

--市场进入政策空窗与等待期

2014 年 3 月 3 日

**投资要点**

- 两会举行之前，市场处于相对的政策空窗期，因此宏观数据表现、货币市场汇率波动、产业景气变化等基本因素成为影响上周 A 股市场的最主要因素。导致上周市场继续调整的负面因素主要有两个：一是人民币持续贬值，加之央行继续进行正回购，热钱流出加速；二是之前房价下跌和停贷事件引发信用风险高企下的衰退性担忧，对市场情绪的不良影响仍在发酵。从行业表现来看，石化与石油板块在中石化表态推动国企改革与放开准入后，继续有强势的表现；电力设备则是受到国家推动‘雾霾’专线的建设，预期投资将进一步加大的刺激；酒店旅游行业即将进入 4-5 月的小旺季，也呈现出较好的抗跌性。跌幅较大的板块除了地产产业链上的如园区土地开发、家电、煤炭等行业外，传媒行业在上周陆续发布的业绩快报不达预期，导致了对其当前高估值的调整。总体来看，市场的博弈继续围绕宏观经济与两会热点展开。
- 美联储公布的 1 月 FOMC 会议纪要显示：近期动荡并没有对新兴经济体经济前景造成实质性影响，而且新兴经济体金融动荡对于美国的负向溢出效应依然温和。尽管美国上周公布的一系列经济数据低于预期（纽约联储 2 月制造业 PMI；1 月营建许可和新屋销售数据等），但市场比较倾向于认为主要是受到极端天气扰动的影响，会随着 3 月的到来而好转；美联储公布季度家庭负债调查数据显示，2013Q4 美国家庭负债增加 241 亿美元，为 2008 年金融危机以来美国家庭负债规模同比首次正增长，美国家庭部门开始加杠杆。加上欧元区相对温和的复苏数据，总体来看全球经济环境依然在温和改善。
- 风险偏好上升、主题投资活跃。年初以来由于央行投放流动性，资金利率整体回落。尽管 2 月份的整体宏观数据疲弱，上周部分区域房地产降价，以及停贷的传言对于人气造成了负面作用，但信用事件最终以兜底结束，缓解了市场的担忧，信用利差收窄反映出市场风险偏好上升。在此背景下，市场资金进一步向主题热点进行集中，表现为资金大量从蓝筹、白马类品种进入新兴、概念型板块，短期内分化现象还将加剧。
- 随着市场调整的进行，宏观经济下行的风险已得到了部分的体现，下阶段应重点关注以下几个方面可能利好股市的问题：1)“两会”期间，改革实质推动力度是否超预期；2) 经济超预期下滑条件下，未来政府是否会出台相应的维稳举措；3) 信用风险局部暴露的时间；4) 人民币短期贬值预期的减弱和币值走稳带来的外部流动性回暖；5) IPO 继续推迟。

上证指数走势图



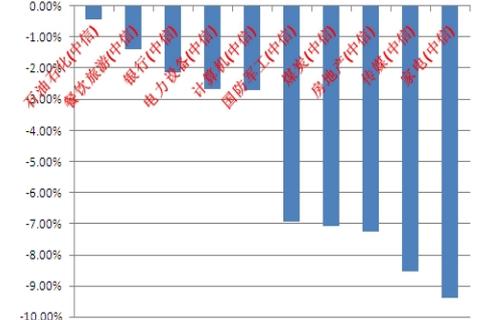
深圳成指走势图



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	-3.1%	-7.2%	-6.4%	-6.9%	-4.9%	-5.2%

本周 A 股市场在部分商业银行传出收紧房地产等相关行业贷款消息、央行回笼继续加码进行正回购操作、人民币连续多日贬值热钱加速流出、以及次新股市盈率高企等重重利空下全线重挫。

一周走势回顾：周一：受市场传言多家银行停止房地产贷款影响，早盘沪深两市大幅杀跌，房地产板块跌幅首当其冲，午后沪深两市逐步反弹，创业板指数在医疗器械、文化传媒、民营医院题材板块拉升带动下逆市走高，截至收盘，沪指跌 1.75%，深成指跌 2.68%，创业板涨 1.34%。周二：两市小幅高开，早盘窄幅震荡，午后受电子、汽配、农业等板块大幅下挫拖累沪指大幅跳水，收盘跌幅 2.05%；深成指开盘后一路下行，收盘跌幅 3.16%；创业板早盘高开，午后一路下行，收盘报跌 4.37%。周三：两市双双低开，盘中多空双房角力，最终，石油股与有色、黄金等板块携手做多，助两市小幅收涨。周四：沪深两市走势严重分化，在中石化冲击涨停带动下，沪指一度快速冲高，而传媒、医疗器械、互联网等题材板块跳水杀跌，创业板指数大幅下挫，沪指涨 0.30%，深成指跌 1.79%，创业板大跌 3.50%。

