

# 2014 年股指二季报

中融汇信期货研发部

研究员：周静

执业编号：F0290952

电 话：021-51557573

邮 箱：[zhoujing@zrhxqh.com](mailto:zhoujing@zrhxqh.com)

## 目录

摘要 .....	2
行情回顾 .....	3
宏观政策 .....	4
相关数据与事件 .....	5
国际宏观与汇率 .....	9
总结与建议 .....	10
免责声明 .....	11

---

## 摘要

---

第一季度股指区间震荡重心阶梯状走低态势为主。除了期间 IPO 重启新股集中上市造成供给压力和资金面季节性波动带来的扰动，下行态势基本上与宏观数据疲弱经济放缓和刺激措施缺位预期落空有关。

年度政府工作报告披露，我们维持年报思路，推断进入第二季度，大规模的政策性刺激措施发生概率较小。取而代之的是结构性调整和适时适度的局部政策调整。

国内宏观数据疲弱符合预期。生产与投资需求萎缩，社会融资需求进一步回落，不利影响将在后续季度发挥作用。

美国经济复苏加速和升息预期提前，短期内对新兴市场冲击作用可能强于外贸环境的改善。人民币“保值”预期被打破，可能在未来形成国际息差交易的大幅逆转和资金转向。

造成股指下行趋势的原因尚未发生根本改变，而 IPO 发审再开在即，股市供给压力重临，第二季度或仍将持续区间震荡重心下移为主，运行区间参考 2090-2330。

## 行情回顾

14年1月上中旬，IPO重启，新股密集发行，股市供给压力和资金分流忧虑预期兑现，节前资金仍旧呈现时点性紧张局面，股指延续13年12月下挫势头。月底央行启用SLF同时高调释放逆回购信号缓解流动性困局，同时临近春节市场交投情绪减弱，股指自低点小幅反弹震荡企稳。2月新股发行进入真空期有效减缓股市供给压力，信贷投放的季节性扩张大幅改善资金面状况，两会预期也对市场情绪形成良性支撑，上中旬股市走出一波反弹态势。进入下旬，宏观数据疲弱，市场对经济增速放缓担忧加重，结束反弹。房贷停止等不利传言打压权重板块，指数连续数个交易日大幅下挫，底部震荡企稳延续至3月上旬。之后受宏观数据持续疲弱和两会期间未有预期的实质政策利好影响，股指大幅跳空下挫，期间国际区域性局势紧张也推升全球资本市场避险情绪。下旬多项政策如城镇化6年规划、北京非核心功能外迁等因素，与联储收缩QE预期提前影响共同作用，股指呈现宽幅震荡态势。证监会发布优先股试点方法，权重板块蓝筹股获利好支撑，股指日内强势拉升，大幅反弹回补前期跳空缺口。

第一季度截至3月24日，沪综指收2066.28点，跌幅0.06%，深成指收7273.76点，跌幅10.44%，中小板指收4786.35，跌幅3.89%，沪深300收2176.55点，跌幅6.59%。创业板指收1397.29，涨幅7.12%，比前一季度有显著改善，说明市场风险情绪有所回升，但与13年同期创业板全盛时期相比则大幅下降。

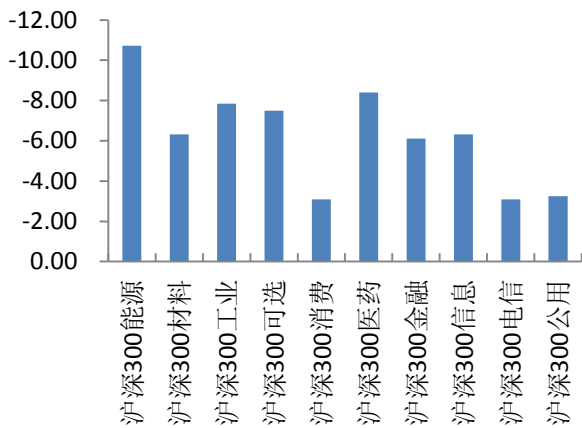
表 1: 1-3 月主要股指走势

	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅
上证综指	2112.13	2177.98	1974.38	2066.28	-2.35
深证成指	8083.77	8124.56	6959.25	7273.76	-10.44
中小板指	4975.65	5426.09	4630.07	4786.35	-3.89
创业板指	1302.30	1571.40	1299.34	1397.29	7.12
沪深300	2323.43	2331.70	2077.76	2176.55	-6.59

