

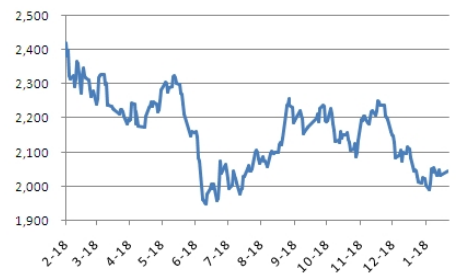
--经济运行平稳，红二月可期

2014 年 2 月 11 日

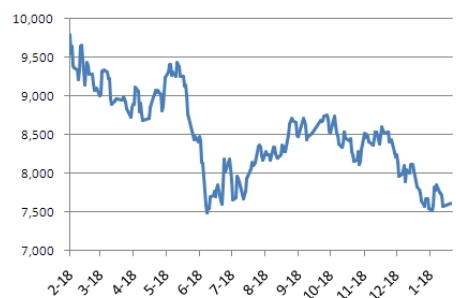
投资要点

- 上周是春节结束之后的第一个交易日，市场的关注点主要集中在对于长假期间经济、消费和海外数据的分析与消化上。从宏观经济表现来看，受到美国 PMI 数据超预期下滑，以及新兴市场普遍出现资金外逃、货币剧烈贬值的冲击之下，周边市场存在较大的压力；同时国内宏观经济继续在低位盘整，导致传统板块继续表现较差，保险、银行、地产等行业的涨幅继续垫底；而随着年度业绩快报的陆续披露，以及央行节前向市场注入流动性，导致资金紧张态势有所缓解，题材股、消费股在节后延续了‘热闹’的趋势，TMT、医药、传媒等处于涨幅榜前列。
- 春节期间宏观经济平稳运行。商务部监测的春节黄金周消费数据显示，全国零售和餐饮企业实现销售额约 6107 亿元，比去年春节黄金周增长 13.3%。虽然该数据是近三年来的最低增速（2011-2013 年春节黄金周的消费增速分别是 19%、16.2%、14.7%），但考虑到今年 1 月的通胀水平也是近三年同期的最低值（2011-2013 年的春节当月 CPI 分别为 4.9%、4.5%、3.2%，而 2014 年 1 月的 CPI 预计只有 2.1%），因此，总的来看今年春季的消费情况比较平稳，过去三年水平基本一致。1 月的制造业 PMI 为 50.5，非制造业 PMI 为 53.4%，由于春节时间相比 2013 年提前了 10 天，受企业提前放假、停工的影响，1 月环比数据出现明显下滑，同比数据也受去年高基数影响而出现明显减速，这里面更多还是受春节因素的扰动所致，剔除节假日因素之后总体经济运行平稳。
- 央行节前释放流动性是本轮反弹的直接触发因素，由于央行在节前启动逆回购以缓解资金紧张局面，这将造成节后有 4500 亿的逆回购到期。因此很多投资者担心节后第一周的流动性环境又会再次紧张。考虑到节后还有大量的现金回流银行，银行的现金缺口并不大，流动性环境甚至还会出现进一步改善。1 月 29 日的美联储 FOMC 议息会议宣布，从 2 月份开始，委员会将每月购债规模从 750 亿减少至 650 亿，由此引发了资金从新兴市场的持续撤离，以及春节期间海外股市的普跌；但从中国目前的情况来看，货币环境和资金流动情况均相对稳定。
- 对节后市场持相对乐观态度：一是 2013 年的业绩快报整体情况良好，（预计 A 股剔除金融的 2013 年报增速在 12%左右，高于 2012 年报的-13%）；二是在流动性相对转暖的背景下，结合改革、主题等的炒作可能再度升温。