本周中信一级板块全面下跌，跌幅较小的是石油石化、餐饮旅游和银行。石油石化：中国石化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，预计两会期间会有方案出炉；内地成品油价迎来年首次上涨，发改委决定近日将汽、柴油价格每吨分别提高 205 元和 200 元人民币。此外，上交所谋蓝筹股差异化交易机制，这意味着 A 股交易机制，如蓝筹 T+0 和优先股等的改革有望实现。餐饮旅游：发改委表示 2014 年将落实《旅游法》和《国民旅游休闲纲要》，推动出台促进旅游消费的若干意见。此外，根据国家旅游局发布的报告，今年春节黄金周期间，全国接待游客数比上年同期增长 14%；实现旅游收入同比增长 16.4%。此外，旅游业正进入空前的并购合资活跃期，市场看好旅游业的发展前景。银行：最近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。此外，上交所谋蓝筹股差异化交易机制，对银行等蓝筹股构成利好。

跌幅较大的板块是家电、传媒和房地产。家电：近日受部分地区房价下跌以及部分银行停贷传闻等利空消息的冲击，地产产业链上的家电板块调整明显。家电作为地产产业链相关板块，预计短期行业估值会有影响。但从历史经验来看，家电龙头企业强者恒强的特质在板块需求不振的时候体现得尤为明显，行业需求不振之际，更有利于行业龙头整合市场。传媒：虽然情人节档期票房创出新高，但是传媒板块本周仍处于弱势调整阶段，位列跌幅榜前列，业内普遍认为长远来看，随着居民消费结构的变化，成本相对低廉的娱乐产业将会有长期向好的业绩。房地产：本周 A 股市场在部分商业银行传出收紧房地产等相关行业贷款消息、央行回笼继续加码进行正回购操作，杭州地产商大幅降价回笼资金，这些负面消息都对房地产板块构成了很大的压力。

## 二、市场分析

**外围环境依然在温和改善。**美联储公布的 1 月 FOMC 会议纪要显示：近期动荡并没有对新兴经济体经济前景造成实质性影响，而且新兴经济体金融动荡对于美国的负向溢出效应依然温和。尽管美国上周公布的一系列经济数据低于预期（纽约联储 2 月制造业 PMI；1 月营建许可和新屋销售数据等），但市场比较倾向于认为主要是受到极端天气扰动的影响，会随着 3 月的到来而好转；美联储公布季度家庭负债调查数据显示，2013Q4 美国家庭负债增加 241 亿美元，为 2008 年金融危机以来美国家庭负债规模同比首次正增长，美国家庭部门开始加杠杆。加上欧元区相对温和的复苏数据，总体来看全球经济环境依然在温和改善。

**风险偏好上升、主题投资活跃。**年初以来由于央行投放流动性，资金利率整体回落。尽管 2 月份的整体宏观数据疲弱，上周部分区域房地产降价，以及停贷的传言对于人气造成了负面作用，但信用事件最终以兜底结束，缓解了市场的担忧，信用利差收窄反映出市场风险偏好上升。在此背景下，市场资金进一步向主题热点进行集中，表现为资金大量从蓝筹、白马类品种进入新兴、概念型板块，短期内分化现象还将加剧。

随着市场调整的进行，宏观经济下行的风险已得到了部分的体现，下阶段应重点关注以下几个方面可能利好股市的问题：1) “两会”期间，改革实质推动力度是否超预期；2) 经济超预期下滑条件下，未来政府是否会出台相应的维稳举措；3) 信用风险局部暴露的时间；4) 人民币短期贬值预期的减弱和币值走稳带来的外部流动性回暖；5) IPO 继续推迟。

### 三、宏观政策跟踪

#### 1、官方 PMI 如期回落，经济偏弱的格局未变

2 月 PMI 为 50.2%，比上月回落 0.3 个百分点。今年 2 月受到春节假日的影响，历史上春节在 2 月份的年份，平均环比回落 0.9 个百分点，因此今年 2 月份 PMI 的环比回落主要是季节性因素带动。扣除春节的影响，2014 年 1-2 月 PMI 均值环比去年 12 月回落 0.6 个百分点，表现略差于 2006-2013 年同期平均回落 0.4 个百分点的水平，表明当前经济稳中偏弱的格局未变。

