

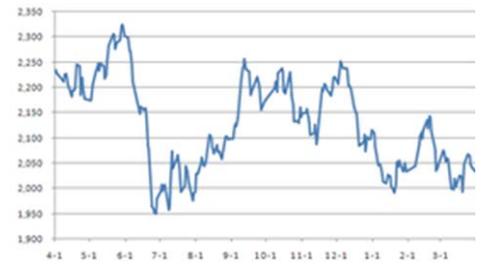
--稳增长尚在口头阶段

2014 年 3 月 31 日

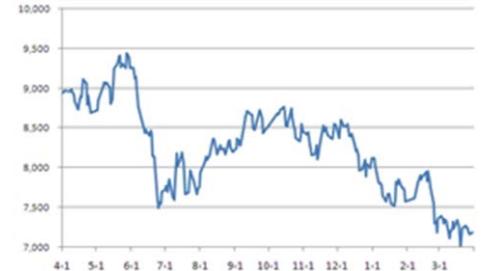
投资要点

- 上周 A 股市场风格分化剧烈：沪深 300 上周微跌 0.32%，中小板和创业板指数分别下跌 3.98% 和 6.29%。导致出现风格分化的主要原因，在于市场对于政府“稳增长”预期的提升：在陆续发布的宏观数据背景下，地产融资放松、优先股制度发布、财政投入加大等系列举措，使得未来财政扶持力度加强的可能性显著提升；而 IPO 重启时点的临近，以及部分中小市值行业年报、季报数据不达预期，使得小市值个股短期内面临较大的回调压力。从行业表现来看，地产、银行、交运等稳增长受益的板块领跑市场，钢铁、建筑建材等行业在地产产业链的带动下出现了一定程度的反弹；而去年表现优异的计算机、通信、国防军工等板块则出现了较为明显的估值调整，资金在行业之间再配置的迹象明显。
- 存量博弈的迹象愈发明显。从过去一段时间市场表现来看，基金、保险等机构重仓的中等市值白马股被抛售，资金被迫转移至“两端”，一是流通市值在 50 亿元以内，基金、保险等难以入池的小股票：统计数据显示，自 2 月 20 日以来涨幅在 30% 的个股有 92 只，平均流通市值不到 40 亿元；二是大市值蓝筹股，即机构轻仓的品种。年初以来资金从大市值-小市值-传统周期大市值的连续切换，一方面说明市场对于改革与传统的理念博弈始终在纠结，另一方面显示市场缺乏持续长期的热点来稳定资金配置。
- 市场对于业绩确定性的关注度攀升。从近期高频经济数据来看，1 季度经济不甚乐观已成市场共识。政府在近期也释放了一定“保底线”的信号，但整体保底政策的结构和之前有较大的区别，市场化、产业及财政政策是本次保底线的主要抓手。从政策层面上来看，近期货币（汇率）政策依然没有松动，在流动性没有实质性放松的情况下，财政、地产等方面的托底政策，恐难改变信用风险溢价上升的格局；另一方面，“炒作故事、炒作市值”阶段后带来的新兴产业估值高企，导致市场资金的风险意识强化，因此资产配置逻辑将从追求收益，转向寻找确定性。
- “改革”与“救火”的轮番 PK 行情。旧模式的弊端明显深入人心，因此不必对大规模放松给予太多希望，金融问题代替经济增长问题成为市场核心矛盾，“QE 退出大周期+人民币贬值+信用风险暴露叠加的负面冲击”与“市场化改革红利的持续释放形成正向催化”将在未来轮番交替成为主要市场特征，市场整体指数向上没动力，向下空间亦相对有限。综合考虑资金博弈、业绩估值、市值结构、短期事件驱动等要素，未来消费升级和政策驱动等确定性较强的行业可能是下一阶段市场重点关注的方向。

上证指数走势图



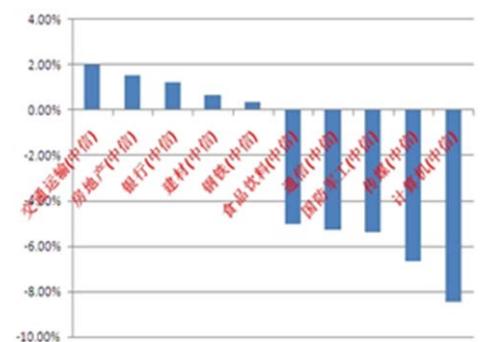
深圳成指走势图



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	IF1404
涨跌幅	-0.29%	-1.05%	-3.98%	-6.29%	-0.32%	-0.41%

