

2014年6月26日星期四

研发中心金融小组

出口改善和政府支出加速带动经济企稳回升

徐疆

010-84183067

xujiang@guodu.cc

陈润霄

010-84183022

chenrunxiao@guodu.cc

张见

010-84180311

zhangjian@guodu.cc

王伟辉

010-84183045

wangweihui@guodu.cc

廖鹏程

Liaopengcheng@guodu.cc

策略剖析

我们对于市场后半年的走势的判断倾向于震荡回升，认为经济走势可能会回到 2013 年下半年的走势，即三季度震荡回升，四季度弱势震荡。对应的宏观经济情况应该是经济弱势复苏，企业盈利小幅改善，政策应该是“微刺激”和局部“宽货币”相结合。

主要观点

1. 市场流动性相对宽松，国债等资产到期收益率小幅下降；
2. 企业利润处于历史低点，出口的好转和刺激政策使得企业利润开始出现改善迹象；
3. 风险偏好可能趋于均值回归，市场估值处于历史低位，存在相对安全的一个投资边际。

一、行情回顾

图 1: IF 当月连续 K 线图



数据来源：文华财经，国都期货

期指 2014 年上半年大部分时间处于震荡调整之中，期指多次触及底部区域，但并没有大幅向下，整体的震荡区间逐步收窄。上半年市场看空情绪较为浓厚，并且市场做空动力围绕 IPO 开闸、房地产行业衰退以及债务违约等问题进行，但大盘并没有出现崩盘式下跌，而是数次在 2000 点区域企稳，每当大盘跌破 2000 点，期指都会出现一波小幅的反弹，因此我们认为 2000 点可能是市场认为的相对底部，但是由于对经济前景的担忧，市场成交较为清淡。

图 2: 上证 K 线图

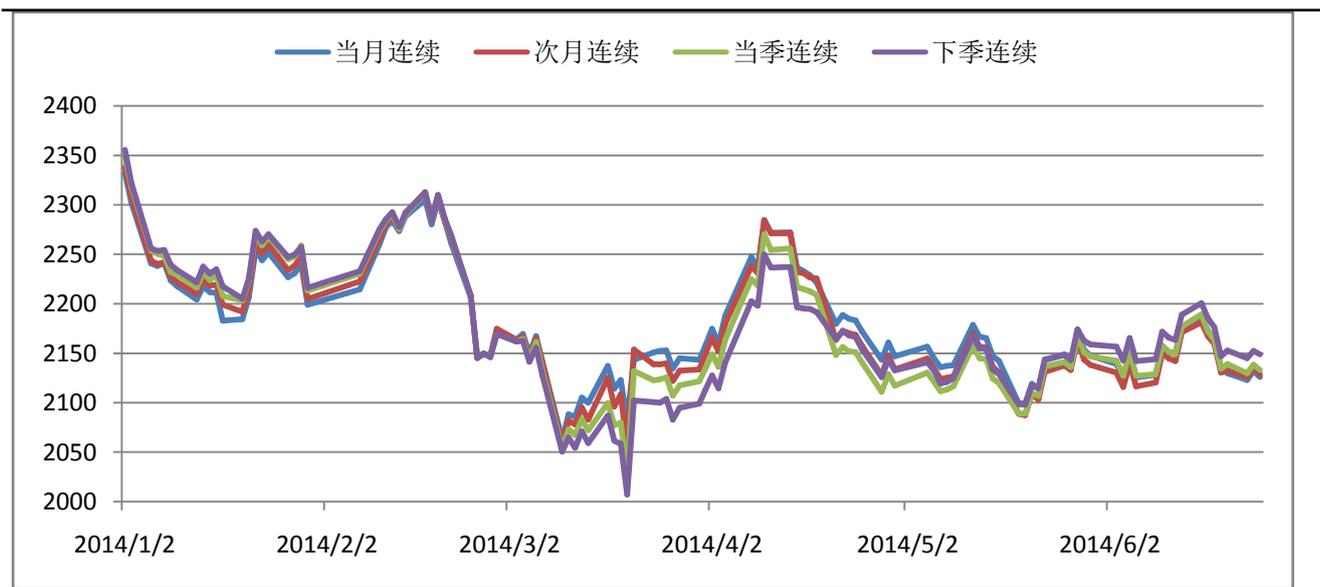


数据来源：wind 资讯、国都期货

数据来源：wind 资讯、国都期货

期指升贴水结构来看，期指在 2 季度进入远月贴水，5 月后逐步回归到远月升水的结构，我们认为主要原因在于 6、7 月份为上市公司当年分红较为集中的时期，现货指数存在自然回落的风险，因此会在这一时期呈现出这样的升贴水结构。