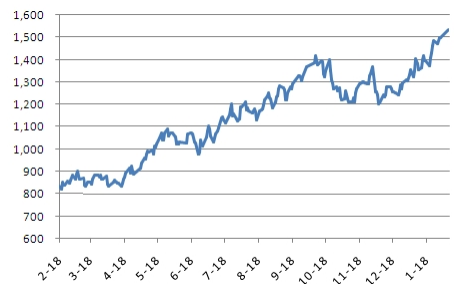
上证指数走势图



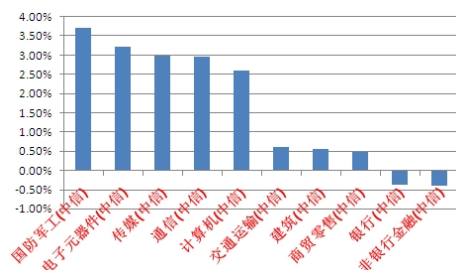
深圳成指走势图



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	IF1402
涨跌幅	0.56%	0.58%	1.62%	2.45%	0.46%	0.70%

上周仅周五一个交易日，A 股取得开门红。沪指上涨 0.56%，创业板大涨 2.45%。

走势回顾：上周五，沪深两市早盘双双低开，随后两市缓慢回升，午后两市双双翻红，创业板走出独立行情，并屡创指数新高。截至收盘，沪指涨 0.56%，报 2044.50 点，成交 678 亿；深成指涨 0.58%，报 7616.57 点，成交 1139 亿元；创业板涨 2.45%，报 1532.69 点，成交 341 亿元。

板块方面，北斗、特斯拉、农业等概念走势强劲，引发资金跟风。创业板再次刷新历史高点。从盘面上看，锂电概念、影视传媒、博彩概念等板块领涨，手游、汽车、保险板块跌幅居前。

中信一级板块涨幅靠前的板块是国防军工、电子元器件和传媒，涨幅靠后的板块是非银行金融、银行和零售贸易。

二、市场分析

春节期间宏观经济平稳运行。商务部监测的春节黄金周消费数据显示，全国零售和餐饮企业实现销售额约 6107 亿元，比去年春节黄金周增长 13.3%。虽然该数据是近三年来的最低增速（2011-2013 年春节黄金周的消费增速分别是 19%、16.2%、14.7%），但考虑到今年 1 月的通胀水平也是近三年同期的最低值（2011-2013 年的春节当月 CPI 分别为 4.9%、4.5%、3.2%，而 2014 年 1 月的 CPI 预计只有 2.1%），因此，总的来看今年春季的消费情况比较平稳，过去三年水平基本一致。1 月的制造业 PMI 为 50.5，非制造业 PMI 为 53.4%，由于春节时间相比 2013 年提前了 10 天，受企业提前放假、停工的影响，1 月环比数据出现明显下滑，同比数据也受去年高基数影响而出现明显减速，这里面更多还是受春节因素的扰动所致，剔除节假日因素之后总体经济运行平稳。

央行节前释放流动性是本轮反弹的直接触发因素，由于央行在节前启动逆回购以缓解资金紧张局面，这将造成节后有 4500 亿的逆回购到期。因此很多投资者担心节后第一周的流动性环境又会再次紧张。考虑到节后还有大量的现金回流银行，银行的现金缺口并不大，流动性环境甚至还会出现进一步改善。1 月 29 日的美联储 FOMC 议息会议宣布，从 2 月份开始，委员会将每月购债规模从 750 亿减少至 650 亿，由此引发了资金从新兴市场的持续撤离，以及春节期间海外股市的普跌；但从中国目前的情况来看，货币环境和资金流动情况均相对稳定。

对节后市场持相对乐观态度：一是 2013 年的业绩快报整体情况良好，（预计 A 股剔除金融的 2013 年报增速在 12% 左右，高于 2012 年报的 -13%）；二是在流动性相对转暖的背景下，结合改革、主题等的炒作可能再度升温。

三、宏观政策跟踪

1、国内经济继续处于底部盘整状态

1月国内 PMI 为 50.5%，比上月回落 0.5 个百分点。从结构上看，除原材料库存指数比上月小幅回升 0.2 个百分点外，其余 4 个分类指数均环比回落。历史上可比年份（考虑春节因素）的 1 月份比上年 12 月份平均环比回落 0.7 个百分点，因此从数据来看，1 月份 PMI 的环比回落于历史季节性波动相符。