数据来源: WIND 资讯

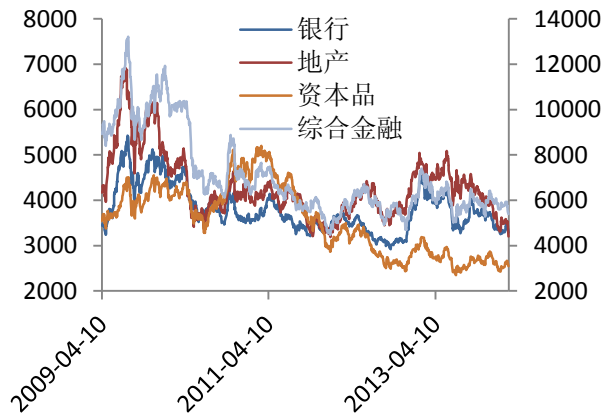
沪深300一级行业指数分类表现上，各行业指数普跌。其中能源跌幅最大，接近12%。其他如材料、工业、可选消费、医药、金融、信息跌幅均超过6%。消费、电信和公用则跌幅相对较小。二级细分行业指数表现中，零售、综合金融、耐用与服装、能源跌幅居前。除部分行业与第一季度节假日因素相关，也反映了需求的疲弱。

图 1：沪深 300 一级行业指数表现



数据来源：WIND 资讯

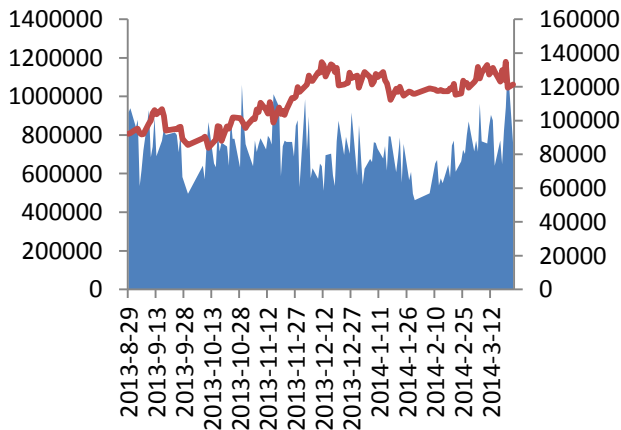
图 2：沪深 300 二级行业指数重要分项



数据来源：WIND 资讯

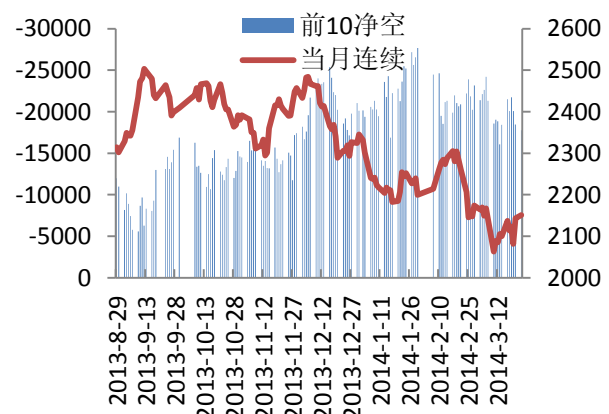
截至 24 日，股指期货当月主力合约报收 2150.8，下跌 8.28%。第一季度前半段基本呈现先抑后扬 V 型回升，随后于 60 日均线位置遇阻下挫跌破前期回升区间，阶梯状下行。3 月中旬逐渐止跌持稳，略有回升。主力合约日均成交量 1 月和 2 月均为 66.2 万手左右，进入 3 月日均成交量达到 82.1 万手，市场活跃度提高。持仓量 12 万手，与前期数据基本持平。前 10 净空较第一季度初始减少 2000 多手，而前 10 集中度有所提高。

图 3：成交量与持仓量 (RHS)



数据来源：WIND 资讯

图 4：前 10 净空与当月连续



数据来源：WIND 资讯

## 宏观政策

3 月初两会召开，年度政府工作报告公布，与去年的中央经济工作会议一脉相承，强调继续坚持稳中求进的工作基调，为 2014 年确立了主要的经济社会发展预期目标：国内生产总值增长 7.5% 左右，居民消费价格涨幅控制在 3.5% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城