图 3：期指各合约连续走势



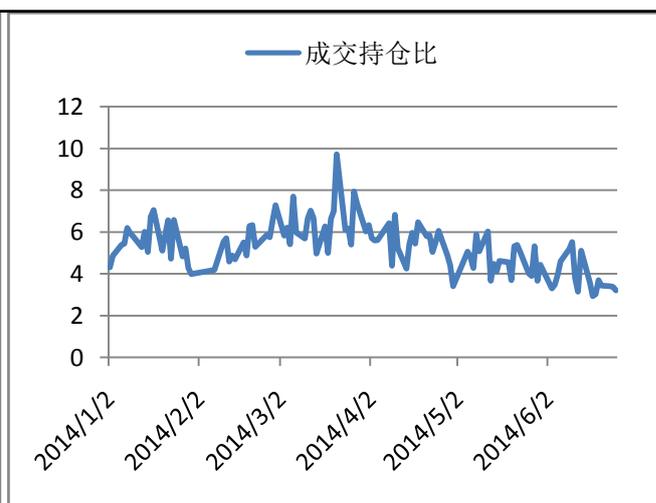
数据来源：wind 资讯、国都期货

数据来源：wind 资讯、国都期货

从期指上半年的成交情况来看，基本维持在 60 万手附近，但进入 4 月份之后，持仓量逐步增加，上升到历史新高，截止 6 月 25 日，期指四合约总持仓为 179252 手，但市场整体投机氛围进一步下降，成交持仓比由 5 月份的 5 左右，下降至目前的 3.2，为今年以来的低位。

图 4：成交量、持仓量

图 5：成交持仓比



数据来源：wind 资讯、国都期货

数据来源：wind 资讯、国都期货

二、影响因素分析

市场流动性相对宽松，国债等资产到期收益率小幅下降

市场整体流动性充裕，截止5月份，广义货币余额M2达1182300.32亿元，M2同比增速为13.4%。进入2014年，M2增速基本在14%之内，而依据2013年数据，每投入1.98元货币才能带来1元GDP，而这一数字在2000年为1.39元货币，这意味着单纯依靠货币投放对经济拉动作用已经不明显，调结构的大方向不可逆转。

1、货币政策有所放松，但是不太可能出现政策的全面放松。

政策方面，央行两次动用“定向降准”，并且将兴业、民生等股份制银行纳入“定向降准”的范畴，市场也开始预期全面降准的来临，严格来说，货币政策倾向于开始放松，因此对于市场整体流动性不必过分担忧。但根据央行等部门的表态，出现全面降准的概率较小。主要是在于原因在于：目前放松货币政策，资金可能还是流向房地产、国企等对利率不敏感的部门，对于调结构无益；而定向降准则可能会改变部分银行的放贷倾向，使资金向小微以及农业等部门倾斜。

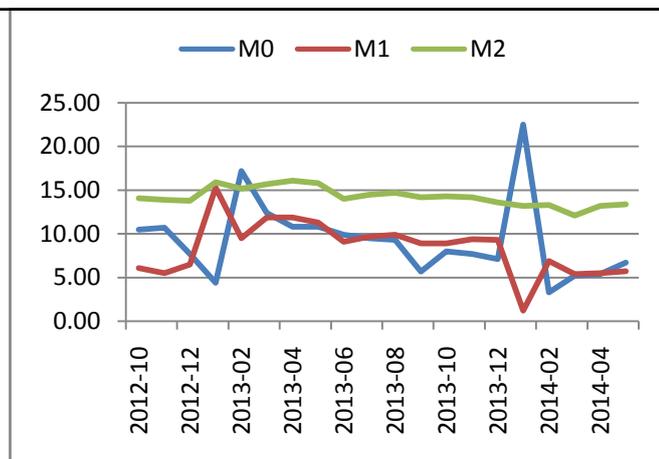
2、被动资金投放开始减少，公开市场操作持续净投放

外汇占款增速继续放缓，外生性流动性减少，同时根据我们的估算，热钱正在逐步流出中国（单位为美元），这一程度可以解释央行定向降准的原因和近期越来越弱化的公开市场净投放。公开市场操作方面，央行连续多周在公开市场净投放资金，5月和6月分别净投放2650和2040亿元。