上证综指报 2041.71 点，周跌 0.29%；深证成指报 7165.57 点，周跌 1.05%，中小板指数周跌 3.98%，连跌六周；创业板指数周跌 6.29%，连续三周下挫且创去年 12 月 6 日以来最大周跌幅。

一周走势回顾：周一：A 股总体呈现单边上行态势，在四大利好支撑下反弹近 1%，站上 60 日均线，市场重心上移价值回归。房地产、钢铁板块领跑，创业板表现依旧不振，下跌 1.6%。周二：A 股全天呈现盘整格局，成交量环比缩减，权重板块低迷，谨慎气氛有所抬头。上海本地股接力政策红利下的主题投资，国资重组、自贸区概念“两翼齐飞”。周三：A 股全天呈现弱势修复格局，多空纠结 60 日均线上方，量能不足制约板块轮动。传媒、医药板块表现突出，房地产、煤炭、酒类等板块表现不振，创业板趁机反弹，大涨 1.6%。周四：A 股震荡回落击穿 60 日均线，传媒板块深跌，银行、房地产板块逆市造好，资金炒地图热情不减。上证综指跌 0.83%，深证成指跌 0.98%；中小板指收盘跌 2%，创业板遭遇重挫 3.5%。周五：A 股连续第三日震荡收低，盘中走势反复。汽车、银行、港口等蓝筹股表现抗跌，逆势飘红；医疗保健、网络游戏、网络安全、冷链物流、环保等题材概念股重挫，拖累创业板指再度大跌。

上周中信一级板块涨幅靠前的是交通运输、房地产和银行。交通运输：京津冀协同发展相关自贸区规划有望近期出台，京唐港和曹妃甸等河北当地的港口、交通、物流企业可能享受诸多政策红利。房地产：26 日出台的《河北省关于推进新型城镇化的意见》明确将落实京津冀协同发展国家战略，强化石家庄、唐山在京津冀区域中的两翼辐射带动功能，地产板块受此消息提振。银行：银行股在《优先股管理办法》推动下迎来久违的大涨，证监会与银监会已就优先股补充资本进行了协商，银行业优先股补充资本的日程表已呈现。上周五家上市银行公布年报，均有一定幅度的利润增长。

跌幅较大的板块是计算机、传媒和国防军工。计算机：经过去年的大涨，计算机板块估值较高，资金近期以净流出为主，板块内的物联网、4G 概念、手机游戏等概念股跌幅居前。传媒：受估值较高，及创业板大幅下调的拖累，创业板跌幅靠前，资金大幅流出。军工：军工行业也受到估值较高和创业板大跌的拖累，另外近期汇率变化和宏观经济数据的利空也导致部分企业盈利波动加大。

二、市场分析

存量博弈的迹象愈发明显。从过去一段时间市场表现来看，基金、保险等机构重仓的中等市值白马股被抛售，资金被迫转移至“两端”，一是流通市值在 50 亿元以内，基金、保险等难以入池的小股票：统计数据显示，自 2 月 20 日以来涨幅在 30% 的个股有 92 只，平均流通市值不到 40 亿元；二是大市值蓝筹股，即机构轻仓的品种。市场存量资金博弈的迹象愈发明显，年初以来资金从大市值-小市值-传统周期大市值的连续切换，一方面说明市场对于改革与传统的理念博弈始终在纠结，另一方面显示市场缺乏持续长期的热点来稳定资金配置。

市场对于业绩确定性的关注度显著攀升。从近期一些高频经济数据来看，1 季度经济数据不甚乐观已成市场共识，甚至企业有出现被动补库存的现象。政府在近期也释放了一定“保底线”的信号，但整体保底政策的结构和之前有较大的区别，市场化、产业及财政政策是本次保底线的主要抓手。从政策层面上来看，近期货币（汇率）政策依然没有松动，在流动性没有实质性放松的情况下，财政、地产等方面的托底政策，恐难改变信用风险溢价上升的格局；另一方面，“炒作故事、炒作市值”阶段后带来的新兴产业估值高企，导致市场资金的风险意识强化，因此资产配置逻辑将从追求收益，转向寻找确定性。