镇登记失业率控制在 4.6%以内，国际收支基本平衡，努力实现居民收入和经济同步。加强对增长、就业、物价、国际收支等主要目标的统筹平衡。为了实现预期目标，要继续把握深化改革、保持经济运行合理空间、增长与提质增效升级和改善民生并重等核心原则。

结合会后李克强总理答记者问的内容和其他相关人士的近期表态，我们认为，尽管决策高层多次强调增长和就业重要性以及“上限下限”等表述，但其对于经济增长目标的具体数值达成存在弹性空间，在不危及民生、不过度损害就业的情况下，对于经济增长在结构调整、经济转型期间的失速下滑有足够的认识和理解。这一点与我们的年报思路趋于一致：在内外因多重因素制约下，决策层能在经济增速放缓的环境中保持政策的连续性和一贯性，坚定以深化改革为动力，摒弃唯 GDP、唯数字的非科学导向，而以调整结构为主攻方向、改善民生为根本目的。

同时政府工作报告维持积极的财政政策和稳健的货币政策。提出财政赤字和国债规模随着经济总量扩大而有所增加，但赤字率稳定在 2.1% 以体现财政政策的连续性；提出在社会总供求基本平衡、货币金融环境稳定的条件下，引导货币信贷和社会融资规模适度增长。

我们推断，进入第二季度，尽管前期宏观数据表现疲弱，但大规模的政策性刺激措施发生的概率较小，取而代之的是结构性调整和适时适度的局部政策调整，对于股指的直接影响就表现在局部热点和投资机会的轮番动作上。而决策层对于风险因素的着力强调，并不会急剧遏止财政扩张和信贷增长的正常速度，而适度宽松的信贷环境也会对资本市场形成支撑。

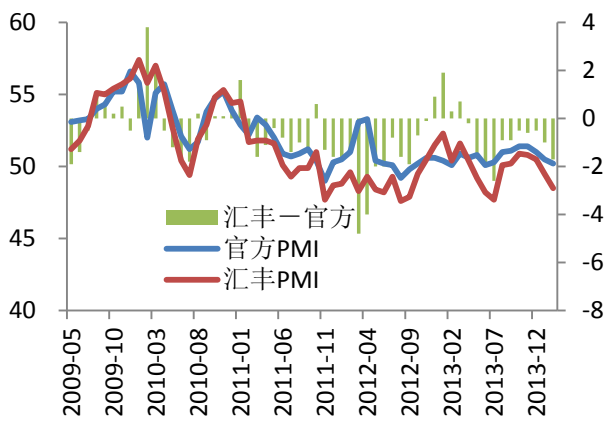
---

## 相关数据与事件

---

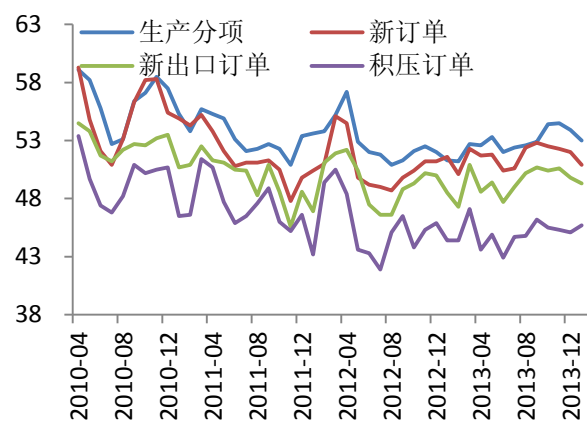
国家统计局与中国物流与采购联合会公布：1 月份制造业 PMI 为 50.5%，较上月下滑 0.5 个百分点。1 月新订单指数为 50.9%，环比下降 1.1 个百分点；采购量指数下降至 51.0%，环比下降 1.7 个百分点；主要原材料购进价格指数下降 3.4 个百分点至 49.2%；三者共同拖累 PMI 回落。而 2 月制造业 PMI 录为 50.2%，较上月回落 0.3 个百分点，创 8 个月新低。其中生产指数 52.6%，较上月回落 0.4，连续三个月回落；新订单指数 50.5%，较上月回落 0.4，连续 5 个月回落。尽管存在春节假期等季节性因素，但是数据显示在供给和需求端的下降态势非常明显。

