。外部因素看，能源价格对欧元区 CPI 形成抑制，内部因素看，由于欧元区内需疲弱，服务业价格低迷，尤其是金融服务和商务服务等高端服务价格相对偏弱，抑制了居民收入和总体价格水平的修复，预计 2013 年通胀为 1.4%。能源价格低迷主要源于供给曲线的右移（新能源如页岩气的供应上升），而非美国自身需求的萎缩，未来仍将由需求面因素主导通胀的短期走势。因此，未来消费回暖、资本性支出（Capex）增加，对应着需求曲线右移，通胀将呈现“温和抬升”态势。
- 在先破后立的理念作用下，国内投资者对于宏观经济波动的敏感性已经出现了显著下降，反而更为关注流动性的拐点信号，而流动性的释放，只有两种可能：一是完成对于历史债务的处理，形成新的增长点；二是国内出现较为严重的经济下滑或者金融危机，倒逼监管层“放水”。因此，市场短期内充斥着危机爆发-政府托市-流动性释放-投资回升的预判，在行业配置上，倾向于精细化行业选择或者自下而上选股，在最近新股密集发行阶段，很多投资者由于打新头寸不足，会选择进一步减持大盘蓝筹股，以筹措资金。

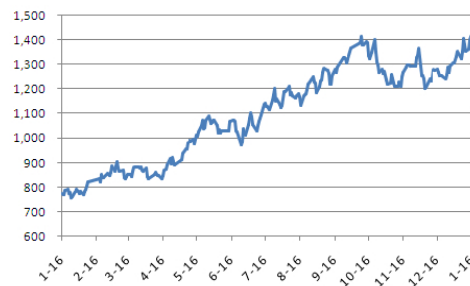
上证指数走势图



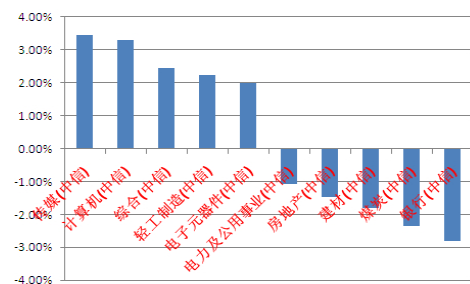
深圳成指走势图



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	IF1401
涨跌幅	-0.41%	-1.35%	0.12%	3.12%	-1.20%	-1.59%

上证指数在 IPO 开启的压力下 2000 点整数关口多次受到冲击,但是在石油石化等传统权重板块的护盘和中小板创业板的强势拉升带动下,沪指守住了 2000 点,报收 2004.949 点。

一周走势回顾:周一两市早盘在有色煤炭等资源股带动下高开反弹,随后即冲高回落,午后地产忽然砸盘,万科惊现 3 万手卖单,沪指最低下探至 2000.40,两桶油紧急出口护盘助沪指守住 2000 点。周二两市低开后震荡下行,沪指 2000 点关口多次被冲击,但是中石油中石化再度强势做多,市场的热情也被点燃,午后创业板持续上涨突破 1400 点。周三两市低开后弱势震荡,绿色照明、智能概念等热点概念表现活跃,银行、地产、煤炭等传统行业则表现低迷,临近尾盘沪指有所拉升。周四两市低开后再次进入震荡整理,午后有色煤炭稀土等传统低估值板块忽然出现加速上涨带领大盘翻红,创业板全天弱势下跌 1.42%。沪指全天微涨。周五 IPO 第一股纽威股份高价发行,并高开高走触及首日涨幅限制。两市全天低迷,煤炭、酿酒、环保船等板块低迷,互联网、智能穿戴、4G 等概念股表现活跃。

上周涨幅靠前的板块是传媒、计算机和轻工制造。传媒:在上周创业板再次创出年内收盘价新高的背景下,传媒行业继续领涨。传媒行业中的影视、游戏、互联网子行业虽然在 2013 年已经取得了较大的涨幅,但是从改革和消费需求来看,传媒行业在未来依然会维持较高的景气度。计算机:上周开始进入科技类上市公司密集年报业绩预告期,预计业绩增长确定性较强的标的在 2013 年都将实现大幅增长,并且新一年业绩成长想象空间也被打开,吸引了投资者的密切关注。智慧城市、信息安全和国产化三大主题也将继续推动行业增长。轻工:上周中国家居行业进化峰会在京举办,多家传统家具企业均表示已经积极投身电商并将在新的一年继续探索传统商业模式和渠道模式的改革,行业将随着电商时代的到来打开市场空间。

