

市场研究周报

市场周报

市场动态

市场分析

--短期难以摆脱疲弱态势

2014 年 3 月 10 日

投资要点

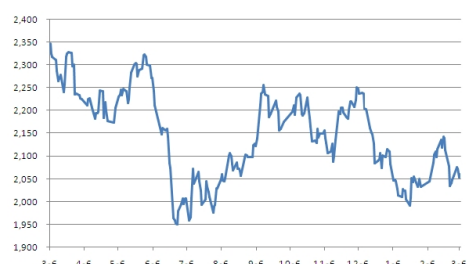
●两会无疑是近期推动市场结构性表现的重要因素，典型的例子就是，政府工作报告中提出的针对不同城市情况对于房地产市场进行分类调控的说法，给予市场放松地产管制的信号，引发了地产板块在上周四短暂的大幅度反弹。与此同时，2 月份宏观数据的陆续披露，进一步验证了市场对于宏观经济下行的基本判断，传统板块继续承压。从行业表现来看，市场的防御心态迅速增强，年初以来调整幅度较大的食品饮料、日用品等必需消费品行业在上周表现突出（以白酒、食品、医药行业中的蓝筹品种），稳定增长的行业获得青睐，显示出较强的弱市防守心态；跌幅榜上依然是与宏观景气相关度较高的煤炭、电力、银行等板块。

● 信用债到期高峰导致风险暴露预期加强。3 月后信托、信用债（尤其是城投债）步入到期高峰期，从近期银行停房贷、房价下跌、钢贸商遭追贷等事件看，实体经济疲软的背景下，信用风险担忧可能被市场强化。超日债未能准时支付全额利息这一事件，尽管不是本金违约，但投资者会更关注企业层面的信用风险。随着业绩披露期的到来，评级机构随后将对企业信用评级进行一系列的调整，因此，继中诚信托、吉林信托等矿产信托带来的第一波信用冲击后，企业债后续可能会带来新一轮的信用冲击。叠加人民币贬值、IPO 可能重启等，市场风险偏好会下降，近期国债收益率降幅明显，一定程度上反映资金配置已经在追求安全化。

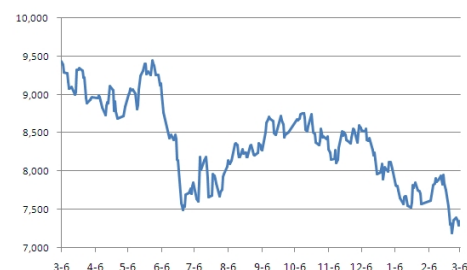
● 强化监管，事件性刺激降温。年初滴滴和快的价格战、微信红包、各类宝等事件，刺激了互联网及触网类热点频出。近期，证监会表示正在研究货币市场基金风险管理和互联网销售基金监管的有关规定；国金证券推出互联网券商创新产品‘佣金宝’后，传四川省证券期货业协会近日召开临时会议，要求监管部门对‘佣金宝’的合规合法进行调查；在滴滴打车和快的打车软件在申城酣战正欢时，上海交港局两度约谈两家打的软件公司，随后发布公告对打车软件行业进行合规管理。新技术应用和改革是循序渐进式前进的，短期内刺激行情的主题性事件明显降温。

● 宏观数据依然疲弱。一方面，政府工作报告中提出的 14 年宏观经济数据目标（GDP 7.5%，CPI 3.5%，M2 13%）均未超出市场预期，但从构成 GDP 的分项目标来看，固定资产投资、工业增加值、进出口等主要分项增速目标全部下调，表明政府对经济下滑的容忍程度要高于 2013 年，不下调 7.5% 目标的核心意图还是为了稳定市场信心，防止紧缩预期自我实现；另一方面，陆续公布的 CPI、中采 PMI 等指标均显示，经济仍然处于下滑的通道中。

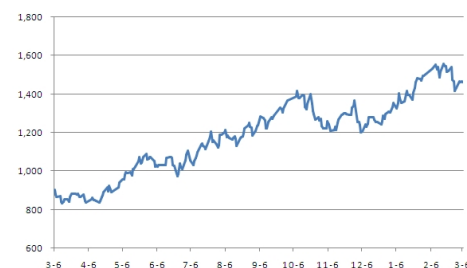
上证指数走势图



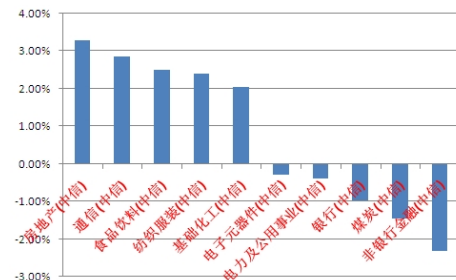
深圳成指走势图



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%

上周 A 股市场进入两会期间，经历了上周的调整后，市场风险情绪有所释放，上周改革红利预期再次吸引了市场的投资热情，创业板在互联网、智能概念、医疗器械等成长股的带领下上周上涨 1.93%。

