

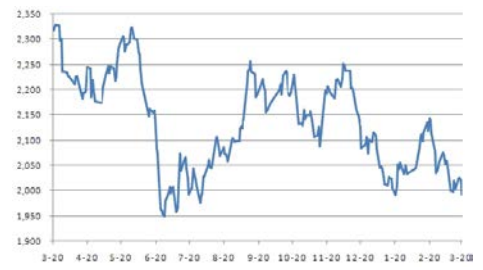
--稳增长预期增强

2014年3月24日

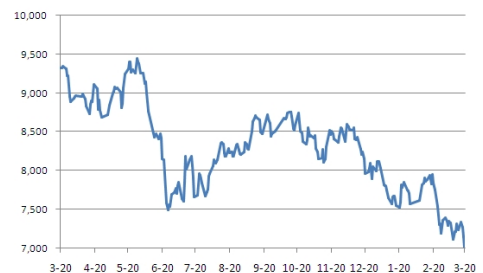
投资要点

- 上周国内 A 股市场呈现底部企稳的态势，上半周市场维持前期的下跌运行趋势，下半周在地产、银行等权重蓝筹股的带动下，大市值股票出现明显反弹，全周风格转换比较剧烈：HS300 指数和创业板指数全周分别上涨 1.44%和下跌-1.0%。
- 宏观经济数据恶化导致稳增长预期出现。继前一个周末国务院出台《国家新型城镇化规划》之后，上周国务院常务会议确定《政府工作报告》重点工作部门分工，强调“向深化改革要动力”；同时两家地产公司发布公告，其非公开发行 A 股股票申请获得证监会通过，市场普遍将这一消息解读为房地产再融资全面开闸的信号；随后，中国证监会召开新闻发布会，正式发布《优先股试点管理办法》。在宏观经济数据呈现恶化的背景下，上述一系列举措导致市场稳增长预期升温。但是，如果缺乏后续催化剂实际的举措，单一上涨逻辑在经济和流动性的大背景下难以走远。
- 信用风险发酵与流动性回缩仍制约中期上行空间。自上周起，人民币兑美元汇率波幅由 1%扩大至 2%并带动了人民币即期汇率的大幅贬值，从周一开盘的 6.15 贬至 6.22；美联储鹰派表态强化了流动性紧张预期，3 月 12-19 日，全球资金流出中概股（含 A 股）20.18 亿美元，大幅高于前周，为 6 年来周度最大流出量；在国内经济差+人民币汇率放开波动区间+美联储回收流动性的叠加效应下，国内流动性紧张问题再度升温，成为影响市场的核心矛盾；信用风险事件仍在发酵，山西最大民营钢企海鑫钢铁陷入 30 亿元债务危机，11 天威债成为首只未获缓冲交易时段、直接暂停上市的债券，霞客环保因公司担保方出现财务危机，贷款银行提前收贷，造成 2.4 亿贷款逾期无法偿还等，信用风险的持续发酵以及流动性的回缩将制约未来市场上行的空间。
- 货币政策性放松（降准）对经济的刺激作用不大。信贷放松将首先满足国有企业、城投公司的需求，而边际生产效率更强的私人部门的帮助极为有限。从而使得每次放松都只能短暂刺激生产，但却会造成更大规模的产能过剩和债务压力。1-2 月份国内经济下行更多表现为总需求的疲弱，但存量债务的压力导致实体经济对于信贷的需求仍然较高，从而导致了“宽银行紧实体”的情况。在这种条件下，降准首先释放的是银行间市场的流动性，但目前的宽松银行间市场利率已经说明了银行体系对于实体经济的谨慎预期，货币政策的传导效率大打折扣。在当前财政政策可能是较好的稳增长的选择，政府完全可以通过减税等方式适当降低实体经济的负担来刺激总需求从而稳增长。

