

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

--两会对 GDP 全年增速的定调至关重要

2014 年 2 月 24 日

投资要点

- 上周市场总体上呈现冲高回落的态势，沪深 300 和上证综指分别下跌 1.36%和 0.10%；大小风格分化并不显著，中小板和创业板分别下跌 0.94%和上涨 0.26%。从行业表现来看，上半周国企改革概念再度兴起：在中石化公布将引入市场投资者，实现混合所有制经营的举措之后，股价当日涨停，并带动石化石油板块的整体走强，上周石化、石油板块分别以 9.6%和 3.2%的涨幅列行业涨幅的第一和第三位。医药板块中的健康服务、并购型公司继续表现活跃，随着各省医药招标政策的陆续出台，总体上来看价格下降幅度有限，在并购题材的刺激下，整体继续取得较好的表现。另一方面，汇丰 PMI 数据的出台（低于预期）揭示了当前宏观经济的弱势下行趋势，对于传统周期板块带来了持续的压力，国金证券在网上推出的金融宝业务，大幅度降低了交易佣金的收取比率，对券商传统业务造成了巨大的影响，下半周在证券、银行、建材、航运等权重板块的作用下，市场出现了显著的调整。
- 上周央行两次启用正回购，合计金额为 1080 亿元，利率水平为 3.8%，直接触发因素来自节后资金利率跌破 4%的走廊区间下限。从资金面情况来看，一万多亿现金回流，加上外部资金每月两三千亿的平均正流入，近期国库现金定存还有边际投放等，导致了节后市场资金的暂时性宽松。本次正回购重启表明短端利率已经触及央行的目标下限，另一方面，从正回购的期限品种选择上（14 天）反映出：央行认为节后的资金宽松只是阶段性的，不会持续太久时间，因此通过短期限回笼将目前多余资金平滑滚动到三月初。而三月份考虑季末因素、以及二季度流动性又可能步入趋势紧张，市场目前的宽松格局持续时间可能有限。
- 从去年 4 季度开始，因为稳增长政策的逐步退出，中国经济增长再次减速。今年 1 月的出口及信贷数据虽然超预期，但上周出炉的 2 月汇丰 PMI 指数预览值为仅 48.3，创 7 个月新低。具体分项如产出价格指数回落 4.1 个百分点；新订单指数回落 2.5 个百分点；采购量指数回落 2.3 个百分点。目前经济需求偏弱，企业采购动力不足，生产面临回落压力，对市场信心带来了一定打击。
- 即将召开的两会，除了进一步强调全面深化改革的总体目标之外，在防控地方债务、推动产业转型与国企改革、治理环境污染、保障粮食安全与食品质量、推动城镇化建设与户籍制度改革等方面将是重点着墨之处，由此带来的长期投资机会应持续关注。此外，在两会上确认的今年 GDP 增长目标是否仍会坚持 7.5%的下限目标，将成为短期市场表现的风向标。

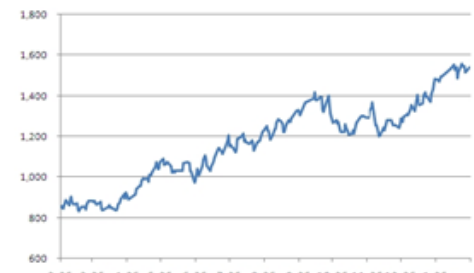
上证指数走势图



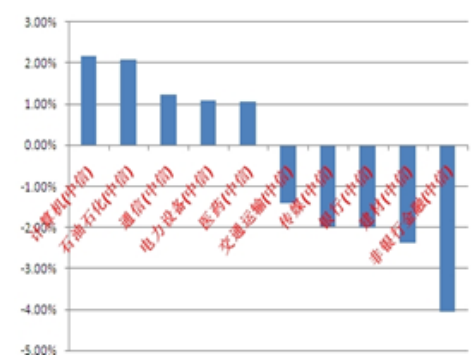
深圳成指走势图



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	-0.1%	-1.7%	-0.9%	0.3%	-1.4%	-1.0%

一周走势回顾：周一：两市双双高开，沪指直接登上 60 日均线，权重股早盘表现平平，制约大盘走势，午后国防安全概念股崛起，带领大盘收中阳，创业板飙升 3%创历史新高。周二：两市开盘后震荡走低，创业板一度冲高再创历史新高，次新股依旧强势多股涨停，但金融板块的整体下滑打压了大盘的整体走势。午后受权重板块跳水打压，沪指一度跌 1%。周三：两市开盘围绕 60 日线窄幅震荡，次新股全线下挫，临近中午，以中信银行为代表的金融股和两桶油快速拉升，带动大盘全面活跃，中石化大涨 5%，大盘收中阳。周四：两市双双高开，在中石化涨停的带动下，大盘直线拉升，随后受 PMI 数据利空打压大盘跳水，创业板一度跌 2.5%，题材股全线杀跌，银行地产也出现较大跌幅。周五：两市双双低开，油气改革概念股昨日上涨后今日大幅回调，严重打击了做多情绪，金融、地产、煤炭等权重股表现亦十分低迷，午后两市跳水沪指一度失守 2100 点，但银行股尾盘出现护盘走势，中信银行被大单拉升，创业板大幅回升翻红。