分项来看：1) 新订单指数回落弱于历史均值水平，显示未来的需求动力仍不足。出口订单继续回落，对未来出口应该谨慎乐观。2) 生产指数回落与历史同期相当，表明主要是季节性的回落。从业人员指数表现好于历史同期均值，经济回落并未带来明显的就业压力。3) 库存方面，原材料下降而产成品库存上升，可以看出在需求疲弱的情况下，企业储备原材料的动力不足，而产成品库存消化速度降低。印证了需求偏弱的格局。4) 购进指数继续下滑了 1.5 个百分点，预计 2 月份 PPI 同比进一步下滑为-2%。

综合而言，2 月份的 PMI 属于季节性回落。但自去年 10 月份以来，PMI 一直呈下滑态势，需求下滑幅度（新订单指数）持续大于生产下滑幅度（生产指数），造成库存收缩以及价格下行的局面。今年经济一、二季度逐季下滑已经形成一致预期，目前货币环境较为宽松，但并不能确认是货币政策转向，将密切关注两会对今年经济目标的表述。

#### 2、人民币近期大幅贬值：预计持续时间不会很长

上周美元兑人民币即期跌破 6.1808，创 9 个月来新低，单周贬值幅度达到 0.88%，程度超过季节性调整的历史水平。同时，货币市场利率也呈现宽松态势，银行间同业拆借利率显著下行。

我们认为这是央行主动引导汇率贬值的过程。央行买入更多的美元，增加了基础货币的投放，导致货币市场利率走低。其目的是为了打击热钱流入，加大人民币的双向波动。预计二三月的新增外汇占款将大量减少。

但这个过程并不会持续时间很长，央行不太可能采用“贬值+压低利率”的政策组合。这并不符合人民币国际化的战略，而且一旦贬值预期形成，会恶化经常帐，刺激更大规模的资本外流，对国内产生紧缩效应。央行并不希望汇率贬值失控，会通过提升中间价或抛售美元等手段稳定汇率，货币市场利率会再次出现上升。

#### 3、欧洲：CPI 符合预期，欧元区继续保持温和复苏态势

欧盟统计局公布了欧元区 1 月 CPI 终值。0.8%的水平较初值 0.7%有所加速，与前值持平。环比来看，欧元区 1 月的 CPI 环比增速滑落至-1.1%，其中，核心 CPI 月率降幅达-1.7%，主要由于非能源工业产品价格通缩。德国方面，同日公布的德国 2 月 IFO 商业景气指数升至 111.3，创 31 个月新高，且德国 IFO 商业现况指数和预期指数均高于预期，表明企业情绪较为乐观。

整体来看，结合 1 月欧元区 CPI 和 2 月德国 IFO 数据，德国依然是欧元区的主要增长引擎，但其他欧元区国家复苏道路上存在的不确定性依然很大。1 月欧元区通缩风险从环比数据来看有所加大，而同比数据相对乐观。基于 2014 年欧元区国家财政承压并结合近期价格和就业数据，欧央行所肩负的宽松压力进一步加大，一些额外的刺激措施如负存款利率的可能性或在 3 月份议息会议上被加以讨论。

总体来看，近期欧元区领先指标保持增长，制造业拉动经济，服务业通胀加速 PMI 稳定扩张，欧元区 2014 将继续温和复苏态势，整体经济向好。

#### 4、美国：四季度 GDP 大幅下修，不改温和复苏态势

美国 2013 年 4Q 实际 GDP 修正值为 2.4%，不及市场预期的 2.5%，初值为 3.2%。个人消费支出 PCE 为 2.6%，不及市场预期的 2.9%，远低于初值的 3.3%。

下修的部分主要包括：1) 消费支出修正 2.6%，初值 3.2%。严寒天气导致去年 11、12 月份汽车和零售出现下滑。2) 出口修正值 9.4%，初值 11.4%。主要是 12 月出口下滑带来了巨大的贸易赤字。3) 存货。库存为 GDP 的贡献由初值的 0.42 个百分点大幅下修至 0.14 个百分点，而三季度库存为 GDP 的贡献高达 1.67 个百分点。四季度去库存的过程对经济增速有影响。非住宅固定资产投资大幅上修为 7.3%，初值上升 3.8%。表明企业支出较为乐观，或为未来进一步增长的信号。