上周跌幅靠前的板块是银行、煤炭和建材。银行:网上理财等渠道在明显提速利率市场化,银行揽储成本处于持续上升状态;加之近期信用违约的预期再度提升,投资者对银行资产质量的担忧也开始走高。银行股面临着很大的基本面下行压力。建材:春节临近,建材板块处于需求淡季。同时上周受到国土部加快组建不动产登记局,国家可能进一步加强地产调控;2014 年铁路固定资产投资低于预期等利空影响。煤炭:煤炭行业继续受到环保压力和淘汰落后产能压力的制约,港口动力煤在大型煤企带头下调长协及挂牌价、以及到港进口煤增加的多重压力下,价格继续下行,行业长期不容乐观。

二、市场分析

近期市场关注点仍集中在资金面的状况。从最新的资金价格表现看，利率水平整体偏高，争夺流动性压力最大的时期正在发生。从其他影响证券市场以及经济的货币因素上来看，主要为监管层影子银行监管政策、个别信托面临兑付带来的信用风险担忧、以及 IPO 对资金的冲击等，尤其是个别信托产品未来面临兑付问题。四季度前后是国内货币环境最差时期，一季度之后有望逐渐缓慢好转，但该过程可能伴随个别信用风险出现：继吉林信托之后，中诚信托亦出现兑付问题，央行近日召开金融市场与信贷政策座谈会，强调清理地方融资平台，“堵斜门、开正道”，实际上政府已经开始着手主动引导金融风险释放。本轮中国经济、金融转型最艰难的那个时点—信用风险释放，信用体系重构—正在临近。

海外方面，市场担忧欧美陷入“通缩陷阱”。美国方面，能源价格走低带动美国 CPI 下行，而 13 年底能源价格反弹则带动了美国 CPI 略有回升，2013 年 CPI 增速为 1.5%；欧元区方面，内外因素共致低通胀。外部因素看，能源价格对欧元区 CPI 形成抑制，内部因素看，由于欧元区内需疲弱，服务业价格低迷，尤其是金融服务和商务服务等高端服务价格相对偏弱，抑制了居民收入和总体价格水平的修复，预计 2013 年通胀为 1.4%。能源价格低迷主要源于供给曲线的右移（新能源如页岩气的供应上升），而非美国自身需求的萎缩，未来仍将由需求面因素主导通胀的短期走势。因此，未来消费回暖、资本性支出（Capex）增加，对应着需求曲线右移，通胀将呈现“温和抬升”态势。

在先破后立的理念作用下，国内投资者对于宏观经济波动的敏感性已经出现了显著下降，反而更为关注流动性的拐点信号，而流动性的释放，只有两种可能：一是完成对于历史债务的处理，形成新的增长点；二是国内出现较为严重的经济下滑或者金融危机，倒逼监管层“放水”。因此，市场短期内充斥着危机爆发—政府托市—流动性释放—投资回升的预判，在行业配置上，倾向于精细化行业选择或者自下而上选股，在最近新股密集发行阶段，很多投资者由于打新头寸不足，会选择进一步减持大盘蓝筹股，以筹措资金。

三、宏观政策跟踪

1、12月出口维持温和复苏的态势

根据海关总署日前发布的数据，12月国内出口同比增速由上月12.7%下降至4.3%，进口增速同比由11月的5.3%上升至8.3%，出口金额实现2077.42亿美元，继11月之后再创历史新高。出口同比增速下滑主要是基数效应作用的结果：2012年12月出口增速相对前一月加速超过10个百分点，给2013年12月留下了较高的基数。

12月出口的改善部分来自于一般贸易出口的小幅提速，但与国内生产联系较强的加工贸易增速在12月也出现了显著回升。鉴于同月加工贸易进口继续提速，预期未来一段时间的加工贸易出口增速提升可以期待。结合加工贸易顺差继续保持在历史相对高位，相信外贸对国内生产的拉动也会持续。

