

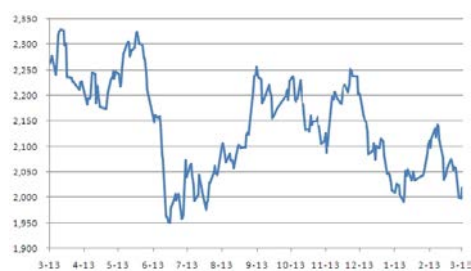
--两会无惊喜、市场缺热点

2014 年 3 月 17 日

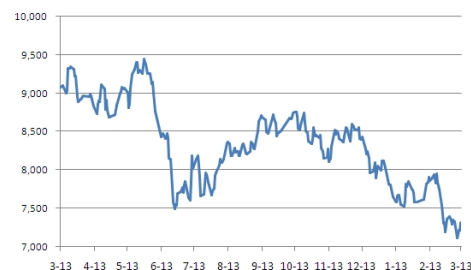
投资要点

- 从基本面情况看，一方面 2 月中国经济数据大幅低于预期，另一方面两会的改革措施并无惊喜，而央行扩大人民币波动区间造成人民币贬值预期加大，导致短期资金流出概率变大。从行业表现看，市场继续保持较强的防御心态：拥有低估值，且受到《国家新型城镇化规划》出台及政策预期放松的地产板块涨幅第一；而增长稳定的食品饮料（白酒）、医药等行业也表现领先。跌幅较大的行业包括石化（国企改革主题），及前期涨幅较多的计算机软硬件、电气设备等，从侧面反映部分资金获利离场的迹象。
- 纵观 1-2 月数据，三大需求均超预期回落，经济下行压力加大，增长底线面临考验：信贷上看，2 月新增人民币信贷 6445 亿元，低于市场预期，显示实体的融资需求较弱；工业生产上，1-2 月除传统重化工行业回落较大外，去年表现较好的汽车制造业及计算机通信和电子设备制造业也出现回落，带动工业增加值增速降至 8.6%；社会消费品零售增速继续回落至 11.8%，一是房地产销售回落带动房地产相关产品销售下滑，如建筑及装潢类、家具类、家用电器和音像器材类，分别回落 10.1、9.2 和 7.2 个百分点；二是汽车销售增速的回落也带动石油及制品类销售的回落；三是居民收入增速下降，导致必需消费品销售增速也出现回落。在此背景下，关于国家将适时启动稳增长政策，通过保持相对宽松的货币信贷条件、加大基础设施投资来稳定经济增长的呼声日盛。
- 超日债违约使得市场对信用风险的担忧情绪有所上升，近期天威债暂停上市又进一步加剧这种预期。从相关信用评估公司的评级状况来看，自年初以来，下调评级的公司已达 43 家，且以评级从 AA 下调到 AA- 的居多，说明违约概率在逐渐攀升。信用风险的增加，对于大宗商品市场也形成了不利影响：以中国需求和抵押融资为特征的铜和铁矿石的价格出现大跌，显示市场的风险喜好正在经历系统性的下调，需要警惕信用风险带动的蝴蝶效应。
- 如果宏观保持不温不火的状态，市场风格会继续偏向新经济，但赢利相比 13 年难度加大：第一，估值起点不同，TMT、医药、食品、环保类成长股 PE (TTM) 已由 13 年初的 30 倍升到 45-50 倍；第二，IPO 重启，成长股的供需关系改变；第三，股票型基金对这些成长股持仓已经从 1 年前的 24% 升至 49% 左右。另一种情形是极端情况如经济增速快速回落、信用风险明显暴露、房价超预期下跌等这些情景出现，引发政府出手托市，此时小盘成长股大跌，而食品、医药、家电等白马稳定增长股有相对收益，目前来看，行业配置正是在面临抉择的阶段。