上周中信一级板块涨幅靠前的是计算机、石油石化和通信。计算机：国家安全委员会有望在两会上正式设立，随着两会临近国家安全概念股近期再度迎来炒作，市场认为信息安全和金融设备国产化等国家政策将在两会后加快推进。石油石化：中国石化周三晚间宣布启动混合所有制改革，市场对此积极响应，认为油气改革进程推进将超预期，中石化周三大涨 5%，周四开盘涨停，油气领域引入民营资本将提高生产效率，对整个产业链构成利好。周五调整回落。电信：虽然 2 月 15 日国务院决定取消电信资费标准审批，有可能给垄断电信运营商带来资费价格下降的压力，但是对整体行业来说这是一个市场化改革深化的信号，有利于行业长期发展。出于 4G 推广对电信行业业绩释放的促进考虑，券商普遍对电信行业今年表现持乐观态度

跌幅靠前的板块是非银行金融、建材和银行。非银：国金证券与腾讯推出的首支互联网金融产品“佣金宝”，券商经纪“零佣金”时代正式开启。由于目前交易佣金仍是券商的主要收入，券商板块可能会受到一定冲击。建材：春节后水泥价格仍然维持跌势，虽然企业已恢复正常上班，但是由于春节刚过，建筑工程项目大多处于停产状态，南方近期的雨雪天气也给市场带来不利的影响。银行：央行时隔 8 个月重启正回购，上周二净回笼资金 480 亿，银行流动性问题再次经受考验。但是上周一些涉足互联网金融的小银行表现不俗，北京银行与小米签署了移动金融全面合作协议，据传中信银行和阿里巴巴将展开合作。

二、市场分析

上周央行两次启用正回购，合计金额为 1080 亿元，利率水平为 3.8%，直接触发因素来自节后资金利率跌破 4% 的走廊区间下限。从资金面情况来看，一万多亿现金回流，加上外部资金每月两三千亿的平均净流入，近期国库现金定存还有边际投放等，导致了节后市场资金的暂时性宽松。本次正回购重启表明短端利率已经触及央行的目标下限，另一方面，从正回购的期限品种选择上（14 天）反映出：央行认为节后的资金宽松只是阶段性的，不会持续太久时间，因此通过短期限回笼将目前多余资金平滑滚动到三月初。而三月份考虑季末因素、以及二季度流动性又可能步入趋势紧张，市场目前的宽松格局持续时间可能有限。

从去年 4 季度开始，因为稳增长政策的逐步退出，中国经济增长再次减速。今年 1 月的出口及信贷数据虽然超出预期，但上周出炉的 2 月汇丰制造业采购经理人指数预览值为仅 48.3，创 7 个月新低。具体的分项如投入价格指数和产出价格指数，分别回落 4.9 和 4.15 个百分点；新订单指数环比回落 2.5 个百分点；采购量指数回落 2.3 个百分点；数据显示目前经济需求仍然偏弱，企业采购动力不足，生产面临回落压力，对市场信心带来了一定的打击。

信用事件所伴生的金融风险，是 2014 年 A 股市场的最大风险点所在。不过，随着中诚信托金开 1 号兑付危机在 1 月末的平稳解决，‘刚性兑付’的信念在短期内得到了强化。尽管目前还有其他信托事件浮出水面，但随着两会的临近，决策者应该更不会放任金融风险的爆发。因此，近期市场信用风险程度有所下降，算是对于市场的正面刺激因素。

即将召开的两会，除了进一步强调全面深化改革的总体目标之外，在防控地方债务、推动产业转型与国企改革、治理环境污染、保障粮食安全与食品质量、推动城镇化建设与户籍制度改革等方面将是重点着墨之处，由此带来的长期投资机会应持续关注。此外，在两会上确认的今年 GDP 增长目标是否仍会坚持 7.5% 的下限目标，将成为短期市场表现的风向标。