3、国债收益率、信托预期收益率开始下行

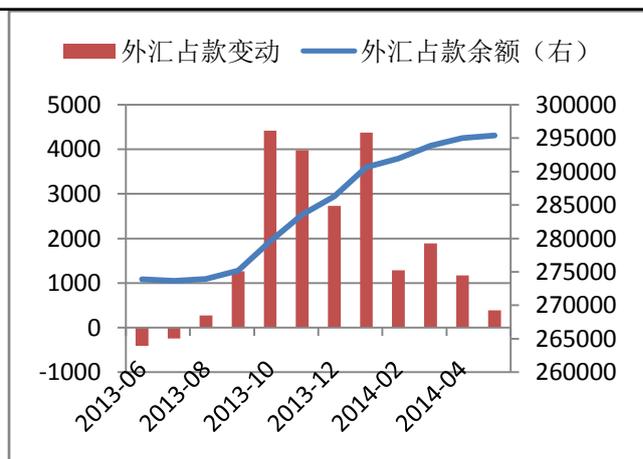
市场流动性短期的变动并不能大范围改变股市的供求结构，但是市场利率的变动会对股票市场价格产生较大的影响。1年期国债收益率自年初以来逐步回落，目前在3.3%左右，理财市场和信托市场非证券类投资1年期预期收益率也呈现回落走势，分别降至5.48%和8.24%。随着刚性兑付的逐步打破，市场无风险利率下移，这一方面会提升股市估值，另一方面也使得股市的风险报酬吸引力提高。

图 5：货币发行同比增速



数据来源：wind 资讯、国都期货

图 6：外汇占款变化



数据来源：wind 资讯、国都期货

图 7: 热钱流入估算

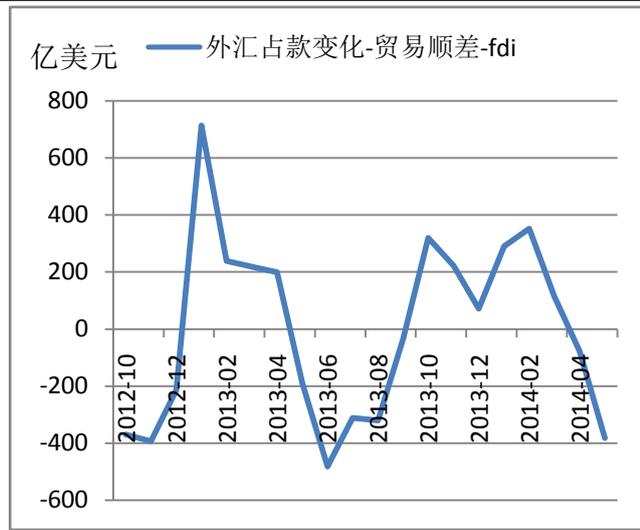
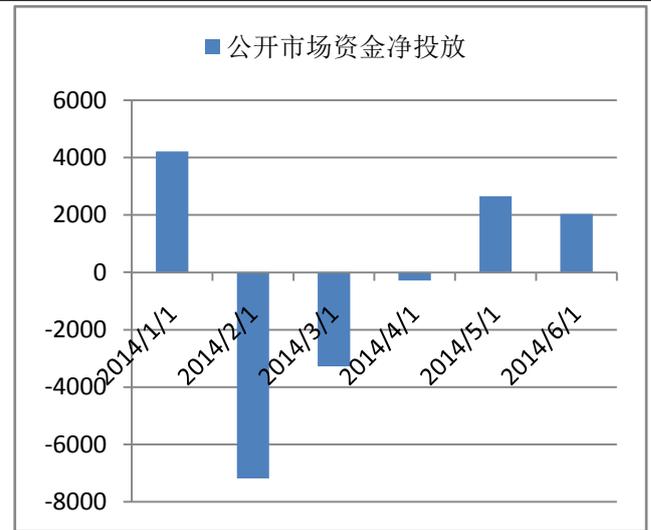