从分国别的出口数据看，12月中国对欧盟出口的大幅增长，很大程度上与欧盟制造业PMI的继续攀升密切相关。尽管近期美国制造业PMI略有下降，中国对美国的出口增速也相应略微下滑，但美国经济的增长前景并不悲观，发达经济体整体仍然将呈现温和复苏态势，这将为我国出口的增长带来持续的空间。

周期性推力和结构性阻力正在共同作用于中国出口。一方面，2014年欧美经济大概率延续复苏态势，外需回暖将带动中国出口增长；另一方面，剥离周期性因素来看，中国出口产品“廉价竞争优势”式微，对中国出口复苏形成拖累。在周期性回暖和结构性阻力的双重作用之下，2014年，中国出口总体状况将会是相对温和地“边际改善”，而各个行业的出口状况将会分化：建议聚焦电子信息和机械两大制造业子行业的出口状况。

2、年底信贷和货币市场维持偏紧格局

人民银行公布数据显示，12月国内新增人民币信贷4825亿元，低于之前5747亿元的市场预测均值。M2增速从上月的14.2%降至13.6%，只有M1增速符合预期，由11月的9.4%略微降至9.3%。由于银行倾向于在最后两个月用掉全年信贷额度的余量，因此，从历史数据走势看，每年四季度信贷投放一般呈现逐月走高的态势。不过，2013年12月信贷新增量不足5千亿，低于四季度的其他两个月；全年信贷增量也仅有8.89万亿元，这说明信贷政策在4季度末有所收紧。

从全年情况来看，2013年全年信贷总投放为8.9万亿，12月增4825亿基本服从额度指标。从信贷投放结构上来看，银行倾向于继续保持短期化趋势，中长期贷款连续2月乏力：（1）个人经营性短期贷款连续3个月维持在600亿附近，表明银行对于小微企业贷款仍然维持谨慎的风险偏好，或许跟部分小制造业不良增加有关；（2）居民中长期贷款表现乐观，12月份增加1200亿，其中可能主要是用于购房需求，银行倾向于通过收益率较高、约束低且资本占用低的消费性贷款来提供住房类融资供给；（3）企业短期贷款保持乐观，推测存在年底前抢占额度的可能，12月新增3200亿创下半年来新高；（4）企业中长期贷款投放积极性仍不高，表明基建项目类融资供给意愿偏低，12月仅增加300亿，显著低于前3季度月均2200亿的平均规模。

12月信贷投放、尤其是中长期信贷新增量的明显走低，体现了稳增长政策正在退出，来自表内的融资支持力度将会下降。结合表外融资的持续偏紧，预计12月投资将会受到资金面的限制。

3、银监会发文着手开展地方金融企业不良资产处置事宜

银监会下发《中国银监会关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》（45号文），据传浙江、江苏已着手设立AMC公司。

社会对不良债务增加和信用风险上升的担忧渐成共识，45号文提前为盘活不良构建基础设施。目前国内企业部门的高杠杆与较低的坏账率共存，意味着企业偿付能力恶化和银行资产质量下降还未显性化，因此需要未雨绸缪，为不良债务的流动创造条件。

地方AMC公司不会获得央行的资金支持，将主要由地方自筹资金，某种程度上通过形成新的地

方政府隐性债务来筹集。地方版 AMC 承接不良债务会以市场化方式运作，债权将以合理的折价成交。不会像当年四大资产管理公司以 100% 名义价格的方式购进完成。

地方 AMC 给了僵尸债务（靠借新还旧维持）更多变现机会，加速不良的显性化。坏账率上升短期会抬升社会整体的信用溢价，对信用债影响负面。长期看可将加速资金市场出清，利率回归均衡，实现好企业低融资成本，差企业高融资成本的理性循环。

4、美国非农就业数据出现意外下降

12 月美国非农就业数据大幅低于市场预期。美国劳工部对企业调查的结果显示，12 月新增非农就业仅 7.4 万人，远低于市场预期的 19.7 万人，与 ADP 私营就业报告也大相径庭，主要原因在于冷冬造成建筑行业大幅裁员、而且政府和 IT 部门也出现较大裁员，一般增加 2.5 万人的教育医疗行业并未增加雇员，工作时间更是下滑 0.1%。不过，此前两个月的就业共上调 3.8 万人。劳工部认为天气导致 12 月就业减少 13.5 万人，意味着如果正常天气条件下可能新增 20.9 万人。