需求仍延续偏弱格局。新订单指数为 50.9%，比上月回落 1.1 个百分点，表现弱于历史均值的回落 0.4 个百分点的水平；新出口订单指数为 49.3%，比上月回落 0.5 个百分点，表现略好于历史均值的回落 1.2 个百分点的水平；积压订单指数为 45.7%，比上月回升 0.6 个百分点，表现好于历史均值的回落 2.7 个百分点的水平。值得关注的是，虽然新出口订单指数和积压订单指数的表现均略好于季节性水平，但二者均低于 50%，新订单指数略高于 50%，但是表现低于历史均值水平，表明当前的需求仍延续偏弱格局。

在需求偏弱的情况下，企业储备原材料库存的积极性仍不高。1 月份原材料库存为 47.8%，比上月回升 0.2 个百分点，差于历史均值的回升 1.6 个百分点的水平；采购量指数为 51%，比上月回落 1.7 个百分点，差于历史均值的回升 0.5 个百分点的水平；由此可以看出，在需求疲弱的背景下，企业储备原材料库存和采购的动力仍不足。产成品库存为 46.5%，比上月小幅回升 0.3 个百分点，表现好于历史平均回落 0.9 个百分点的水平。产成品库存指数已经连续 10 个月低于 50%，在需求乏力的情况下，企业以消耗现有产成品库存策略为主，缺乏补库存的动力。

综合而言，1 月份制造业 PMI 季节性回落，整体表现相对较稳，但值得关注的是生产类指数尚可，而需求和采购类指数偏弱，产品库存持续低位，这与 2013 年四季度的情况类似，这表明，在需求疲弱的背景下，企业采购动力不足，补库存的动力也不足，由此导致上游原材料价格低迷，购进价格指数在 1 月份再次回落至 50% 以下。

2、2013 年四季度货币政策执行报告点评：货币政策依然稳中偏紧

货币政策的目标依然是“稳增长、调结构、促改革和防风险”。央行认为去年 6 月以来保持银行间流动性状况相对较紧的政策立场有效地抑制了信贷过快增长、同业业务无序迅速膨胀以及银行系统资产负债期限错配状况。重申继续实施“稳健的货币政策”的必要性。我们认为上半年货币政策依然稳中偏紧。

央行对经济和未来物价走势相对乐观。认为“CPI 继续保持基本稳定”，对外部环境，特别是美国经济，表述更为乐观。

对于流动性的把控方面，强调“流动性闸门的调控和引导作用更加重要”。央行继续完善流动性调节机制。向符合要求的金融机构按需提供流动性支持的机制有两种，一是常备借贷便利工具，二是对“流动性再贷款”进一步细分为流动性再贷款和信贷政策支持再贷款。2013 年末，SLF 余额 1000 亿元，比 9 月末下降 2860 亿元，结合公开市场操作，反映出四季度央行实际操作偏紧。

四季度金融企业及其他部门贷款加权平均利率小幅上升至 7.20%，比上季度末上升 0.15 个百分点，企业四季度短期融资成本增加，其中一般贷款加权利率基本持平，而票据融资利率上升较快，主要受金融机构压缩票据业务的影响。

预计全年 M2 同比增速回落至 13% 左右，社会融资规模预计全年约为 19.5 万亿左右。

3、美国制造业采购经理人 1 月指数（PMI）出现超预期下滑

美国 1 月制造业采购经理人指数（PMI）为 51.3%，大幅低于市场之前预期的 56%，较 12 月份下滑 5.2 个百分点。具体来看，1 月 ISM 制造业采购经理人指数分项指数中，除了供应商交付指数及物价指数有所上升外，其他所有分项指数都有所下降：其中，新订单指数降幅最为明显，下降 13.2 个百分点，产出指数的降幅次之，为 6.9 个百分点。不过，除了自有库存指数从 47% 再度下滑 3 个