周一：受“两会”影响，国企改革概念股出现大幅上涨，多股涨停。午后次新股爆发，创业板随之涨逾 1.5%，金融股表现低迷，拖累了两市整体涨幅。周二：两市早盘震荡走低，国家安全、银行等板块跌幅居前，盘中两桶油拖累大盘出现杀跌，午后自贸区、土地流转等概念股崛起，沪指收盘微跌。周三：两市小幅高开后，沪指弱势走低翻绿，石油、银行、有色等权重板块持续低迷，严重抑制市场反弹空间，水利、煤炭等板块盘中崛起，不过金融股再度砸盘，两市收低。周四：两市小幅低开后短暂翻红，随后在石油煤炭等权重股拖累下跳水，临近午盘，权重股企稳，大盘快速翻红，午后地产股大涨，助沪指红盘报收。周五：早盘石油、有色等权重发力，带动沪指快速上扬涨近 1%；随后券商、银行开始杀跌，带动大盘一路下挫，午后石油等板块也转跌，但临近尾盘，沪指止跌反弹。

上周中信一级板块涨幅靠前的是房地产、通信和食品饮料。房地产：数据显示北上广深前两月土地出让金同比增 84%。另外两会期间有关房地产调控政策的靴子落地，并无新政出台，显示两会对房地产调控概念淡化态度明显。另外，万科 2013 年实现净利润 151.2 亿元，同比增长 20.5%。并再次刷新中国及全球企业房地产业务年销售额历史纪录。通信：三大运营商预计今年将建 50 万个 LTE 基站，同比增长 100%，4G 板块第二波业绩释放行情即将启动。近期国家网络安全与信息化领导小组成立，网络安全成国家战略也对通信行业构成利好。食品饮料：白酒的估值修复得到市场的认可，从节后白酒市场行情看，茅台酒的价格坚挺超出市场预期，近期股市的大跌提升了投资者的风险偏好，PE 不足 20 倍的白酒龙头开始受资金关注。

跌幅较大的板块是非银行金融、煤炭和银行。非银行金融：券商板块领跌，虽然“佣金宝”风波平息，但是证券业协会近期发布《证券公司全面风险管理规范》和《证券公司流动性风险管理指引》，行业风控要求全面升级，资本金需求压力进一步增加，券商行业再迎利空。煤炭：三月份随着天气回暖，电煤旺季结束，加之行业需求今年以来持续疲软，旺季不旺，预计动力煤价格将再次迎来下调压力。银行：上周央行周二周四再次正回购回收市场流动性，李克强总理在两会报告中提到继续推进利率市场化改革，促进互联网金融健康发展。表明了政府明确鼓励利率市场化和互联网金融发展的态度。

二、市场分析

信用债到期高峰导致风险暴露预期加强。3 月后信托、信用债（尤其是城投债）步入到期高峰期，从近期银行停房贷、房价下跌、钢贸商遭追贷等事件看，实体经济疲软的背景下，信用风险担忧可能被市场强化。而超日债未能准时支付全额利息这一事件，尽管不是本金违约，但使得投资者会更加关注企业层面的信用风险。随着业绩披露期的到来，评级机构随后将对企业信用评级进行一系列的调整，因此，继中诚信托、吉林信托等矿产信托带来的第一波信用冲击之后，企业债后续可能会带来新一轮的信用冲击。叠加人民币贬值、IPO 可能重启等，市场风险偏好会下降，近期国债收益率降幅明显，一定程度上反映资金配置已经在追求安全化。

强化监管，事件性刺激降温。年初滴滴和快的价格战、微信红包、各类宝等等事件，刺激了互联网及触网类热点频出。近期，证监会新闻发言人表示正在研究货币市场基金风险管理和互联网销售基金监管的有关规定；国金证券推出互联网券商创新产品‘佣金宝’后，传四川省证券期货业协会近日召开临时会议，要求监管部门对‘佣金宝’的合规合法进行调查；在滴滴打车和快的打车软件在申城酣战正欢时，上海交港局两度约谈两家打的软件公司，随后发布公告对打车软件行业进行合规管理。新技术应用和改革是循序渐进式前进的，短期内刺激行情的主题性事件明显降温。