上证指数走势图



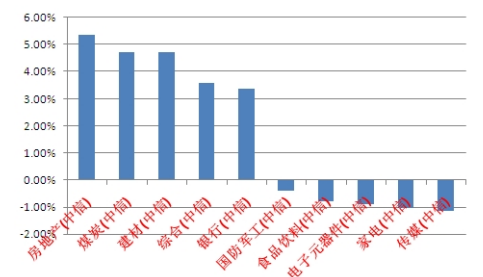
深圳成指走势图



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	2.16%	0.03%	-0.69%	-0.99%	1.69%	2.56%

上周，上证综指涨 2.16%；深证成指涨 0.03%，结束此前四周连跌；中小板指跌 0.69%，连跌五周；创业板指数跌 0.99%。创业板明显跑输主板，二度活跃的持续性未经受住考验。

一周走势回顾：周一，A 股震荡上行，成交量略有放大，创业板表现活跃，计算机、传媒、通信板块领跑，银行、券商板块涨幅较窄；周二，A 股全天企稳在 2000 点上方整理，基本面偏弱压制股指向上空间，权重板块集体低迷，个股表现活跃，市场短期风险偏好回升；周三，A 股全天延续弱势整理格局，盘中 2000 点再受考验，保定本地股异军突起；周四：因经济预期偏弱、资金面趋紧，A 股弱势格局难改，市场悲观情绪蔓延，沪深股指尾盘跳水双双失守整数关口；周五：A 股果断企稳 2000 点并走出报复性上涨行情，一举收复 20 日均线，煤炭、房地产、金融等蓝筹板块集体发力，市场一扫连日来“阴霾”态势，重心上移。

上周中信一级板块涨幅靠前的是房地产、煤炭和建材。房地产：分析认为，对于房地产板块来说，没有利空消息就是利好。目前地产板块估值已经处于低位，再融资放开对于行业以及板块是关键强心剂，行业有望借由资本市场的支持重新打开弹性空间。煤炭：秦皇岛煤炭网数据显示，截至 3 月 18 日，秦皇岛至上海航线 2-3 万吨船舶的煤炭平均运价为 42.3 元/吨，环比上涨 1.1 元/吨，较低点的 26.3 元/吨上涨 16 元/吨，涨幅达 60.84%。建材：近期国务院正式印发《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》，城镇化的加快推进必然带来基础建设的加快，因此上周以水泥为代表的建筑建材板块领涨大盘。其中河北水泥龙头股冀东水泥和金隅股份涨幅居前。

跌幅较大的板块是传媒、家电和电子元器件。家电：近期美的、格力等多家家电巨头发布智能家电产品信息，但分析师对此反应平淡，认为智能家电发展并不成熟，短期难以给企业带来实质性盈利，反而会加大企业成本。电子元器件、传媒：上周深成指、创业板回调，在宏观经济放缓、央行收紧货币政策、蓝筹股估值走低的背景下，以传媒、电子元器件为代表的科技股、概念股的高估值难以维持，因此主力资金开始集体出逃。周四这两个板块资金流出合计 21 亿。

## 二、市场分析

**宏观经济数据恶化导致稳增长预期出现。**继前一个周末国务院出台《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》之后，上周国务院常务会议确定《政府工作报告》重点工作部门分工，强调“向深化改革要动力”；与此同时两家地产公司发布公告，其非公开发行 A 股股票申请获得证监会通过，市场普遍将这一消息解读为房地产再融资全面开闸的信号；随后，中国证监会召开新闻发布会，正式发布《优先股试点管理办法》。在宏观经济数据呈现恶化的背景下，上述一系列的举措导致市场稳增长的预期升温。但是，如果缺乏后续催化剂雨实际的举措，单一上涨逻辑在经济和流动性的大背景下难以走远。