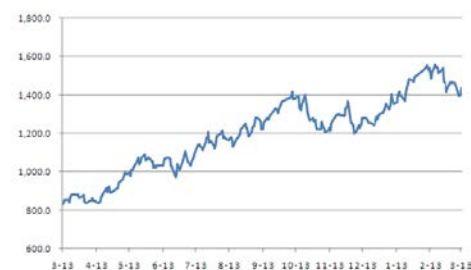
上证指数走势图



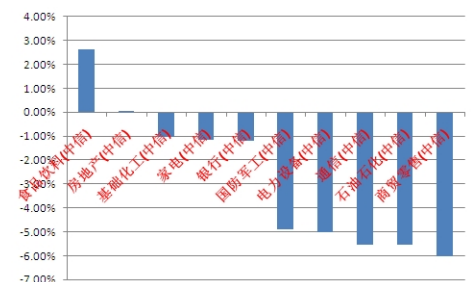
深圳成指走势图



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	IF1403
涨跌幅	0.08%	-0.51%	-0.68%	1.79%	-0.49%	-1.51%

近期人民币快速贬值、进出口数据逆差大幅增加、以及 PMI 和 PPI 数据均一致地释放出经济放缓的信号，国际大宗商品的暴跌和 3 月城投债兑付高峰的到了亦加剧了市场对周期性行业的担忧，上周沪指多次跌破 2000 点。

一周走势回顾：周一：受二月进出口逆差，人民币贬值影响，两市低开后大幅跳水，权重板块集体杀跌，午后两市继续下挫，沪指跌破 2000 点关口，深成指创 9 个月新低。周二：两市低开，深成指在地产股的拉动下走高，早盘涨逾 1.5%，临近午盘权重股发力，沪指翻红收复 2000 点，午后两市再次跳水沪指再创新低，创业板跌逾 2%，尾盘权重股拉升助两市企稳。周三：两市低开后，地产、银行相继发力，沪指翻红成功站上 2000 点，午后权重股下挫，中石化暴跌 7%，沪指再失 2000 点，并跌破前期低点 1984，随后两市触底反弹，窄幅震荡。周四：两市低开高走，受优先股消息刺激，权重股集体反弹，深成指涨逾 1%，创业板涨逾 1.5%，午后以券商为代表的权重股陷入低迷，互联网概念股再次大涨，创业板尾盘拉高。周五：两市低开低走，随后大盘震荡调整，权重股集体表现低迷，大盘走低，沪指跌破 2000 点，随后大盘低位震荡；临近尾盘，在券商、地产的拉动下，权重回升，大盘反弹，沪指重回 2000 点上方。

上周中信一级板块仅食品饮料和房地产上涨，基础化工跌幅最少。食品饮料：食品饮料行业经历了长期的充分调整后，龙头公司的估值已具备一定的吸引力，从全年来看，食品饮料龙头特别是快消品板块龙头的业绩确定性较强，使得食品饮料板块上周称为市场的主要避险品种。房地产：由于两会期间房地产调控问题被淡化，可能预示房地产调控结构性放松存在可能性，加之上周糟糕的进出口数据显示了投资拉动经济的必要性，上周地产板块受到大资金和游资的青睐。基础化工：随着春耕季节的来临，重要的除草剂原料甘氨酸，在采购旺季的需求推动和环保压力带来的减产压力作用下，价格大幅上涨，二乙醚、丁酮等化工品价格也表现强势。

跌幅较大的板块是商贸零售、石油石化和通信。商贸零售：最新数据显示中国二月出口逆差高达 200 亿美元，暴露出实体经济不乐观，上周传出腾讯入股京东的消息，电子商务的快速发展加剧了市场对实体零售的担忧，行业转型迫在眉睫。石油石化：随着两会闭幕，先前受益油气改革预期的石油石化板块也出现了投资热情的消退，市场开始重新评估改革对中石化的潜在影响，近期走弱的国际原油也对板块构成了压力。通信：通信板块的大跌主要受到创业板暴跌的情绪影响，上周深交所理事长表示创业板规则将修订：旨在扩范围降门槛。这些板块前期由于 4G、国家安全等概念的轮番推动，已经累积了较大涨幅，估值压力明显。