宏观数据依然疲弱。一方面，政府工作报告中提出的 2014 年宏观经济数据目标（GDP 7.5%，CPI 3.5%，M2 13%）均未超出市场预期，但从构成 GDP 的分项目标来看，固定资产投资、工业增加值、进出口等主要分项增速目标全部下调，表明政府对经济下滑的容忍程度要高于 2013 年，不下调 7.5%目标的核心意图还是为了稳定市场信心，防止紧缩预期自我实现；另一方面，陆续公布的 CPI、中采 PMI 等指标均显示，经济仍然处于下滑的通道中。

综上所述，市场短期内难以摆脱疲弱的总体态势。

三、宏观政策跟踪

1、两会经济目标符合预期

今年的政府工作报告，其内容基本符合预期。今年 GDP 增长目标为 7.5%，这是 2012 年以来政府连续第 3 年将 GDP 增长目标放在这个水平。因此，政府仍会坚持去年下半年提出的增长“保下限”承诺。考虑到目前中国经济增长又重新面临下行压力，同时就业市场也发出了警示信号，这样的承诺对稳定社会预期，防止经济增长硬着陆来说非常必要。

相比 GDP 增速目标，政府设定的其他经济运行目标应该都能比较容易的达到，因而不会对今年宏观政策形成硬约束。今年 CPI 通胀目标在 3.5%。而目前市场预测全年 CPI 同比为 2.7%左右；M2 的增速目标继续放在 13%，而今年 1 月的 M2 同比增速也已经滑落到了 13.2%的较低位置，接近目标。全年新增就业目标比去年增加了 1 百万，达到了 1 千万，但我国过去几年每年实现的新增就业量都远超这个数。今年只要 GDP 增速能够稳定在 7.5%之上，达成就业这个目标也没什么悬念。至于积极财政和稳健货币两大政策基调，也与之前预期一致。

房地产调控语调的进一步软化也值得关注。此次政府工作报告通篇未提“房价”二字，而只是说到要“抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展”。可供比较的是，2013 年政府工作报告中相关提法是“抓紧完善稳定房价工作责任制和房地产市场调控政策体系”，2012 年则是更明确要求“促进房价合理回归”。这表明在近期地产销售增长减速，房价涨幅趋缓的背景下，地产调控的压力在减小。此次报告中“针对不同城市情况分类调控”的提法，可能暗示地产调控在部分城市还会有一定的松动。

除此之外，政策的主要内容包括：

1. 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

财政赤字和 M2 增速都符合市场预期。政策基调仍是稳中求进，调控目标遵循“上下限论”。

报告公布了 2014 年预算财政收入和支出增速目标分别为 8%和 9.5%。公共财政预算赤字为 1.35 万亿，比上年增加 1500 亿。代地方发债 4000 亿，较上年增加 500 亿。值得关注的是，本次预算收入目标由约束性向预期性转变，同时平衡预算转向支出预算。这也意味着，财政支出对经济的托底作用将进一步提升。

收入方面，主要有两点，一是加强地方政府债务管理（包括推进地方政府融资机制，对政府债务纳入全口径预算管理，建立债务风险预警及化解机制）；二是推进税收改革（包括营改增、消费税、资源税、房产税、环境保护税等）。支出方面，重点在继续压缩三公等一般性支出，同时向民生（住房保障、农林水事务等）、节能环保（污染治理、节能产品和新能源）和国防领域（国防科研和高新武器装备）倾斜。保障房和基建（交通运输）预算支出增速比去年有所提升，这仍然是政府稳增长的重要手段。

2. 将内需作为稳增长的着力点

从三驾马车来看，政府将稳增长的重点放在消费上。

社会消费品零售总额预期增 14.5%，与去年目标持平，低于去年 13.1%的实际增速。提出“把消费作为扩大内需的主要着力点”，而具体的消费热点包括养老、健康、旅游、文化等服务消费和宽带中国、4G 等信息消费等。

固定资产投资增长目标 17.5%，低于去年 18%的目标和实际增速 19.6%。投资目标下调，可能是考虑到调结构的任务。对投资的提法是“促进投资稳定增长和结构优化”。今年中央预算内投资增加到 4576 亿元，较上年小幅增加，重点投向保障性安居工程、农业、重大水利、中西部铁路、节能环保、社会事业等领域。

外贸进出口总额增长 7.5%，低于去年 8%的目标，与去年实际 7.6%的增速基本持平。随着全球经济加速复苏，我们认为今年的进出口增速应该能达成这一目标。外贸方面的措施，包括加快自由贸易园区建设以推进沿海更高层次的开放；加快丝绸之路经济带建设等。