家庭调查结果显示，12 月失业率下降 0.3 个点至 6.7% 这一五年新低，但考虑到冷冬导致大量人找不到工作，引发更多人退出求职大军，劳动力参与度下降 0.2 个百分点至 35 年以来的新低 62.8%。

劳工部发布 2022 年美国劳动力市场展望，认为未来十年年均增加就业 1%，从行业看医疗保健和房地产业增加最多，分别因为人口老龄化和扩大医保、房地产复苏推动，从学历看对高学历需求更大，硕士或占新增就业 30%。55 岁以下人的参与度下降而老人参与度上升。受消费结构和养老支出变化拖累，劳工部预计美国经济年均增长仅 2.6%。

从市场对非农数据的反映来看，美元和风险资产承压，美国十年期国债收益率大幅下滑 10 个基点至 2.86%，大宗商品和黄金因美元回落而反弹，非农就业大幅低于预期，令市场不再担忧一季度再度削减 QE 的可能性，对于一季度全球流动性乃至中国的外部流动性有正面影响。因为一季度不会再度削减 QE，有利于稳定市场预期，资金撤离新兴市场的压力将减轻，上周还一度流入中国。因此，短期美国就业复苏波折，对美国经济乃至中国出口有一定拖累，但对外部流动性有正面提振作用。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况：资金利率涨幅较大

上周央行继续暂停公开市场逆回购操作。因周二有 500 亿元 6 个月国库定存，公开市场净投放资金 500 亿元。

随着春节长假临近，存在巨额资金备付压力。上周五开始资金利率涨幅较大。

图 3: 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
2014/1/13	2.74	4.01	4.64	6.47	-3	-3	-11	79
2014/1/14	2.74	4.00	4.69	6.48	0	-1	5	2
2014/1/15	2.75	3.97	4.64	6.74	1	-4	-5	26
2014/1/16	2.77	4.26	4.68	6.69	2	29	4	-5
2014/1/17	2.82	4.78	4.74	6.96	4	52	6	27

图 4: 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
2014/1/13	2.73	4.01	4.65	6.64	0	-1	-9	25
2014/1/14	2.75	4.03	4.77	6.75	1	1	13	11
2014/1/15	2.76	4.02	4.59	6.85	1	-1	-18	10
2014/1/16	2.79	4.35	4.70	6.90	3	33	11	5
2014/1/17	2.99	5.17	5.71	7.29	20	81	101	38

图 5: 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
2014/1/13	5.70	5.55	5.75	5.97	12	114	122	65
2014/1/14	4.34	5.39	5.65	5.94	-136	-16	-10	-4
2014/1/15	3.87	5.05	5.59	5.91	-47	-34	-6	-3
2014/1/16	1.95	4.86	7.77	5.90	-192	-19	218	0
2014/1/17	10.18	5.92	9.01	5.85	822	105	124	-5

2、一周债券市场：收益率下行

上周的债券计划发行规模为 1,273 亿元。其中信用债总发行量 669 亿元，总偿还量 617 亿元，净融资额 52 亿元。

上周银行间现券交易量 4,931 亿元；回购总金额 30,302 亿元。其中银行间市场国债成交 796 亿元；金融债成交 1,987 亿元；企业债成交 552 亿元；中票成交 959 亿元。

上周，利率债各期限收益率下行明显。而企业债除部分高等级品种收益率小幅回落，其余均小幅上行或持平。由于整体走势弱于各期限国债，信用债利差继续扩大。

五、行业信息跟踪

1、全国能源工作会议继续加快推进新能源工作开展

根据日前召开的 2014 年全国能源工作会议网上披露的内容，为加快推进清洁能源发展，2014 年国家将新核准水电装机 2000 万千瓦，新增风电装机 1800 万千瓦，新增光伏发电装机 1400 万千瓦，其中分布式占 60%，并逐渐降低新能源入网电价。2020 年前实现太阳能、风能等新能源电价与火电持平。

新能源规划超出市场预期：风电装机量目标 18GW，超出市场原先预期的 15-16GW。而光伏 2013 年提出的 2014 年装机目标为 12GW，其中分布式 8GW；而本次会议把今年目标上调至 14GW，分布式为 8.4GW，而地面电站由 4GW 上升至 5.6GW，上调幅度为 40%。