图 5: PMI



数据来源: WIND 资讯

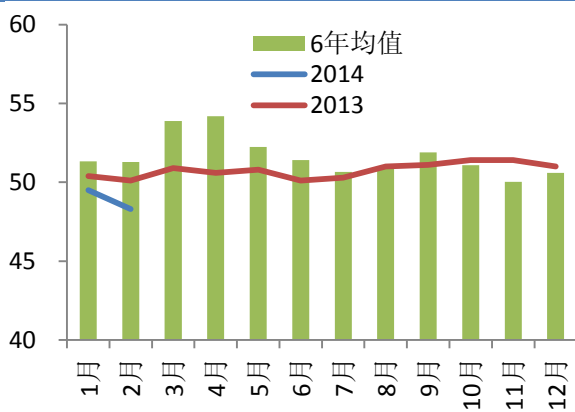
图 6: 重要分项



数据来源: WIND 资讯

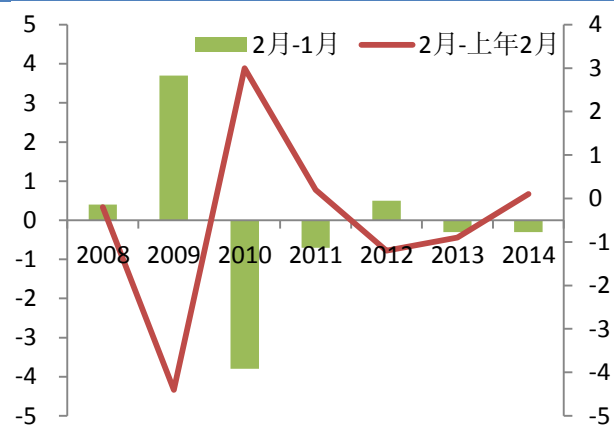
官方 PMI 数据的疲弱与汇丰 PMI 数据下滑表现一致。PMI 主要分项里除了供货商配送时间微幅上升 0.1%，其他分项全部较上月有所下降。原材料库存的续降与产成品库存的上升，意味着库存继续恶化，去库存仍在继续。生产指数为 52.6%，比上月回落 0.4 个百分点，连续 4 个月回落。生产的回落与同期发电量数据增速下降相互验证。新订单指数为 50.5%，比上月回落 0.4 个百分点，同时新出口订单指数为 48.2，比上月大幅回落 1.1 个百分点，连续 3 个月位于临界点以下；进口订单指数 46.5%，较上月回落 1.7%，这与 1 月份的进出口贸易数据向好相背，或说明内外需求仍较为疲弱。通过季节性分析可以看出，与 3 月月报中对汇丰 PMI 数据的分析相比，官方 PMI 在 2 月同比增长上有一定程度的回升，同时环比跌幅也较小。