3. 继续推进改革

《报告》将改革作为今年政府工作的首要任务，并再次强调三中全会定下的市场化和公平化的改革大方向。今年改革有望取得突破的重点领域包括以下方面：

1) 推进以人为核心的新型城镇化建设，解决“三个 1 亿人”问题。

“三个 1 亿人”，即到 2020 年，促进约 1 亿农业转移人口落户城镇，改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村，引导约 1 亿人在中西部地区就近城镇化。新型城镇化的核心在于户籍制度改革和公共服务均等化。这意味着政府在各项公共服务、社会保障、基础设施等方面增加的财政配套支出。农民工落户城镇后，将会带动电信、医疗、文化传媒、金融、地产等现代服务业的房展。我们预计今年在城镇化方面将会实质性的政策出台，相关配套财政资金也会落实到位。

2) 加快国资国企改革步伐，引入民间资本破除垄断。

报告提出要优化国有经济布局 and 结构，加快发展混合所有制经济。年初至今从广东、上海等地的实施情况来看，国企改革方面力度一直超预期。预计今年在进一步向民资开放垄断领域以及推进国有资本投资运营公司试点等方面会有更多举措。

3) 加强生态文明建设，淘汰落后产能，促进我国转变经济发展方式。

对化解产能过剩和加强环境保护上的重视程度超预期。明确今年产能淘汰的具体任务，“要求确保“十二五”淘汰任务提前一年完成，真正做到压下来，决不再反弹。”量化生态文明和节能减排约束性指标，提出发展智能电网和分布式能源，鼓励发展风能、太阳能，核能等新型能源。推进资源性产品的价格改革，发展绿色和循环经济。

4) 推进简政放权行政体制改革，加快财税金融体制改革。

行政体制改革，突出简政放权，取消和下放行政审批项目 200 项以上；财税改革方面，明确提出要减少专项转移支付扩大营改增范围，建立规范的地方政府举债融资机制；金融改革方面，明确要今年推行股票发行注册制；首次提及促进互联网金融发展；提到加强监管，守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。

2、通胀下滑，需求疲弱

二月份 CPI 达到 2%，与市场预期的一致，比上个月回落 0.5 个百分点。食品和非食品价格均有所回落。食品价格比上月回落了 1 个百分点，主要是春节过后，各主要食品价格都显著回落，值得注意的是，今年猪肉价格在春节期间几乎没有上涨，但节后迅速下跌，成为带动 CPI 食品同比下滑的最大因素，其他农产品指数也一路下跌，反映了整体消费需求的疲弱。而非食品价格回落了 0.3 个百分点，主要是去年涨幅较大的娱乐教育出现较大下滑，同比回落了 1.2 个百分点，同时交通通讯价格受到节后季节性下跌的影响。

二月份 PPI 为-2%，环比下跌-0.2%，环比跌幅扩大。其中上游采掘和原材料工业的价格环比跌幅大。原材料价格走弱，反映了当前工业生产不景气，企业增加库存的动力不足。

虽然年初以来各地加大了淘汰落后产能的力度，但是供给的收缩并没有带来价格的上升。CPI 和 PPI 的回落说明了经济增速回落的主要原因来自需求的疲弱。向前看，虽然基数原因可能导致 3 月 CPI 同比涨幅会回升，但是未来几个月通胀仍将较弱。目前来看，经济下滑的幅度超预期，但政策仍在增长和改革中平衡。货币政策受制于人民币贬值预期加强以及国内信用风险上升的情况，无法马上放松，我们预计上半年经济将逐季下滑。

四、债券市场跟踪

1、一周资金面情况

央行于周二开展 350 亿元 14 天正回购操作和 500 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 天正回购中标利率升 135bp 至 4.00%。于周四开展 430 亿元 14 天正回购操作和 500 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%。上周有 1080 亿元正回购到期。

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。

资金面继续保持宽松，回购利率下降为主。其中，银行间市场 7 天期回购利率从上周五的 3.52% 下降到上周五的 2.42%，降幅为 110BP。

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
2014/3/3	2.09	2.82	3.73	4.26	24	-71	-2	-6
2014/3/4	2.08	3.51	3.80	4.37	0	69	7	10
2014/3/5	2.09	3.80	3.80	4.45	1	28	0	9
2014/3/6	2.05	2.49	3.76	4.64	-4	-131	-4	19
2014/3/7	1.99	2.40	3.05	4.59	-6	-8	-71	-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
2014/3/3	2.07	2.82	3.63	4.24	24	-69	-11	0
2014/3/4	2.07	3.50	3.72	4.42	0	68	9	18
2014/3/5	2.07	3.78	3.74	4.44	0	27	2	1
2014/3/6	2.02	2.48	3.15	4.66	-5	-130	-59	23
2014/3/7	1.95	2.42	3.00	4.49	-7	-6	-15	-17