三、宏观政策跟踪

1、汇丰 PMI 数据严重低于市场预期：经济疲弱态势继续

近期公布的中国 2 月汇丰制造业采购经理人指数预览值为 48.3，创 7 个月新低。

从具体的细项数据来看，PMI 新订单与生产指数均有所下滑。新订单指数 48.1，比 1 月低 2 个百分点；生产指数 49.2，比 1 月低 1.6 个百分点。由于汇丰 PMI 主要反映的是华南地区中小企业的景气情况。PMI 领先指标的大幅回落预示着 2 月华南地区工业生产的放缓，需求仍然偏弱，企业采购动力不足，生产面临回落压力，这与统计局公布的 PMI 结构表现类似。

如果将 1-2 月份的均值环比上年的 12 月份变动看，2014 年 1-2 月均值环比变动水平为 2006 年以来的最大跌幅。进一步证实了当前经济下行压力较大。

在一季度经济触及‘底线’且趋势继续向下的背景下，预计两会后，宏观政策将作出一定的调整。由于目前中国经济同时面临增长下行、产能过剩、债务恶化等多种问题，总量政策难以达到稳增长与调结构的双赢，因此结构性政策仍然是政策调整的重点。预计将在精细化投资、促进消费、稳定出口等方面出台一系列结构性措施。如延续增加城市基数设施投资、推广新能源消费、增加教育医疗财政支出、稳定汇率，避免单边升值等。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

节后现金回流至银行体系、外汇占款持续增加等因素导致资金面宽松，尽管存在逆回购到期、法定补缴等因素，资金利率仍然一路下行，这是央行重启正回购的主要原因。同时，1 月份信用扩张超预期尤其是表外融资增长较快也使正回购“师出有名”。总体而言，央行重启正回购主要目的是吸收过量的流动性，与较早前公布的四季度货币政策报告中提到的“把好流动性总闸门”的思路一致。随着节后现金逐步回流银行，银行体系流动性充沛，1 天和 7 天回购利率从 2 月 12 日以来持续回落，已经比 1 月上旬资金宽松的时点还要低 20bp 以上。节前规模较大的两次逆回购分别在 2 月 11 日和 2 月 13 日到期，共计 3000 亿（2 月 6 日还有 1500 亿到期，不排除部分 SLF 也在近期到期）。此外，节后现金回流导致存款回升，15 日需补缴法定存款准备金。然而，但这两个收紧流动性的因素并没能阻止回购利率的一路下行，因此央行需要主动对流动性进行回笼。此外，从 1 月金融数据看，信用扩张没有明显放缓迹象，尤其是委托贷款和票据等表外融资增量保持在高位，这也使得央行的正回购“师出有名”。3.8%的利率反映了央行认为的货币市场利率的“合理水平”，我们认为，未来 7 天回购利率将在 3.8%附近波动。

图 1: 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
2014/2/17	2.95	3.88	4.48	5.37	-33	-56	-8	-13
2014/2/18	2.68	3.74	4.64	5.30	-27	-14	16	-7
2014/2/19	2.40	3.76	4.68	5.29	-28	2	4	0
2014/2/20	1.98	3.70	4.15	5.22	-42	-6	-53	-7
2014/2/21	1.76	3.60	4.00	5.18	-22	-11	-15	-4

图 2: 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
2014/2/17	2.88	3.84	4.39	5.27	-27	-51	-16	-11
2014/2/18	2.63	3.76	4.51	5.38	-24	-8	12	11
2014/2/19	2.34	3.75	4.52	5.15	-29	-1	1	-23
2014/2/20	1.91	3.68	3.99	5.18	-43	-7	-53	3
2014/2/21	1.70	3.36	3.97	4.31	-21	-32	-1	-87

图 3: 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
2014/2/17	3.57	4.12	4.37	4.59	-26	0	8	-4
2014/2/18	3.27	4.02	4.38	4.49	-30	-9	1	-10
2014/2/19	3.04	3.71	4.18	4.69	-23	-32	-20	20
2014/2/20	1.36	3.56	4.02	4.31	-168	-15	-16	-38
2014/2/21	3.00	3.49	3.91	4.24	164	-6	-11	-7