二、市场分析

2 月份宏观数据强化经济下行预期。纵观 1-2 月数据，三大需求均超预期回落，经济下行压力加大，经济增长底线面临考验：从信贷数据来看，2 月份新增人民币信贷 6445 亿元，低于 7084 亿元的市场预测均值，显示实体的融资需求较弱；从工业增加值数据来看，1-2 月除了传统的重化工行业回落较大之外，去年表现相对较好的汽车制造业及计算机通信和电子设备制造业也出现了回落，带动工业增加值增速骤降至 8.6%；而社会消费品零售增速亦继续回落至 11.8%的水平，一是房地产销售回落带动的房地产相关产品销售增速回落，如建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类、家用电器和音像器材类，分别回落 12.9、8.3 和 3.6 个百分点；二是汽车销售增速的回落也带动石油及制品类销售的回落；第三是居民收入增速下降，导致必需消费品销售增速也出现了回落。在此背景下，关于国家将适时启动保增长政策，通过保持相对宽松的货币信贷条件、加大基础设施投资来稳定经济增长的呼声日盛。

信用风险攀升，市场风险溢价下降。超日债违约使得市场对信用风险的担忧情绪有所上升，近期天威债暂停上市又进一步加剧这种预期。从相关信用评估公司的评级状况来看，自今年初以来，下调评级的公司已经达到了 43 家，且以评级从 AA 下调到 AA- 的居多，说明违约概率在逐渐攀升。3 月信托、信用债步入到期高峰期，实体经济疲软的背景下，信用风险担忧可能被金融市场放大。信用风险的增加，对于全球大宗商品市场也形成了不利影响：以中国需求和抵押融资为特征的铜和铁矿石的价格出现大跌，显示市场的风险喜好正在经历系统性的下调，需要警惕信用风险带动的蝴蝶效应。

行业配置面临抉择。如果宏观保持不温不火的状态，市场风格会继续偏向新经济，但赢利相比 13 年难度加大：第一，估值起点不同，TMT、医药、食品、环保类成长股 PE (TTM) 已由 13 年初的 30 倍升到 45-50 倍；第二，IPO 重启，成长股的供需关系改变；第三，股票型基金对这些成长股持仓已经从 1 年前的 24% 升至 49% 左右。另一种情形是极端情况如经济增速快速回落、信用风险明显暴露、房价超预期下跌等这些情景出现，引发政府出手托市，此时小盘成长股大跌，而食品、医药、家电等白马稳定增长股有相对收益，目前来看，行业配置正是在面临抉择的阶段。

三、宏观政策跟踪

1、2 月信贷数据低于市场预期，有待进一步观察

人民银行日前公布数据显示，2 月新增人民币信贷 6445 亿元，略低于 7084 亿元的市场预测均值。2 月份除了贷款低于预期外，2 月份委托贷款和信托贷款均不到 1000 亿，明显低于去年的平均水平，显示在监管政策未明朗之前，银行出于监管方面而非信用风险方面的考虑主动压缩了非标业务。

1-2 月份存款合计增长 1.05 万亿，明显低于去年同期水平，跟过去几年同期相比也偏低。此外，值得注意的是，2 月份财政存款增长 4222 亿，也明显超过往年同期水平。财政存款增长一直高于历史同期的主要原因是土地出让金规模较多。今年 1-2 月份全国一二线城市土地出让金规模依然偏高，可能也是导致财政存款增量超预期的主要原因。

1 月份信贷增长较快，导致 1 月份银行存款净减少，不少股份制银行 1 月份贷存比大幅上升，导致信贷投放能力减弱。这也是为何 2 月份信贷投放低于预期的原因。此前市场预期 2 月份信贷增量达到 7000-8000 亿，但实际只有 6445 亿，其中大型国有银行信贷投放量应该不低，可能达到 2800 亿左右，但低于预期的可能主要是股份制银行，因这些银行普遍存在贷存比的约束。

2、两会工作报告获通过，并增加 6 点修订

国务院对政府工作报告进行了反复推敲和认真修改，共修改 16 处。其中，比较重要的修改有 6 处，全部涉及 2014 年重点工作。

具体来说：在“推动重要领域改革取得新突破”中“深化金融体制改革”一段，增加“发展普惠金融”，以使金融改革发展成果更多更好惠及广大人民群众；在“促进农业现代化和农村改革发展”中“积极推进农村改革”一段，增加“培育新型职业农民”，以适应创新农业生产经营方式的需要；在“以创新支撑和引领经济结构优化升级”中“加快科技体制改革”一段，增加“重视科普工作和科学精神建设”，以提高全社会尊重科学、崇尚科学的意识；在“加强教育、卫生、文化等社会建设”中“推动医改向纵深发展”一段，增加“构建和谐医患关系”，以反映群众和社会的期待；在“努力建设生态文明的美好家园”中“出重拳强化污染防治”一段，增加“推广新能源汽车”，以加快新能源汽车产业发展，推进节能减排，促进大气污染防治；在“努力建设生态文明的美好家园”中“推进生态保护与建设”一段，将“探索建立跨区域、跨流域生态补偿机制”改为“推动建立跨区域、跨流域生态补偿机制”，以表明对建立生态补偿机制更加积极的态度。