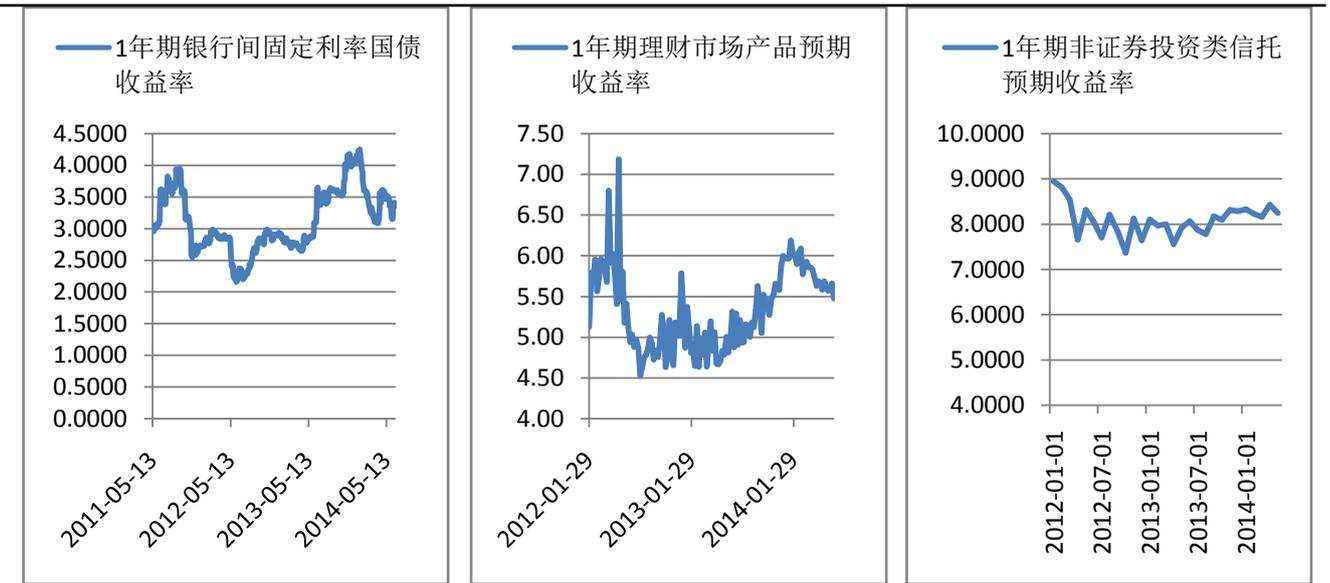
图 8: 公开市场资金净投放



数据来源: wind 资讯、国都期货

数据来源: wind 资讯、国都期货

图 9: 其他资产 1 年期收益率变动



数据来源: wind 资讯、国都期货

数据来源: wind 资讯、国都期货

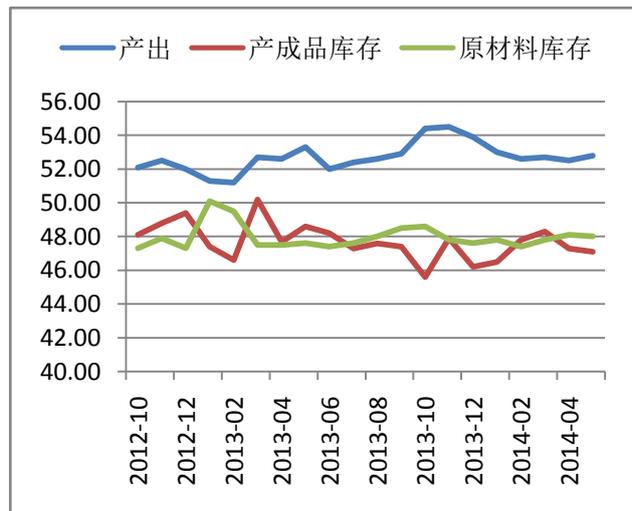
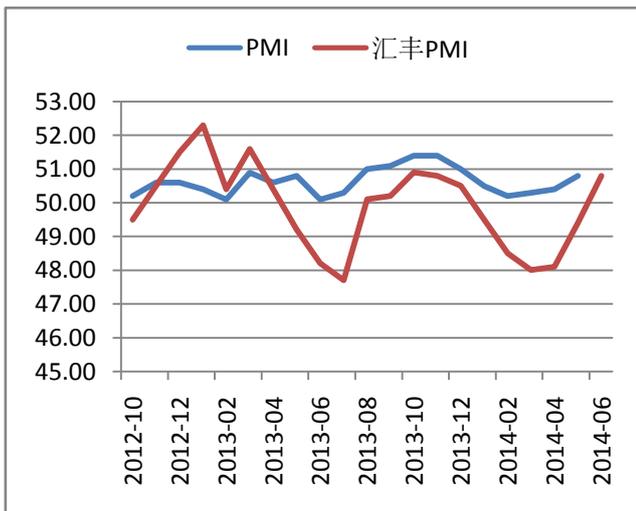
通胀维持低位，工业领域持续萎缩