**信用风险发酵与流动性回缩仍制约中期上行空间。**自上周起，人民币兑美元汇率波幅由 1%扩大至 2%并带动了人民币即期汇率的大幅贬值，从周一开盘的 6.15 贬至 6.22，一度贬至 6.23；美联储鹰派表态强化了流动性紧张预期，3 月 12-19 日，全球资金流出中概股（含 A 股）20.18 亿美元，大幅高于前周，为 6 年来周度最大流出量；在国内经济差+人民币汇率放开波动区间+美联储回收流动性的叠加效应下，国内流动性紧张问题再度升温，成为影响市场的核心矛盾；信用风险事件仍在发酵，山西最大民营钢企海鑫钢铁陷入 30 亿元债务危机，11 天威债成为首只未获缓冲交易时段、直接暂停上市的债券，霞客环保因公司担保方出现财务危机，贷款银行提前收贷，造成 2.4 亿贷款逾期无法偿还等，信用风险的持续发酵以及流动性的回缩将制约未来市场上行的空间。

**货币政策性放松（降准）对经济的刺激作用不大。**信贷放松将首先满足国有企业、城投公司的需求，而边际生产效率更强的私人部门的帮助极为有限。从而使得每次放松都只能短暂刺激生产，但却会造成更大规模的产能过剩和债务压力。1-2 月份国内经济下行更多表现为总需求的疲弱，但存量债务的压力导致实体经济对于信贷的需求仍然较高，从而导致了“宽银行紧实体”的情况。在这种条件下，降准首先释放的是银行间市场的流动性，但目前的宽松银行间市场利率已经说明了银行体系对于实体经济的谨慎预期，货币政策的传导效率大打折扣。在当前财政政策可能是较好的稳增长的选择，政府完全可以通过减税等方式适当降低实体经济的负担来刺激总需求从而稳增长。

### 三、宏观政策跟踪

#### 1、央行扩大人民币汇率波动范围

央行日前发布公告，自 2014 年 3 月 17 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1%扩大至 2%。

人民币汇率市场化改革逐步推进，波动幅度也逐步扩大：1994 年人民币汇率浮动幅度是 0.3%，2007 年扩大至 0.5%，2012 年扩大至 1%。当前扩大至 2%，预计未来幅度还将进一步放开，最终实现完全的自由浮动。

从短期形势来看，人民币升值的预期和中外高利差并存的情况下，存在较大的套利空间，催生了套息交易，导致了大量短期资本进入中国，这种短期资本的进入和流出对中国的经济和金融稳定会产生冲击，因此加大汇率波动，能够加大套息交易的风险，从而降低短期资本进入和流出中国的规模。汇率波动扩大，对于实体经济而言也带来一定的挑战：企业面临的汇率风险也相应的增加，这需要相关实体经济加强风险管理，避免由于汇率波动带来的风险。对于那些利润率较低，而中间投入较大的企业来说，汇率波动的影响将是明显的，甚至可能因为汇率波动而损失全部盈利。

#### 2、联储继续推进 QE 退出，加息步调或提前

3 月联储会议声明显示，美联储将继续稳步推进每月削减购债规模 100 亿美元，同时放弃 6.5% 的失业率加息门槛。这意味着 QE 会在今年 9、10 月份完全退出，而结束后 6 个月预计开始加息，也就是说加息最早提前到明年春季到来。整体来看联储对美国经济向好态度坚定，加息道路更偏鹰派。

具体来看，1) 虽然就业市场指标好坏不一，但总的来说表现出前景进一步改善，失业率已接近原定 6.5% 加息门槛。家庭支出和商业固定投资加速增长，但房地产部门的复苏依然缓慢，财政政策对经济抑制作用在消退。目前经济大环境有足够的力量支撑持续改善的劳动力市场，这也是美联储继续缩减 QE 的理由。2) 下调 2014 年失业率预期至 6.1%-6.3%，小幅下调增长与通胀预期各 0.1 个百分点，GDP 增长 2.8%-3.0%，PCE 通胀 1.5%-1.6%。