纵观政府工作报告，今年的重点改革包括行政体制改革、金融改革、财税改革、国企改革，同时在扩大开放、扩大内需、加快城镇化建设、推进农业现代化和农村建设、推进教育卫生文化等社会建设以及生态文明建设等将有所作为，以上涉及的六处修改，对今年的重点改革及工作进行了进一步细化和修改，表明政府对相关工作的重视程度。普惠金融、构建和谐医患关系、推广新能源汽车等将与原来政府工作报告中提及的其他改革和政策一样，将成为今年的重点工作。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行于周二开展 1000 亿元 14 天正回购操作和 1000 亿元 28 天正回购操作，其中 14 天正回购中标利率持平于 3.80%，28 天正回购中标利率持平于 4.00%。并于周四开展 1000 亿元 28 天正回购操作，中标利率持平于 4.00%。上周有 1600 亿元正回购到期，另有 300 亿元国库现金定存到期。上周公开市场操作共净回笼资金 700 亿元，回笼力度较为温和。

由于正回购回笼规模较为温和，资金利率仅有小幅度的上行，资金面整体仍然较为充裕。

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
2014/3/10	1.92	2.36	2.63	4.57	-8	-4	-43	-1
2014/3/11	1.87	2.26	2.30	4.29	-5	-10	-33	-28
2014/3/12	1.90	2.21	2.21	3.87	3	-5	-9	-42
2014/3/13	1.96	2.50	2.28	3.83	6	29	7	-4
2014/3/14	1.88	2.53	2.61	3.87	-8	3	33	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
2014/3/10	1.88	2.30	2.66	4.52	-7	-12	-34	2
2014/3/11	1.83	2.26	2.23	4.13	-5	-4	-43	-39
2014/3/12	1.86	2.23	2.18	3.75	3	-3	-5	-38
2014/3/13	1.91	2.51	2.19	3.63	5	28	0	-12
2014/3/14	1.84	2.60	2.56	3.71	-7	9	37	8

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
2014/3/10	2.86	2.94	3.13	3.80	-4	-2	7	-10
2014/3/11	2.73	2.90	3.11	3.89	-13	-4	-2	9
2014/3/12	2.58	2.66	2.91	3.80	-15	-23	-20	-9
2014/3/13	1.10	2.37	2.76	3.55	-149	-30	-15	-25
2014/3/14	2.76	2.55	2.84	3.56	166	18	8	1

2、一周债券市场

上周债券一级市场实际发行规模为 3020 亿元。利率债方面，上周共发行 16 支利率债，发行规模共 1560 亿元。信用债方面，上周共发行 100 支信用债，总发行规模为 1460 亿元。

二级市场上，由于基本面支撑、资金面宽松、正回购力度温和等因素影响，上周利率债收益率普遍以下行为主。上周企业债收益率走势分化，长期限或低等级收益率下行，其余出现上行。企业债信用利差以扩大为主，但长期限低等级品种信用利差小幅缩窄。

五、行业信息跟踪

1、宁七条出台，地产调控有区域性放松迹象

日前南京市人民政府办公厅下发《市政府办公厅关于进一步加强我市房地产市场管理工作的通知》，对南京房地产市场的管理工作提出了七条意见，简称“宁七条”。此次“宁七条”对于房地产市场的表述，与两会政府工作报告一致，不再提房地产需求调控，把增加住房市场有效供给放在了首位。

具体来说，有效供给分为两个方面，一是中低价位、中小套型住房，二是保障性住房。“宁七条”提出，未来五年全市商品住宅年均用地供应在 500 公顷以上，其中 90 平米以下户型占比要超过 50%；南京市保障房建设一直以来投入力度都比较大，但是，从供地角度来看，住宅用地的计划供应中，保障房用地的供给近年来有下降趋势，同时，计划新开工面积也有下降。“宁七条”提出土地市场竞争价设置最高限价，高出限价仍有竞争的，停止竞价，改为配建保障房面积或保障房建设资金，这既能有效控制土地溢价率的上升传导至房价，同时也能加大保障房的供地量。