图 7: 季节性分析



数据来源: WIND 资讯

图 8: 季节性分析



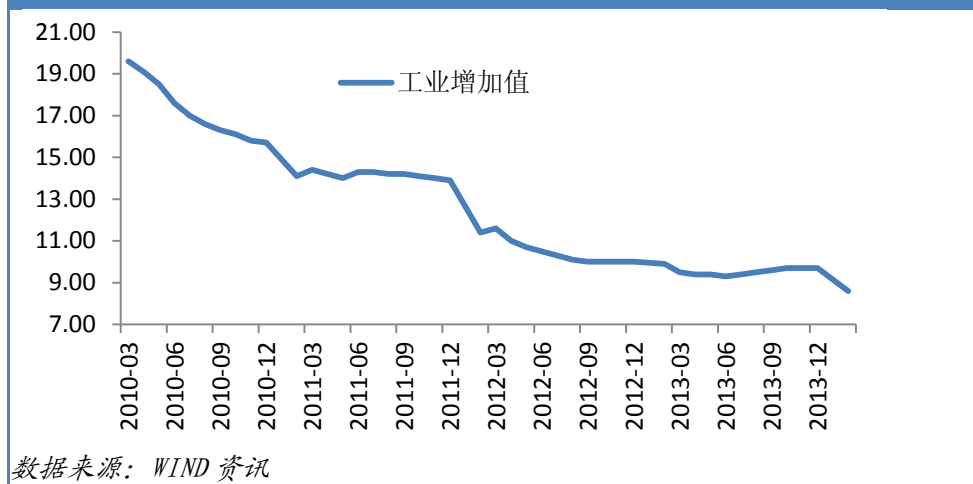
数据来源: WIND 资讯

3 月中旬国家统计局发布数据显示，2014 年 1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 8.6%，社会消费品零售总额同比名义增长 11.8%（扣除价格因素实际增长 10.8%）；2014 年 1-2 月，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长 17.9%。



其中工业增加值大幅低于预期，显著下滑，将严重拖累第一季度GDP数值；与之相对应的是，固定资产投资增速也进一步下滑，其中第一产业下滑幅度非常剧烈。房地产投资19.3%，基建投资18.7%，分别较13年同期下降3.5%和4.4%。前端投资需求的萎缩，其不利影响将继续在后续季度发挥作用，经济去产能阵痛不可避免。

图 9：工业增加值



社会消费品零售总额名义增速与实际增速均出现回落。各分项数据中，金银珠宝环比回落16.50%，建筑装饰环比回落10.10%，家具环比回落9.20%，跌幅居前。房地产终端消费的显著回落，和房地产前端投资需求的萎缩同步出现。同时决策层多次公开反复强调的反腐决心和相关措施，也对公务消费和奢侈品消费形成限制。消费的乏力状态将持续到第二季度。

图 10：固定资产投资

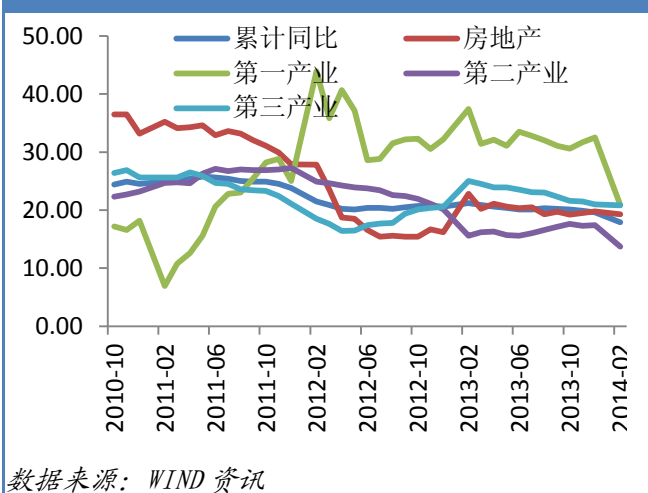
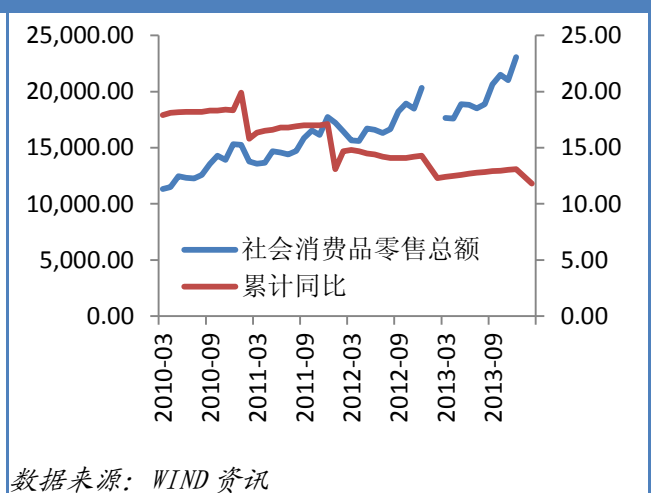


图 11：消费品零售总额与增速



3月上旬人行发布的社会融资规模及金融统计数据 displays, 2014年2月社会融资规模9387亿元, 同比减少1318亿元。其中, 新增人民币贷款6445亿元, 同比增加245亿元; 新增外币贷款合人民币1302亿元, 同比增加153亿元; 新增委托贷款799亿元, 同比减少627亿元; 新增信托贷款784亿元, 同比减少1041亿元。2月末, 广义货币