尽管美国 4Q 的经济增长不达预期，但主要受到严寒天气的影响，不改经济温和复苏态势。在参议院银行委员会货币政策听证会上，耶伦强调联储将延续现行货币政策，提到有可能在秋天的某个时候结束 QE。耶伦讲话主要内容包括：1) 对于最近疲软的经济数据，耶伦认为并不足以停止缩减 QE 的进程。强调“如果前景发生重大改变，美联储才会重新考虑缩减 QE 的步伐”。2) 对于市场预期美联储将对前瞻指引做出调整没有给出明确表示。耶伦提到了多个辅助失业率来衡量劳动力市场疲软程度的指标，但没有提供任何量化信息。3) 对于货币政策带来全球市场波动等问题时，耶伦表示“现阶段我看不到问题”。

总体而言，耶伦的讲话基本延续了伯南克时期的思路，但没有提供更多的信息。现在市场预期仍然是每次 FOMC 会议上联储会收缩一次 QE，但加息的预期已经提前。1 月 FOMC 会议纪要显示，有两位与会者认为首次加息的时间在 2014 年下半年。

## 四、债券市场跟踪

### 1、一周资金面情况

央行本周继续进行了千亿级别的正回购。央行正回购不改资金面宽松趋势，现券收益率大幅下行。周四央行继续开展了 600 亿元 14 天正回购操作，相比周二的 1000 亿元有所缩量，操作利率仍持平于 3.8%。银行间资金面仍十分宽松，隔夜利率维持在 1.75% 的低位，7 天质押回购利率小幅上行至 3.44%。现券市场上，机构普遍乐观解读周三央行有关人员的发言，一方面央行有关人员表示近期的正回购并不代表政策收紧，另一方面市场认为央行重启央票的可能性不大。受此提振，周四一开盘买盘迅速发力，带动现券收益率大幅下行，收益率降幅达到 10bp 以上。

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
2014/2/24	1.70	3.34	3.97	4.97	-6	-26	-3	-21
2014/2/25	1.72	3.28	3.81	4.52	2	-6	-16	-45
2014/2/26	1.75	3.07	3.82	4.44	3	-21	1	-8
2014/2/27	1.75	3.43	3.76	4.37	0	36	-6	-8
2014/2/28	1.85	3.53	3.75	4.32	10	10	-1	-5

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
2014/2/24	1.64	3.27	3.87	4.48	-6	-9	-11	17
2014/2/25	1.72	3.22	3.82	4.49	8	-5	-5	0
2014/2/26	1.74	3.09	3.76	4.37	3	-12	-6	-12
2014/2/27	1.75	3.44	3.75	4.30	1	34	-1	-7
2014/2/28	1.83	3.52	3.74	4.24	8	8	-2	-6

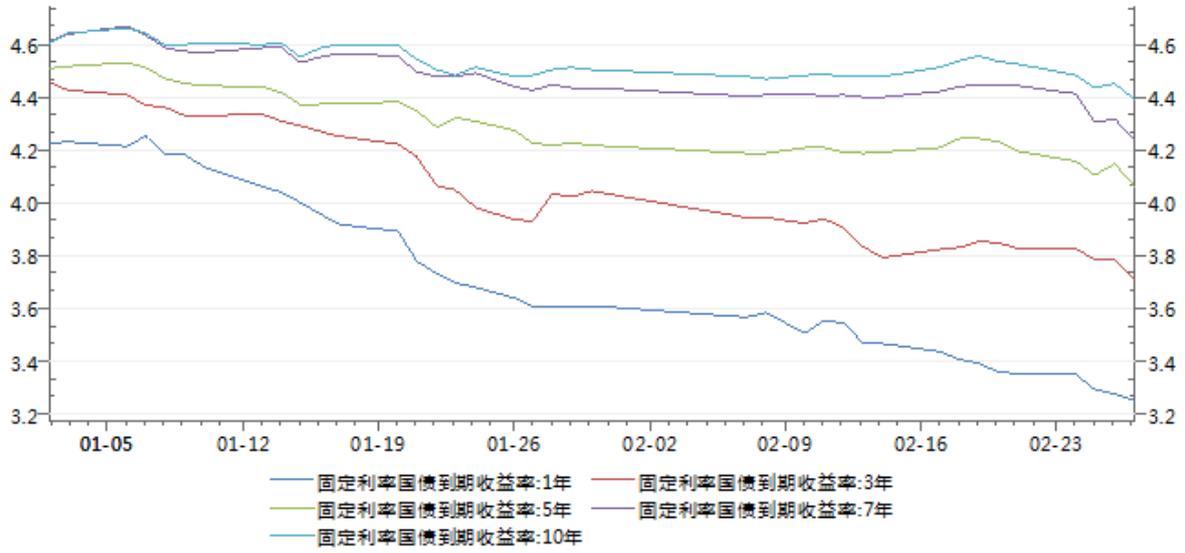
图 3: 交易所质押式回购利率一周走势

日期	一周加权平均利率				日变化 (bp)			
	GC001	GC007	GC014	GC028	GC001	GC007	GC014	GC028
2014/2/24	3.08	3.84	4.05	4.21	8	34	14	-3
2014/2/25	2.98	3.74	3.91	4.25	-10	-10	-14	4
2014/2/26	2.99	3.42	3.69	4.07	1	-32	-22	-18
2014/2/27	1.67	3.33	3.45	3.87	-132	-9	-24	-20
2014/2/28	4.83	3.68	3.80	4.00	317	35	35	13