除了增加有效供给外，“宁七条”在控制房价过快上涨方面进一步提出了五点建议，主要是规范房企行为，加强价格指导。在“宁七条”后五条管理房价的意见中，值得注意的是“规范开发企业成品住宅的申报指导”，针对以精装修为名义进行不合理提价的行为进行管理。政策方面从两会的情况以及“宁七条”的表述看，进一步出现严厉的房地产调控政策的可能性不大。

2、国务院出台新型城镇化规划

近日，中共中央、国务院印发了《国家新型城镇化规划（2014 年-2020 年）》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻执行。

《规划》要求统筹城市发展的物质资源、信息资源和智力资源利用，推动物联网、云计算、大数据等新一代信息技术创新应用，实现与城市经济社会发展深度融合。强化信息网络、数据中心等信息基础设施建设。促进跨部门、跨行业、跨地区的政务信息共享和业务协同，强化信息资源社会化开发利用，推广智慧化信息应用和新型信息服务，促进城市规划管理信息化、基础设施智能化、公共服务便捷化、产业发展现代化、社会治理精细化。增强城市要害信息系统和关键信息资源的安全保障能力。同时要求继续推进创新城市、智慧城市、低碳城镇试点。加快制定城镇化发展监测评估体系，实施动态监测与跟踪分析，开展规划中期评估和专项监测，推动本规划顺利实施。

在资金配套方面，主要提出了：1) 创新城镇化资金保障机制；2) 完善地方税体系；3) 建立规范透明的城市建设投融资机制。建立健全地方债券发行管理制度和评级制度，允许地方政府发行市政债券，拓宽城市建设融资渠道。创新金融服务和产品，多渠道推动股权融资，提高直接融资比重。发挥现有政策性金融机构的重要作用，研究制定政策性金融专项支持政策，研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构，为城市基础设施和保障性安居工程建设提供规范透明、成本合理、期限匹配的融资服务。理顺市政公用产品和服务价格形成机制，放宽准入，完善监管，制定非公有制企业进入特许经营领域的办法，鼓励社会资本参与城市公用设施投资运营。鼓励公共基金、保险资金等参与项目自身具有稳定收益的城市基础设施项目建设和运营。

《规划》要求 1) 扩大社会保障覆盖面；2) 改善基本医疗卫生条件；3) 强化综合交通运输网络支撑，完善城市群之间综合交通运输网络；4) 完善基本公共服务体系；5) 合理配置教育资源，重点向农村地区倾斜；6) 根据经济社会发展状况和财力水平，逐步提高城镇居民基本公共服务水平，在学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居上持续取得新进展。民生信息化仍是重中之重。

附一：国内主要经济指标

		国内主要经济指标							
		13-Jul	13-Aug	13-Sep	13-Oct	13-Nov	13-Dec	14-Jan	14-Feb
GDP	同比%			7.8			7.7		
PMI	指数	50.3	51	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2
工业增加值	同比%	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7		8.6
社会消费品零售	同比%	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6		11.8
固定资产投资	累计同比%	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6		17.9
出口	同比%	5.1	7.2	-0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	-18.1
进口	同比%	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	10.1
贸易盈余	亿美元	178	285	152	311	338	256	319	-230
CPI	同比%	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0
PPI	同比%	-2.3	-1.6	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-1.6	-2.0
M2	同比%	14.5	14.7	14.2	14.3	14.2	13.6	13.2	13.3
M1	同比%	9.7	9.9	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	6.9
新增贷款	亿元	6999	7113	7870	5061	6246	4825	13200	6445
社会融资总量	亿元	8088	15,700	14,049	8564	12300	12322	25800	9387
外汇占款变动	亿元	-245	273	1,264	4416	3980	2729	4374	
财政收入	同比%	11.0	9.2	13.4	16.2	15.9	14.3	13.0	8.2
财政支出	同比%	-1.8	6.5	10.1	22.0	4.9	20.3	21.3	-10.7
财政收支差额	亿元	2,494	-1,019	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	2575

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。