M2 余额 113.18 万亿元, 同比增长 13.3%, 比去年同期降低 1.9%; M1 余额 31.66 万亿元, 同比增长 6.9%, 比去年同期低 2.6%。

图 12: 社会融资及分项

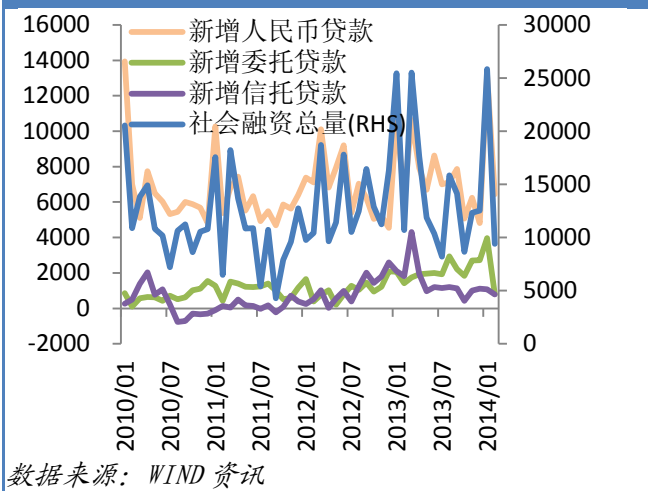
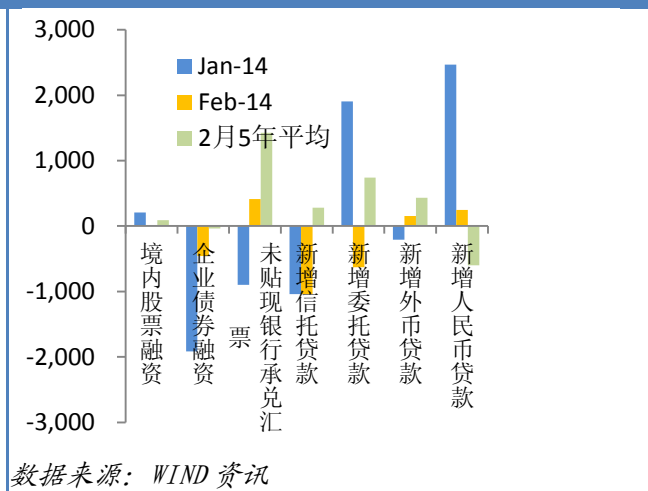


图 13: 比较



委托与信托贷款的大幅回落, 表外融资规模大幅收缩, 自年初以来加强监管力度, 规范同业业务、清理影子银行系统等措施发挥了较大作用。可以推断第二季度, 投资融资需求同步回落的环境下, 以银行为主的金融系统去杠杆进程仍将持续, 客观上会使得信贷环境维持相对宽松的状态。这一点与我们年报思路略有更新: 流动性紧张将以季节性扰动为主, 而非持续扰动, 扰动程度也小于我们在年初的预期。原因在于实体经济增速下行的投融资需求下行幅度较快以及银行体系多项监管措施的密集出台联合作用较大。第一季度银行间市场利率总体呈现下行态势, 虽然季末有小幅走高, 但利率水平相对平稳, 国债收益率短端也呈现明显下行。我们认为在第二季度利率各期限结构持稳是大概率事件。