“改革”与“救火”的轮番 PK 行情。旧模式的弊端明显深入人心，因此不必给予大规模的放松太多希望，金融问题代替经济增长问题成为市场核心矛盾，“QE 退出大周期+人民币贬值+信用风险暴露叠加的负面冲击”与“市场化改革红利的持续释放所形成的正向催化”将在未来轮番交替成为主要市场特征，市场整体指数向上没动力，向下空间亦相对有限。综合考虑资金博弈、业绩估值、市值结构、短期事件驱动等要素，未来消费升级和政策驱动等确定性较强的行业可能是下一阶段市场重点关注的方向。

三、宏观政策跟踪

1、汇丰 PMI 继续显示较弱的宏观环境

近期公布的 3 月汇丰中国制造业采购经理人指数初值为 48.1%，较 2014 年 02 月终值环比下降 0.4 个百分点，录得 8 个月来最低值 48.1%，进一步揭示经济增速的放缓。历史上 3 月份的 PMI 一般由于企业基本恢复生产和即将进入工业旺季而呈现正增长，历史同期值平均较 2 月份上涨约 0.5 个百分点，因此本次下跌远超历史均值。

从分项指数看，新订单指数和产出指数均于荣枯线下方反季节性回落反映内需趋冷，而两项库存指数均升反映企业去库存压力上升，两项价格指数大幅下挫反映供需关系进一步弱化。值得注意的是，3 月汇丰 PMI 产出和投入价格指数在萎缩区间继续大幅下挫，分别下降 4.2 和 5.0 个百分点至 40.8% 和 41.8%，PMI 价格指数大幅下降反映供需关系进一步弱化，预计 3 月 PPI 环比难以改善。

3 月汇丰 PMI 就业指数初值较上月回升 2.2 个百分点至 5 个月高位的 49.4%，回到 48 的临界值上方，“保就业”压力或有所下降。企业恢复生产使得就业指数回升，或有助于降低“保就业”压力，但由于就业状况滞后于经济变化，我们仍需关注其下一步走向。

整体看，主要发达国家 QE 退出致负债端压力上升，今年流动性最好的时点或已过去，非标资产收缩等也已在实体经济层面发酵，同时出口回升受制于去年同期虚假贸易带来的高基数，总需求或进一步回落，一季度 GDP 难保 7.5%。在保就业压力下降前提下，受制于产能过剩，总量稳增长政策仍难以出台，政府近一两周出台的政策举措，包括新型城镇化规划、铁路投资及优先股等实际上已经在布局结构性改革，基建投资或在改革元年发挥稳增长作用。

2、国务院印发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》

推进企业兼并重组是推动工业转型升级、加快转变发展方式的重要举措，是目前我国化解产能过剩的四大举措之一。为推进行业兼并重组，我国在近年已经发布了一系列相关政策，包括《国务院关于促进企业兼并重组的意见》、《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》。但受制于审批多、融资难、负担重、服务体系不健全、体制机制不完善、跨地区跨所有制兼并重组困难等问题，行业兼并重组推进缓慢。国务院新发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》重点着眼于优化政策环境，破除体制障碍，凸显推进兼并重组决心。

《意见》提出七条支持政策，涵盖审批、金融、财税、土地管理和职工安置、产业政策、政府职能、民资准入等七个方面。具体包括，第一，加快推进审批制度改革。系统梳理相关审批事项，缩小审批范围，取消下放部分审批事项，优化企业兼并重组审批流程，简化相关证照变更手续。第二，改善金融服务。优化信贷融资服务，丰富企业兼并重组融资渠道和支付方式，完善资本市场，发挥资本市场作用。第三，落实和完善财税政策。完善企业所得税、土地增值税政策，扩大特殊性税务处理政策的适用范围，落实增值税、营业税等优惠政策，加大财政资金投入。第四，完善土地管理和职工安置政策。完善土地使用优惠政策，加快办理相关土地转让、变更等手续，做好兼并重组企业职工安置工作，对有效稳定职工队伍的企业给予稳定岗位补贴。第五，加强产业政策引导。发挥产业政策作用，促进强强联合，鼓励跨国并购，加强重组整合。第六，加强政府服务和管理。推进服务体系建设，建立统计监测制度，规范企业兼并重组行为。第七，健全企业兼并重组的体制机制。充分发挥市场机制作用，消除跨地区兼并重组障碍，放宽民营资本市场准入，深化国有企业改革。