百分点至 44%，继续处于萎缩区间外，其他主要分项指标仍然处于 50%的荣枯线上方。

从分行业情况来看，1 月 ISM 制造业 PMI 指数包含的 18 个行业领域中，有 11 个行业的活动指数实现了增长，但较上年的 12 月减少 2 个行业，其中家具及其相关产品制造业，木制品制造业活动继续扩张强劲。该数据与持续复苏的房地产市场比较吻合。另一方面，政府关门事件以及政府缩减开支计划抑制交通运输设备制造业，计算机及电子制造业以及杂项制造业的活动。

历史数据显示自 1980 年来，ISM 制造业 PMI 月度变化绝对值的均值为 1.59 个百分点。包括本次数据在内，PMI 共有 10 次，月度跌幅大于或等于 5.2 个百分点。由于席卷美国的暴风雪气候给出行、工业生产、就业及其他经济活动均产生了严重的影响，因此 PMI 数据的大幅度变化有一定的偶然性因素，需要进一步观察。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行于 1 月 28 号开展 1500 亿元 14 天逆回购，中标利率在 4.3%。当日有 750 亿元 7 天逆回购到期。1 月 27 号到 2 月 8 号报告期内公开市场净投放 750 亿元。

由于央行公开市场逆回购操作对资金价格有一定的稳定作用，报告期内资金总体较为宽松，资金供应较为充足。2 月份公开市场没有央票和正回购到期，有 4500 亿元逆回购到期，如果央行不进行任何操作，公开市场将净回笼 4500 亿元。考虑到政策的延续性，预计央行少量开展逆回购操作的可能性较大。

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
2014/1/27	4.53	4.69	6.09	6.83	13	-3	-26	-17
2014/1/28	4.85	4.97	6.81	7.33	31	28	72	50
2014/1/29	4.80	5.11	7.07	7.19	-5	14	27	-14
2014/1/30	4.44	4.98	5.73	5.44	-37	-13	-134	-175
2014/2/7	4.27	5.41	5.65	5.40	-17	43	-8	-4

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
2014/1/27	4.63	4.96	6.63	7.27	19	12	22	-7
2014/1/28	4.87	5.16	6.97	7.56	24	20	34	29
2014/1/29	4.80	5.35	7.03	7.15	-8	19	7	-41
2014/1/30	4.27	4.99	5.63	5.34	-52	-36	-141	-181
2014/2/7	4.26	5.43	5.66	5.59	-1	44	3	24

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
2014/1/27	7.69	6.35	6.07	5.92	95	46	25	15
2014/1/28	7.08	5.50	5.64	5.72	-61	-85	-43	-20
2014/1/29	1.67	2.73	4.12	4.73	-541	-277	-151	-99
2014/1/30	2.36	2.46	4.08	5.11	69	-27	-4	38
2014/2/7	5.78	5.09	5.09	5.12	342	263	101	1

2、一周债券市场

1 月 27 号到 2 月 8 号债券计划发行规模为 545 亿元。其中 1 月 27 号分别发行 50/70/60 亿元 2/3/5 年期口行债。2014-01-28 发行 100 亿元 1 年期国开债。

报告期内，利率债各期限品种收益率下行明显。而企业债也有一定的下行。由于企业债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、江西省药品招标方案公布，较为温和

近日，江西省医药采购服务平台发布了《2014 年度江西省县级及县级以上医疗机构药品集中采购实施方案（征求意见稿）》，总体来看，该方案与广东省的相关方案相比更加兼顾质量评分，相对温和。具体来说：

方案对剂型分组做了十分详细的划分，所有品种共被分为 44 个剂型组别，有效避免了不同剂型间的价格竞争。在质量分层方面，按剂型、规格分类合并后，划分三个质量层次 5 个竞价组，三个竞价组仅在限价差异较大时才进行调整，除此之外三个竞价组几乎可以等同于三个质量层次，划分十分细致，使得专利原研药、单独定价药、首仿药、新版 GMP/欧美 GMP 认证企业均能够分别中标，大大缓和了招标阶段的竞争。