图 14: 银行间回购加权利率

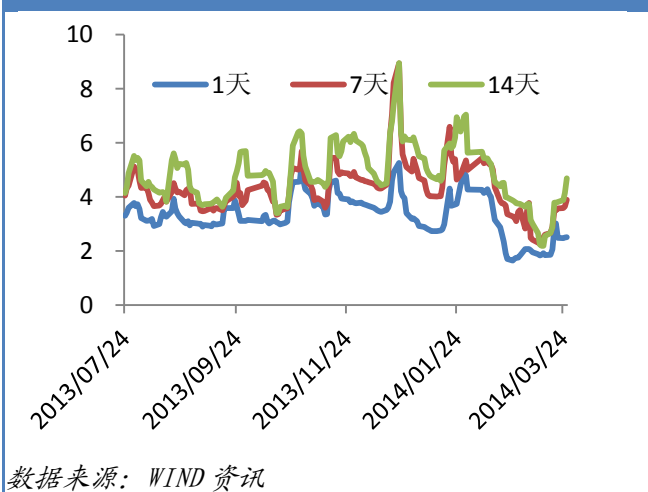
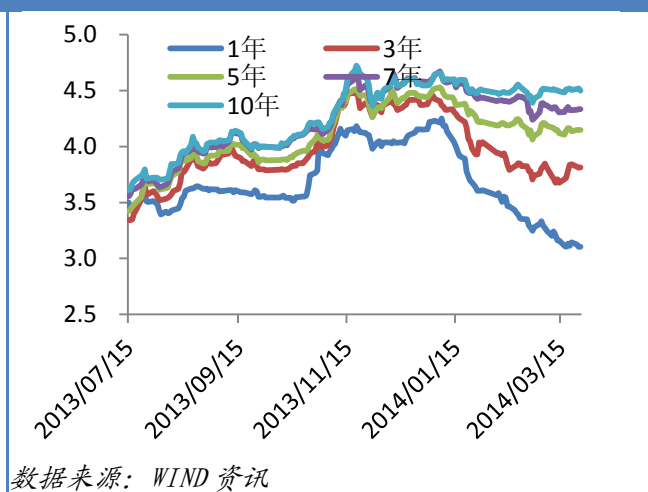


图 15: 国债收益率



3月下旬伊始, 证监会召开新闻发布会, 正式发布《优先股试点管理办法》, 主要内容包括上市公司可以发行优先股, 非上市公众公



司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；上市公司发行优先股，可以申请一次核准分次发行等。银行、地产、能源等大型企业有望率先发行，优先股发行使得大型企业能以较低成本募集资金实现产业内部的转型、兼并和升级，客观上有利于支撑经济增速下行环境下的产业结构调整，同时在优先股转换的限制规定，也一定程度平抑了市场对于融资压力的忧虑。优先股政策是对股市的结构性局部变革，其良性作用仍会在中长期随着具体措施落地逐步展现。我们也有理由相信，第二季度诸如优先股试点、地产再融资、京津冀一体化等结构性政策和区域性政策也会逐步推出，缓和经济增速下行的不利影响。

---

## 国际宏观与汇率

---

3 月 20 日美联储公布最新的 FOMC 会议纪要：维持基准利率目标区间在 0-0.25% 不变，继续缩减 QE 规模，每月资产购买量降至 550 亿美元。与年初因暴风雪灾害而略微下调 2014 年经济增长值和失业率预测值相背，此次 FOMC 会议宣布放弃 6.5% 的失业率门槛，因失业率走低速度较快可能过早触及门槛。而新任联储主席在新闻发布会的声明说明 QE 或在今年秋季结束，而加息与 QE 结束之间的时间间隔可能不会超过 6 个月。耶伦讲话立时在金融市场产生影响，美股、美债和黄金下跌。

由于美国经济的复苏加快和相关就业数据的好转，美联储退出 QE 的步伐坚定已经是不争之事实。但最新的联储会议和主席发言仍然大大提前了市场对于 QE 退出和升息的预期。我们在年报中对美国经济复苏的基本观点是“以美国为代表的外围经济环境的好转，一方面可以对国际贸易和经济起到积极地推动作用，另一方面却因为经济复苏利率回升预期不断加强从而导致新兴市场资金外流加剧。”，而由于美国经济复苏加速和升息预期提前，短期内对新兴市场冲击作用可能强于对外贸环境的改善作用。

与此同时，人民币汇率在 2 月末至今持续贬值，与之前的单边升值态势出现了较大背离。3 月中央行发布公告，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%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由 2% 扩大至 3%。人民币汇率浮动幅度加大，是央行汇率改革的必经步骤，而发布该举措的时点恰逢人民币贬值时间点。该举措有助于改变人民币“只升不贬”的市场预期，打击热钱进出和改善贸易环境。无论央行此举是顺应趋势自然引导人民币回落还是有目的地打击跨国息差套利，其客观结果是导致人民币波动幅度加大。放到美联储收缩 QE 美元走强的国际环境下

考虑，资金对于美元资产的偏好程度走强已经初现端倪，人民币“保值”预期被打破，可能在未来形成国际息差交易的大幅逆转和资金转向，这一改变的速度取决于美国经济复苏速度和中国经济增速放缓的程度。当然短期内，央行仍然可以通过中间报价主导人民币汇率的波动区间。