相比以往政策，新意见提出的政策更具体、更具有操作性，尤其是在去行政化和金融支持力度两方面更加突出。新《意见》更多地指向了行政审批，比如缩小或取消审批范围；取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责；取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批；对上市公司要约收购义务豁免的部分情形取消审批；地方国有股东所持上市公司股份的转让，下放地方政府审批。经验表明，产业并购重组离不开金融支持。为推进兼并重组，2013 年底我国已经加大了金融支持改革力度。比如银监会提出并购贷款期限由 5 年延长至 7 年，并鼓励采取银团贷款方式、运

用信托计划、委托贷款等方式扩大兼并重组资金来源；证监会也实施并购重组分道制审核制度，对符合标准的申请施行豁免或快速审核。

根据 2014 年政府工作报告和相关部委 2014 年工作部署会议精神，相关部委目前重点支持兼并重组的行业主要集中在钢铁、水泥、船舶、光伏、婴幼儿配方乳粉、稀土、文化等行业。其次，受益于国企改革，允许民间资本通过混合所有制经济形势进入电力、石油、汽车等国企高度垄断的行业和领域，这将带来相关行业国企和民企兼并重组的机会。综合分析，我们预计 2014 年兼并重组可能重点集中在钢铁、稀土、光伏、婴幼儿配方乳、文化、医药、汽车等行业。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行于周二开展 460 亿元 28 天正回购操作，中标利率持平于 4.00%。并于周四开展 320 亿元 14 天正回购和 200 亿元 28 天正回购，中标利率分别持平于 3.80%和 4.00%。上周公开市场操作共净回笼资金 980 亿元。是春节后连续第 7 周净回笼，正回购力度加大。

受央行正回购量增、季末因素等的影响，上周资金利率以持续上行为主。

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
2014/3/24	2.50	3.58	3.82	5.15	0	-2	4	25
2014/3/25	2.50	3.63	4.06	5.13	0	5	24	-2
2014/3/26	2.52	3.87	4.53	4.84	2	24	47	-29
2014/3/27	2.66	4.81	5.16	4.94	14	94	63	10
2014/3/28	2.75	4.17	5.46	4.77	9	-64	30	-17

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
2014/3/24	2.48	3.58	3.88	5.20	-1	1	8	14
2014/3/25	2.50	3.64	4.15	4.94	2	6	26	-27
2014/3/26	2.51	3.89	4.68	4.74	1	25	53	-20
2014/3/27	2.65	4.84	5.26	4.87	14	95	58	13
2014/3/28	2.74	4.22	5.47	4.63	10	-62	21	-24

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
2014/3/24	4.34	4.60	4.60	4.48	-36	84	56	24
2014/3/25	3.80	4.70	4.42	4.43	-54	10	-18	-5
2014/3/26	3.94	4.32	4.18	4.21	14	-38	-24	-21
2014/3/27	2.87	4.71	4.45	4.24	-107	39	27	2
2014/3/28	12.04	5.60	4.86	4.51	917	89	41	27

2、债券一级市场

上周债券一级市场计划发行规模为 1530 亿元。

利率债方面，上周共发行 15 支利率债，发行规模共 780 亿元，较前一周有所下降。其中包括 8 支农发债和 7 支国开债。周一发行的农发行 3/5/7/10 年期固息债中标利率分别在 5.20%/5.36%/5.39%/5.50%，发行规模分别为 60/60/40/40 亿元。周二发行的国开行 1/3/5/7/10 年期固息债中标利率分别在 4.74%/5.21%/5.42%/5.55%/5.62%，发行规模分别为 50/60/60/70/60 亿元。周四发行的农发行 1/3/5/7 年期固息债中标利率分别在 4.77%/5.25%/5.44%/5.55%，发行规模分别为 40/60/60/40 亿元。周五发行的国开债 3/7 年期固息债中标利率分别在 5.23%/5.57%，发行规模分别为 40/40 亿元。

信用债方面，上周共发行 68 支信用债，发行规模共 750 亿元。其中，发行 12 支企业债，主体

评级分布在 AA-至 AAA，票面利率分布在 6.68%至 8.60%。发行 2 支公司债，主体评级分别为 AA/AA+，票面利率分别为 7.35%/6.20%。发行 15 支中票，主体评级分布在 AA-至 AAA，票面利率分布在 6.05%至 8.60%。发行 39 支短融，主体评级分布在 A+至 AAA，票面利率分布在 5.19%至 9.50%。