虽然耶伦表态更偏鹰派，限制性定量指引也被取消，但 2015 年何时真正加息要看经济强弱。放弃原有加息门槛，并不意味着以往声明中阐述的货币政策意图的改变，而旨在阐明失业率降至 6.5% 之后联储政策将如何演变，就业最大化和通胀 2% 依旧是美联储的长期目标。目前即使指标在接近这一目标水平，乐观情况下加息会提前到春季；若经济状况复苏缓慢，可能会使美联储将联邦基金利率继续在低位维持一段时间，0-0.25% 的超低利率依旧是合适的，延迟至秋季加息。

#### 3、优先股管理试点办法正式发布

日前证监会正式发布《优先股试点管理办法》，财政部也同时发布了《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》的通知，对发行和持有的优先股、永续债等金融工具的会计处理进行规范。根据本次发布的正式管理办法来看：

1) 明确发行对象。上市公司可以发行优先股，既可以采用公开发行的方式，也可以采用非公开发行的方式；非上市公众公司只可以非公开发行优先股；三类上市公司可以公开发行优先股。其普通股为上证 50 指数成份股；以公开发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司；以减少注册资本为目的回购普通股的，可以公开发行优先股作为支付手段，或者在回购方案实施完毕后，可公开发行不超过回购减资总额的优先股。

2) 发行条件相对放宽。如上市公司非公开发行优先股，不再要求连续三年盈利，但需要满足“最近三个会计年度实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息”。

3) 由于投资者担心可转换优先股形成新的“大小非”，因此《管理办法》删除了关于可转换优先股的条款。

4) 进一步简化非公开发行优先股审批程序。非公开发行也可以采用储架发行——可以一次核准，分次发行。

总体来看，此次优先股试点属于偏中性的措施，为部分企业的融资提供多元化工具，有助于吸引养老机构等长期投资者入市。但在利率市场化大背景下，“不能转换普通股的优先股”或者“发行优先股回购普通股”的模式不可能大规模铺开。

## 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 28 天正回购操作，中标利率持平于 4.00%。并于周四开展 260 亿元 28 天正回购操作，中标利率持平于 4.00%。上周有 780 亿元正回购到期，无国库现金定存到期。公开市场操作共净回笼资金 480 亿元。回笼力度较为温和。从周四央行正回购操作规模大幅下降来看，说明货币政策并不倾向快速收紧资金。

上周周一至周二资金宽松，从周三开始发生逆转，资金融出机构的融出意愿明显降低。以银行间市场为例，隔夜回购利率从上周五的 1.84% 上升到本周五的 2.49%，升幅 65BP，7 天期回购利率从 2.59% 上升到 3.57%，升幅为 98BP，14 天期回购利率从 2.55% 上升到 3.80%，升幅将近 125BP。

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
2014/3/17	1.87	2.67	2.70	3.94	-1	14	9	7
2014/3/18	2.05	2.88	2.88	4.02	18	21	18	8
2014/3/19	2.80	3.42	3.80	4.41	75	54	92	39
2014/3/20	3.01	3.47	3.64	4.62	21	5	-16	21
2014/3/21	2.50	3.60	3.78	4.90	-51	13	14	28

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
2014/3/17	1.86	2.66	2.66	3.80	2	6	11	9
2014/3/18	2.06	2.89	2.87	4.10	20	23	21	30
2014/3/19	2.82	3.46	3.79	4.49	76	57	92	40
2014/3/20	3.01	3.50	3.79	4.66	19	4	0	17
2014/3/21	2.49	3.57	3.80	5.06	-53	7	2	40

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
2014/3/17	2.78	2.87	3.16	3.69	2	32	32	12
2014/3/18	2.75	2.97	3.44	3.90	-3	10	28	22
2014/3/19	3.29	3.28	3.90	4.03	54	31	46	13
2014/3/20	1.80	3.60	3.95	4.16	-149	32	4	13
2014/3/21	4.70	3.76	4.04	4.24	290	16	10	8