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
2014/3/3	3.04	3.60	3.68	4.14	-180	-8	-12	14
2014/3/4	2.76	3.31	3.54	4.20	-28	-28	-14	6
2014/3/5	2.60	3.04	3.30	4.18	-16	-28	-24	-2
2014/3/6	1.23	2.84	3.15	3.99	-137	-20	-14	-19
2014/3/7	2.90	2.96	3.06	3.90	167	12	-9	-10

2、一周债券市场

利率债方面，上周共发行 15 支利率债，发行规模共 1220 亿元。信用债方面，上周共发行 82 支信用债，总发行规模为 1288 亿元。

上周，政府工作会议公布 2014 年经济目标为 7.5%，使得市场对基本面的担忧情绪有所修复。受此影响，以及受央行开展正回购操作的影响，利率债市场方面，上周收益率以上调为主。

信用债市场方面，受超日债违约事件的影响，银行间信用债市场收益率大幅上行，其中等期限、低等级品种上涨幅度最大，5 年期和 7 年期品种涨幅都在 10BP 以上；信用利差方面，中等期限、中



低等级信用品种信用利差大幅扩大。

研究创造价值

五、行业信息跟踪

1、神华煤炭降价，价格反弹受阻

据媒体报道，神华集团 3 月开始大幅下调动力煤现货和长协价格。其中现货挂牌价下调 20 元/吨至 548.8 元/吨；1 季度长协价仍维持 568.8 元/吨，但 2 月份合同兑现率达 80%和 3 月份合同兑现率达 90%的大客户在原来优惠 10 元/吨的基础上再优惠 20 元/吨至 538.8 元/吨，现汇则进一步优惠 8.8 元/吨至 530 元/吨。

1) 需求疲弱、库存高企是神华降价的主要原因。尽管节后下游需求出现一定恢复，但从电厂日耗、装船量、待装船舶数等来看，需求不及往年；环渤海六港煤炭库存虽有所下降但还是处于高位。另外，去年 12 月和今年 1 月煤炭进口连续创下新高对国内市场产生了极大挤压，神华此举也有抑制进口的意图。

2) 与往年相比，今年煤价下跌更早，幅度更大。年初以来秦皇岛动力煤价格跌幅达 15%，而 2010-13 年同期平均下跌 3%；焦煤和无烟块煤价格也分别下跌 5%和 2%，而 2010-13 年同期焦煤价格仅下跌 1 次，无烟块煤未曾下跌过。煤炭企业也表示今年价格的下跌有点反常。

3) 全行业降价将跟进，2014 年盈利进一步恶化。神华煤炭下水量占北方港口吞吐量约 40%，其价格具有极强的风向标作用。目前港口动力煤价格已接近去年低点，大部分企业再度处于盈亏点。全年来看，由于需求疲弱，过剩无缓解迹象，煤价还将低迷，盈利将进一步恶化。

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		
社会消费品零售	同比%	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6		
固定资产投资	累计同比%	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6		
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	
M1	同比%	9.7	9.9	8.9	8.9	9.4	9.3	1.2	
新增贷款	亿元	6999	7113	7870	5061	6246	4825	13200	
社会融资总量	亿元	8088	15,700	14,049	8564	12300	12322	25800	
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	11.0	
财政支出	同比%	-1.8	6.5	10.1	22.0	4.9	20.3	-1.8	
财政收支差额	亿元	2,494	-1,019	-3,494	1628	-3532	-15,554	2,494	

附二：一周消息面汇总

利好：

1. 两会提振土改政策破局预期，政协提案聚焦土改。
2. 北上广深前两月土地出让金同比增 84%。
3. 李克强：继续推进利率市场化改革，促进互联网金融健康发展。
4. 两会房地产调控靴子落地，无新政出台。

利空：

1. 乌克兰危机扰乱金融市场，美国股市剧烈震荡。
2. 上周两市限售股解禁市值达 298 亿，环比增近 5 成。
3. 上交所理事长：正在研究设立战略性新兴产业板块。
4. 央行今日正回购 850 亿元，上周到期回笼资金 1080 亿。
5. 证监会今日澄清 T+0 推出尚无时间表。

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。