2、一周债券市场

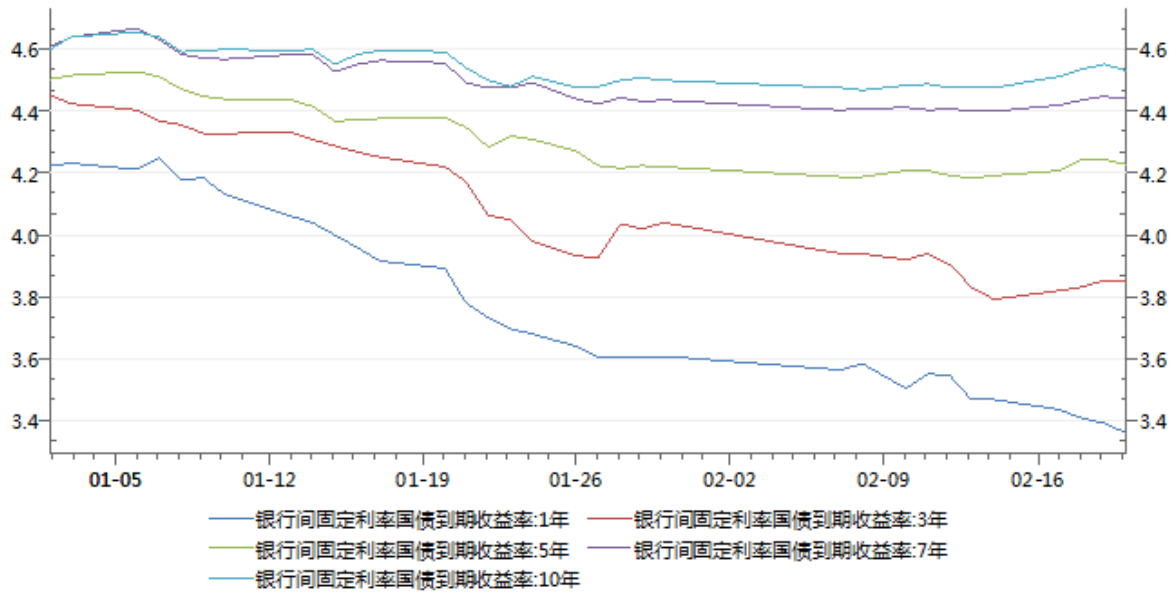
上一周一级市场利率债和信用债计划发行总规模约 2019 亿元，其中利率债 910 亿元，信用债 1109

亿元。

上周市场资金宽松，短端券种成交活跃。银行间现券交易量 6,325 亿元；回购总金额 29,762 亿元。其中银行间市场国债成交 861 亿元；金融债成交 2,389 亿元；企业债成交 726 亿元；中票成交 1,198 亿元。

上周利率债和信用债的收益率以明显下行为主，其中短期限品种表现较好。中低信用等级信用债在报价和成交的带动下下行尤为明显。

图 4：2014 年以来关键期限国债收益率曲线



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

五、行业信息跟踪

1、保监会发布关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知

近日保监会出台了《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，规定“保险公司投资权益类资产、不动产类资产、其他金融资产、境外投资的账面余额占保险公司上季末总资产的监管比例分别不高于 30%、30%、25%、15%，投资流动性资产、固定收益类资产无监管比例限制”。而之前保监会规定投资证券投资基金和股票等权益类资产的比例不得超过该保险公司上季末总资产的 25%。

国内保险公司 2013 年底资金运用余额为 76873 亿元。在资金运用中，银行存款占比 29.45%，债券占比 43.42%，股票和证券投资基金占比 10.23%，其他投资占比 16.9%。在资金运用总额不变的情况下，若将权益投资比例提高至 30%，最多可为股市带来 1.5 万亿增量资金，而如果按提高 5 个百分点至 15%来看，此数量也可达到 3600 亿元。

考虑到此前出台的保险投资监管政策较为复杂：1) 监管比例“散、多、杂”，缺少系统性整合；2) 列举式监管比例不能适应市场发展形势；3) 部分监管比例可操作性不强，与市场实际脱节。保监会此次发布的《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，对投资资产分类及比例要求进行系统整合，明确规范：一方面，在整合和资产分类的基础上，对风险较高的资产设定大类资产监管比例和集中度监管比例；另一方面，取消大类资产内部具体投资品种的比例限制，将投资决策权和相关责任交给保险公司。体现出监管部门的放权思路。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Jun	13-Jul	13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan
GDP	同比%	7.5			7.8			7.7	
PMI	指数	50.1	50.3	51	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5
工业增加值	同比%	8.9	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7	
社会消费品零售	同比%	13.3	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6	
固定资产投资	累计同比%	20.1	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6	
出口	同比%	-3.1	5.1	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6
进口	同比%	-0.7	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0
贸易盈余	亿美元	271	178	285	152	311	338	256	319
CPI	同比%	2.7	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5
PPI	同比%	-2.7	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6
M2	同比%	14	14.5	14.7	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2
M1	同比%	9.1	9.7	9.9	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2
新增贷款	亿元	8605	6999	7113	7870	5061	6246	4825	13200
社会融资总量	亿元	10,375	8088	15,700	14,049	8564	12300	12322	25800
外汇占款变动	亿元	-412	-245	273	1,264	4416	3980	2729	
财政收入	同比%	12.1	11.0	9.2	13.4	16.2	15.9	14.3	
财政支出	同比%	3	-1.8	6.5	10.1	22.0	4.9	20.3	
财政收支差额	亿元	-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。