图 16: 美国非农就业与失业率

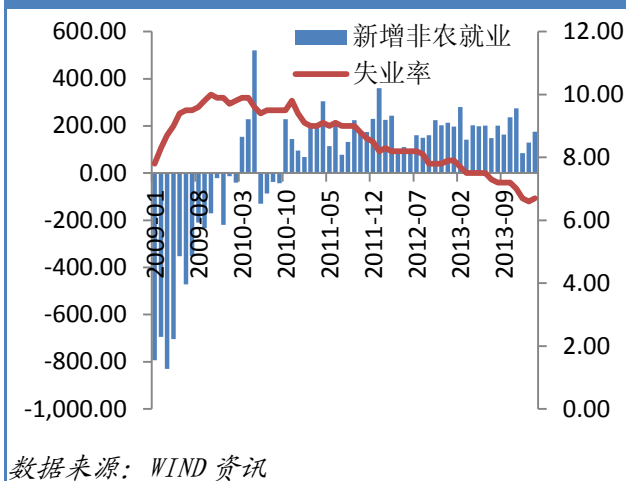
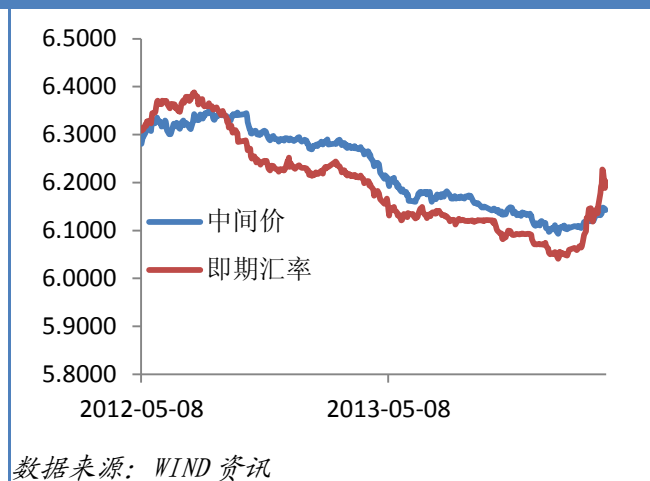


图 17: 人民币中间价与即期汇率



## 总结与建议

第一季度股指区间震荡重心阶梯状走低态势为主。除了期间 IPO 重启新股集中上市造成供给压力和资金面季节性波动带来的扰动，下行态势基本上与宏观数据疲弱经济放缓和刺激措施缺位预期落空有关。

年度政府工作报告披露，我们维持年报思路，推断进入第二季度，大规模的政策性刺激措施发生概率较小。取而代之的是结构性调整和适时适度的局部政策调整。决策层对于风险因素的着力强调，并不会急剧遏止财政扩张和信贷增长的正常速度，而适宽松环境也会对资本市场形成支撑。

国内宏观数据疲弱符合预期。工业增加值数据下滑将直接影响第一季度 GDP 增长数据；投资需求的萎缩，其不利影响将继续在后续季度发挥作用；消费的乏力状态将持续到第二季度。前端生产与投资需求萎缩，也导致了社会融资需求的进一步回落。

美联储放弃失业率 6.5% 标准，预示美国经济复苏加速和升息预期提前，短期内对新兴市场冲击作用可能强于外贸环境的改善。人民币“保值”预期被打破，可能在未来形成国际息差交易的大幅逆转和资金转向，这一改变的速度取决于美国经济复苏速度和中国经济增速

放缓的程度。

综上，第一季度经济增速显著下行在宏观数据上得到充分反映，从消费和投资数据考察，需求萎缩和投资下滑将继续影响后续季度的增速。而自3月下旬开始，多项结构性政策和相关产业改革措施如城镇化6年规划、京津冀一体化、地产再融资放开、优先股试点等，都在市场中轮番形成热点，我们有理由相信，第二季度类似政策也会逐步推出，缓和经济增速下行的不利影响。造成股指下行趋势的原因尚未发生根本改变，而IPO发审再开在即，股市供给压力重临，第二季度或仍将持续区间震荡重心下移为主，运行区间参考2090-2330。

---

## 免责声明

---

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。