上周未发生发行人主体评级、债券债项评级的变更。

3、债券二级市场

上周银行间现券交易量约 6,832 亿元；回购总金额约 40,396 亿元。其中银行间市场国债成交约 1,130 亿元；地方政府债成交约 8 亿元；央票成交约 57 亿元；金融债成交约 2,816 亿元；企业债成交约 854 亿元；中票成交约 922 亿元；短融成交约 995 亿元；政府支持机构债成交约 50 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。其中各期限金融债收益率普遍上行，国债短端下行，长端维稳。收益率整体上涨。各信用级别短融、中票和企业债收益率总体上涨，但短期限品种有所下降。从交易场所看，交易所信用债较银行间市场信用债的收益率上行相对明显，或与中证登调整主体 AA 级展望为负面债券的折扣系数政策有关。

五、行业信息跟踪

1、杭州加入汽车限牌行列

3月25日，杭州市发布了《杭州市小客车总量调控管理暂行规定（征求意见稿）》，宣布自26日零时起杭州市执行小客车限牌政策，另外5月5日起将对已经实施两年的错峰限行进行调整。自此，杭州成为继上海、北京、贵阳、广州、石家庄、天津之后的国内第七个实施汽车限购的城市。

杭州市限牌政策为：增量指标以12个月为一个配置周期。每个周期配置额度为8万个，按月度分配，并不得跨周期配置。增量指标按照8:2的比例配置，即：每个配置周期内，以摇号方式配置的增量指标为6.4万个，以竞价方式配置的增量指标为1.6万个。单位增量指标占配置额度的12%，个人占88%。

1、对行业整体销量影响不大。截至2014年2月，杭州机动车保有量约为260万辆，13年净增约27.6万辆。按照汽车占机动车比例约80%估算，预计杭州13年汽车销量约22万辆。按照限牌政策，预计14年杭州汽车总销量约11.5万辆（4-12月总发牌量为6万个，前3月按每月平均销量1.8万辆计算）。由此，杭州市14年销量将减少约10万辆，仅占13年乘用车销量的0.56%，对行业整体销量影响不大，但对区域经销商等会产生一定的影响。

2、新能源汽车不受限牌影响，继续坚定看好。与北京、上海等诸多城市一样，杭州限牌也不针对新能源汽车，这也将对新能源汽车推广构成利好。

2、稳增长：铁路相关改革提速

2014年1~2月，国内铁路机车产量70辆，同比下降48.5%；铁路客车产量381辆，同比下降49.3%；铁路货车产量3598辆，同比下降49.7%。

铁路土地改革提速。据悉，铁路土地综合开发方案目前已上报国务院，该方案是由国土部、发改委及中国铁路总公司共同研究制定的，大概内容为引入民资、社会资本参与铁路的投资建设，共同分享铁路沿线土地的增值收益。近期国土部和国家发改委已经达成一项研究共识，即采用“轨道交通+土地开发”的模式，通过市场化机制引入轨道交通投资和建设企业，让其参与修路的同时，分享轨道沿线的一部分土地增值收益，来降低政府建设和运营轨道的资金压力，实现政府与企业的双赢。这类项目被命名为“铁路城镇综合体”。

国务院释放稳增长信号，“铁公基”或担纲投资主力。日前召开的国务院常务会议强调，抓紧出台已确定的扩内需、稳增长措施。当前各地已打响投资“攻坚战”，加大保障性安居工程、农业、重大水利、中西部铁路、节能环保、社会事业等领域投资力度。

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. 中国证券报：京津冀协同发展相关自贸区规划有望近期出台。
2. 3月21日，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》。
3. 地方国资改革风起云涌 六区域概念股现投资机会。
4. 国务院六举措促进资本市场健康发展。
5. 湖南推“国企改革30条”部分国企员工可持股。

利空：

1. 证监会宣布推进创业板市场改革，财务门槛大幅降低。
2. 超日债违约敲响警钟 债市监管兜底思路正转变。
3. 3月汇丰中国制造业PMI初值创8个月新低。
4. 证监会同意上交所在自贸区设国际金融资产交易平台。
5. 传本周将开展IPO系统测试 最快4月重启。

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。