在限价方面，意见规定 3 家及以上投标品规的限价，以 5 省平均中标价和江西省中标价的平均值作为限价，而对于 1 家或 2 家投标品规的限价，以 5 省最低中标价乘以 1.05、5 省平均中标价和江西省中标价三者的低值作为限价。考虑到此次参考的省份相对较多，对于竞价品种的降价压力有限，而对于 1 家或 2 家企业生产的独家\类独家产品而言，由于这部分品种在多数省份价格管控相对较好，省际间价格差异不大，因此降价的幅度总体依然可控。

独家\类独家品种在招标中依然将具有较大的优势，对于同竞价组投标厂家数为 1-2 家的药品依旧采取了议价评标的方式，企业保有了较大的自主权。而对于廉价短缺药品目录中具有政府定价的产品（即“供应紧张、疗效可靠、临床必需，保障医疗机构临床用药需求”）不再参考其他省份中标价作为限价，而是以国家发改委或江西省发改委最新公布的最高零售价格（零售指导价）扣除医疗机构加价率后的价格作为限价，在一定程度上保证了这部分产品不会面临过度的价格竞争，对确保廉价药物供应将起到积极作用。

在全国医保投入依然增加、全民健康意识持续提升的大背景下，招标降价（如不配合 DRGS、控费、医药分家等配套政策）更多起到的将是改变药品市场品种结构的作用，即在竞争性品种持续降价的同时，具有定价权的处方品种将因其较高的产品质量和较强的价位维护能力更加获得医疗机构的青睐，甚至通过招标加速放量。

2、能源局公布 2014 年能源工作指导意见

国家能源局公布 2014 年能源工作指导意见，其中直接涉及电力设备新能源行业的主要目标包括：1、风电：2014 年新增风电装机容量 18GW。力争 2020 年前实现与火电平价。下达“十二五”第四批风电项目核准计划。优化风电开发布局，加快中东部和南方地区风能资源开发。有序推进酒泉、蒙西、蒙东、冀北、吉林、黑龙江、山东、哈密、江苏等 9 个大型风电基地及配套电网工程建设，合理确定风电消纳范围，缓解弃风弃电问题。稳步发展海上风电；2、光伏：2014 年新增光伏发电装机 10GW（其中分布式占 60%），力争 2020 年光伏发电实现用户侧平价上网；3、核电：安全高效发展核电，2014 年新增核电装机 8.64GW。加强在运核电站安全管理，确保核电站安全运行。加快完成 AP1000 设计固化、主设备定型，推动 AP1000 自主化依托工程建设。适时启动核电重点项目审批，稳步推进沿海地区核电建设，做好内陆地区核电厂址保护；4、配电网：深入推进人民群众用电满意工程。加大城市配网建设和农村电网改造力度，提高配网投资比重。加强电网安全运行和应急管理，提高电网供电可靠率和居民用户受电端电压合格率，促进电网企业提高供电服务水平，确保人民群众放心用电、可靠用电、满意用电；5、输电网：规划建设蒙西~天津南、锡盟~山东、锡盟~江苏、宁东~浙江、淮东~华东等 12 条电力外输通道，提高跨省区电力输送能力；6、节能：2014 年，单位 GDP 能耗 0.71 吨标准煤/万元，比 2010 年下降 12%。2014 年，单位 GDP 能耗比 2013 年下降 3.9%左右。将能源消费与经济增长挂钩，对高耗能产业和过剩产业实行能源消费总量控制强约束，能源消费总量只减不增。对其他产业按平均先进能效标准实行能耗强度约束，现有产能能效限期达标，新增产能必须符合先进能效标准，促进优胜劣汰。

从整体意见来看，支持新能源发展依然是 2014 年能源工作的主基调，尤其是在特高压、配网建设方面的描述均超出了前期的市场预期，尽管光伏 10GW 的装机目标低于之前能源局新能源司给出的 14GW 目标。但在地方政府、开发商、运营商均较为积极的状态下，除非遭遇年中上网电价再度下调或者严格执行分布式标准和规模，否则 2014 年完成 14GW 应该是可以预期的。

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			7.7
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	14.3
财政支出	同比%	12	3	-1.8	6.5	10.1	22.0	4.9	20.3
财政收支差额	亿元	2,483	-727	2,494	-1,019	-3,494	1628	-3532	-15,554

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。