### 2、一周债券市场

二级市场火爆带动一级投标热情。虽然央行延续开展公开市场正回购回笼部分流动性，但银行间资金面始终保持宽松，中上游行业微观经济数据的疲软也给债市提供了经济基本面方面的支撑。在上述两个因素的带动下，银行间债市迅速回暖，各类机构积极参与，带动二级收益率大幅下行。二级市场的牛市氛围也将带动一级投标市场的参与热情升温。但考虑到近期收益率累计下行幅度较大，二级市场存在一定调整的压力。

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、中央成立网络安全与信息化领导小组

日前，中央网络安全和信息化领导小组成立，习近平亲自担任组长。这是首次由国家最高领导人直接主管网络安全与信息化，网络安全与信息化被提到了空前的高度，彰显出国家对于保障网络安全、维护国家利益、推动信息化发展的决心。

由于历史原因，我国的网络安全与信息化管理存在多头管理、职能交叉、效率不高等问题。此次在中央层面设立更有权威性的机构，将进行相关顶层设计并统筹协调各个领域的网络安全和信息化重大问题。预计未来国家将制定全面的网络安全与信息技术的发展战略；加强投入信息化基础设施建设；大力扶持具有技术创新实力的本土企业。

未来信息产业有望发展为国家战略性支柱产业，网络安全与信息化作为一体两翼并进发展，将带来三方面发展机会，包括：信息安全、国产化替代、政府 IT 投资等。

### 2、国务院建立不动产登记工作部际联席会议制度

本次联席会议制度是对 2013 年《国务院机构改革和职能转变方案》中关于‘出台并实施不动产统一登记制度’相关规定的落实。联席会议制度由国务院牵头，联合国土资源部、中央编办等 9 大部门，从立足点和涉及范围看均具备一定高度。

不动产登记制度属于房地产行业基础制度，对于减少多头管理、增强信息共享，以及更清晰了解和监测中国房地产或不动产市场发展情况具有直接意义。其与房地产调控无必然联系，但是考虑到不动产登记在明晰产权、监测市场和信息共享方面具有明确促进作用，相关数据和信息将成为政府推进房产税或者其他房地产政策决策的有力依据。此外，制度建设可进一步落实农村地籍调查和农村土地确权登记颁证，完善确权政策，落实所有者和使用者的土地权益，因此对于积极推进农村土地产权制度改革，引导土地股份制改革具备现实意义。

考虑到《国务院机构改革和职能转变方案》中仅明确规定‘2014 年 6 月底前出台不动产登记条例’。预计条例出台到正式执行之间还需要两年左右的试运行过程。

### 3、北京新能源汽车招标启动

北京市发布《北京市示范应用新能源小客车生产企业及产品目录》（第 1 批第 1 期）的企业和产品，包括江淮汽车、北汽等数家企业的相关车型被纳入目录；1428 位个人申请新能源车指标，本次配置 1666 个指标，剩下的 238 个指标将累计到下期指标中去。在此之前，新能源汽车主要在出租、公务等领域进行试点运行，本次目录的出台，标志着新能源汽车开始走向家庭消费。

北京 2014 年安排 2 万个新能源汽车牌指标，2015 年 3 万，2016 年 6 万，2017 年 6 万。2 月参与北京市小客车摇号有 188 万人，不同于上海牌照拍卖形式，北京刚需者无法通过经济手段获得牌照，因此新能源汽车成为其可选方案。本次纳入《目录》的企业仅有 5 家，车型仅有 2 款。预计 3 月中旬将陆续有新产品发布，随着新能源汽车品类的增长，将提供消费客户更多地选择。

北京《目录》出台，标志着地方政府配套政策开始落地。预计前两批试点城市相关政策将陆续出台。前两批示范城市到 2015 年规划推广量达到 33 万辆，再加上北京 2 万新能源汽车号牌的正面刺激，预计新能源汽车在 2013 年 1.7 万辆销量基础上，2014 年将出现翻番式增长。

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。