### 2、一周债券市场

上周债券一级市场实际发行规模为 2744 亿元。利率债方面，共发行 15 只利率债，发行规模共 1080 亿元，与上周基本持平。信用债方面，上周共发行信用债 113 支（含定向工具），总发行规模为 1664 亿元。上周非金融企业短融、中票和企业债发行规模继续维持高位。

上周银行间现券交易量约 7,558 亿元；回购总金额约 37,639 亿元。

上周在流动性逐渐收紧的影响下，收益曲线以上行为主。其中国债的收益率上行明显，3 年期国债收益率升幅最大为 16BP，目前处在 3.84% 的位置；国开债收益率方面，1 年期国开债收益率升

幅最大为 24BP，目前达到 4.81% 的位置。信用债收益率曲线也有明显上行，短端收益率上行幅度较大，中长端上行幅度略小，短端信用利差扩大较为明显。

## 五、行业信息跟踪

### 1、政府明确 55 项重点工作落实推进

日前中共中央、国务院召开会议，会议包含两部分主要内容：一是确定《政府工作报告》重点工作部门分工，二是落实不得新建政府性楼堂馆所的措施。此次会议释放出较强的稳增长信号。

1) 会议认为目前的经济形势“错综复杂”，因此要求“加强分析研判，及时发现苗头性、倾向性问题，切实防范化解各类风险”。上一次总理说到“苗头性、倾向性问题”的时候，是在去年 7 月 16 日经济形势座谈会上。当时正处在 6 月钱荒刚刚结束，经济增长明显走弱的时候。那次会议之后不久，经济增速就因为稳增长政策的加码而重新加速。

2) 会议要求“抓紧出台已确定的扩内需、稳增长措施”，通过财政资金的及时拨付来加快重点投资项目的进度，并落实保障性安居工程建设任务。

稳增长存量提速，经济有望在上下限区间运行，有助于重树市场信心。

### 2、央行下发支付机构网络支付业务管理办法，规范网络支付行为

央行向第三方支付企业下发《支付机构网络支付业务管理办法》、《手机支付业务发展指导意见》草案，该草案中个人支付账户转账单笔不超过 1000 元，年累计不能超过 1 万元：

1) 央行主要是为了控制支付的安全性和合规性，但较 12 年 1 月下发的版本过分严厉（当时的版本是：个人支付账户单笔收付金额超过 1 万元，个人客户开立的所有支付账户月收付金额累计超过 5 万元或资金余额连续 10 天超过 5000 元的，支付机构还应留存个人客户的有效身份证件复印件或者影印件。）

2) 该草案仍在征求意见，限额对电子商务和第三方支付打击很大，预计仍需在安全性和便捷性上与第三方支付机构协商，未来正式方案较该版本在额度上可能有所放松；

3) 支付对互联网金融的各类产品来说是基础，如果以现有版本推行，将大大限制余额宝类货币基金，转账支付也将回归银行线下模式，也将降低互联网金融对利率市场化的推进速度，降低对银行体系的冲击。



### 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

## 附二：一周消息面汇总

### 利好：

1. 国务院正式印发《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》。
2. 自3月中旬开始，食药监总局在全国开展为期5个月的医疗器械专项整治。
3. 贵州国企改革：将茅台集团发展为“产融结合的多元化控股集团”。
4. 205家公司发布一季度业绩预告逾六成预喜。
5. 房企再融资开闸 中茵股份和天保基建定增过会。

### 利空：

1. 沪深两市上周限售股解禁市值逾234亿人民币。
2. 央行将有可能将正式出台文件规范互联网金融。
3. 扩幅首日人民币尾盘急跌279个基点。
4. 兴润置业资金链断裂24亿银行贷款涉险。
5. 一季度钢铁业效益或创15年最差。

## 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。