风电受益于国家对于新能源并网重视，2013 年限电率继续改善，同时补贴发放及时，运营商逐季度回暖，据了解 2014 年运营商资本开支普遍增长 30% 以上，最终装机或可望超 18GW。

地面电站装机目标上调，较 13 年仍有小幅增长。打消前期大家对于地面电站不达 4GW 总量的担心，地面电站集中度提升，2014 年景气度继续上行。若上半年分布式完不成目标，预计国家会继续出台政策推动分布式发展，而近期部分地方政策，像浙江已经较为完善，关注其他省份陆续出台相关分布式政策。

2、保监会和银监会联合下发《关于进一步规范商业银行代理保险业务销售行为的通知》

该通知主要是为了缓解银行渠道销售误导等问题。银邮保险代理渠道发展仍处于初级阶段，发展方式较为粗放，业务结构不合理，存在着销售误导、违规经营、退保金大幅上升等问题，特别是社会各方面对银保渠道销售行为中的“存单变保单”、产品适销不对路、产品介绍不全面、客户信息不真实等一系列问题反映较为集中。虽然银监会 2010 年 90 号文和保监会 2011 年 10 号文对银邮渠道已有所规范，但以上问题仍大量存在，因此此次通知的要求较前更为严格。

通知要求，保险公司、商业银行应加大力度发展风险保障型和长期储蓄型保险产品。各商业银行代理销售意外伤害保险、健康保险、定期寿险、终身寿险、保险期间不短于 10 年的年金保险、保险期间不短于 10 年的两全保险、财产保险、保证保险、信用保险的保费收入之和不得低于代理保险业务总保费收入的 20%。商业银行总行及其一级分支机构按季度向银监会、银监局上报代理各险种保费收入占比情况。对于业务占比达不到上述要求的商业银行总行及其一级分支机构，监管机构有权采取限期整改等监管措施。保险公司银保渠道销售产品面临大规模转型，但短期来看增加保障型和长期储蓄型保费的难度较大，压缩总保费将是大概率事件。

为获取客户资源、缓解现金流压力，2013 年开始寿险公司纷纷推出高现金价值、低利润率的银保产品，2014 年一月份亦是如此，但这无疑加大了未来保险公司的退保压力。被迫大力转型虽短期会有现金流压力，但长期来看有助于银保渠道价值贡献的提升。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-May	13-Jun	13-Jul	13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec
GDP	同比%		7.5			7.8			
PMI	指数	50.8	50.1	50.3	51	51.1	51.4	51.4	51.0
工业增加值	同比%	9.2	8.9	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7
社会消费品零售	同比%	12.9	13.3	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6
固定资产投资	累计同比%	20.4	20.1	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6
出口	同比%	1	-3.1	5.1	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3
进口	同比%	-0.3	-0.7	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3
贸易盈余	亿美元	204	271	178	285	152	311	338	256
CPI	同比%	2.1	2.7	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5
PPI	同比%	-2.9	-2.7	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4
M2	同比%	15.8	14	14.5	14.7	14.2	14.3	14.2	13.6
M1	同比%	11.3	9.1	9.7	9.9	8.9	8.9	9.4	9.3
新增贷款	亿元	6674	8605	6999	7113	7870	5061	6246	4825
社会融资总量	亿元	11,856	10,375	8088	15,700	14,049	8564	12300	12322
外汇占款变动	亿元	669	-412	-245	273	1,264	4416	3980	2729
财政收入	同比%	6.2	12.1	11.0	9.2	13.4	16.2	15.9	
财政支出	同比%	12	3	-1.8	6.5	10.1	22.0	4.9	
财政收支差额	亿元	2,483	-727	2,494	-1,019	-3,494	1628	-3532	

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 证监会加码 IPO 过程监管，措施剑指询价定价。
2. 汇金股份、东方网力等 5 公司暂缓新股发行。
3. 国际机器人联合会 IFR 预测 2014 年中国将成全球最大机器人市场。
4. 智能电视行业标准发布 2014 年将进一步升温。

利空：

1. 上周 33 只新股发行 每天冻结资金 600 亿。
2. 国内钢价跌势加重、价位已近一年来最低。
3. 年初至今波罗的海干散货指数 (BDI) 跌幅已近 40%。
4. 山西煤企预计 2014 年将更难：煤价或再降两三成。

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。