我们判断企业盈利状况会逐步出现改善，主要理由来自以下几个方面：

- 1、 进入二季度，领先指标 PMI 首先出现回升，4 月汇丰 PMI 数据年内首次回升，6 月预览值重回 50 荣枯线，中采购数据也显示 PMI 持续回升。从分项来看，产出增长，原材料上升，库存小幅下降，也侧面说明市场需求在转好，.以 PMI 分项为例来看，企业的产出增长，新订单和新出口订单持续回升，同时产品价格企稳回升；
- 2、 从需求端来看，从 3 月份开始，出口开始持续回升，经季调后 5 月出口同比增长 11.1%；外围市场除日本面临较大不确定性外，欧美均处于复苏之中，出口将在短期内成为促使经济企稳的重要力量；
- 3、 内需方面，社会零售消费品增速上升至年内高位；
- 4、 而随着“微刺激”的逐步推出，政府支出方面有所加速，5 月公共财政支出同比大幅上涨至 24.6%；目前制造业和房地产投资增速均呈大幅下滑的趋势，与此同时基建投资同比增速开始大幅回升。
- 5、 5 月工业增加值同比回升至 8.8%，上游发电量增速有所加速，中游除水泥受房地产市场低迷影响小幅下降为，钢材产量有所回升，下游汽车产量增速回升至年初以来高位。一般而言只有在市场需求转好的时候企业才会增加生产和库存，产量的增长一定程度表明市场在处于逐步好转之中。
- 6、 利润状况出现改善，截止四月主营收入同比增长至 8.4%，利润总额增速小幅回落至 10%；
- 7、 综上所述，市场需求逐步回升，由于政府调结构的总体目标，抑制相关行业产能过剩成为主导，而供给受到抑制，企业盈利可能会逐步改善。

图 10: PMI 指数

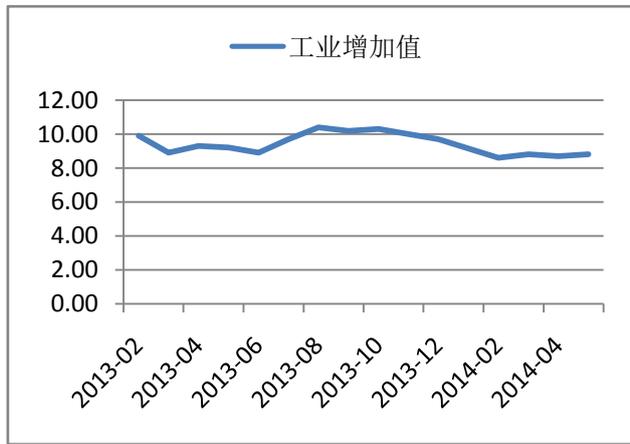
图 11: PMI 分项指数



数据来源: wind 资讯、国都期货

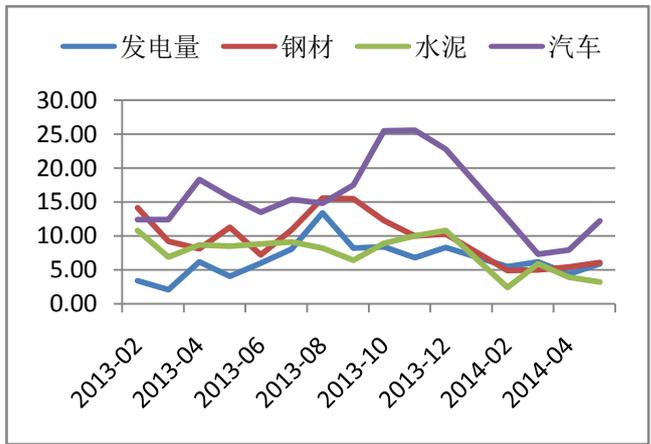
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 12: 工业增加值同比



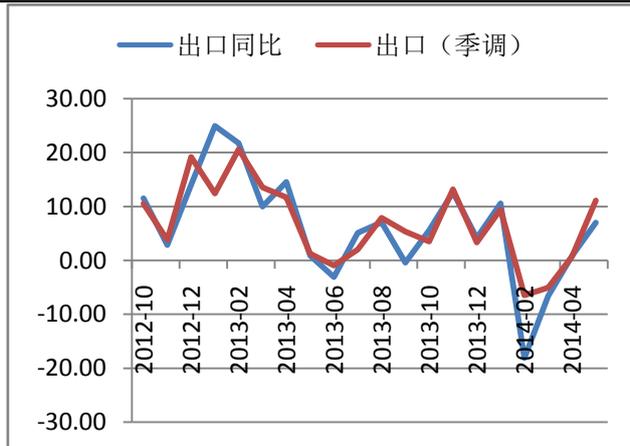
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 13: 主要工业品产量同比



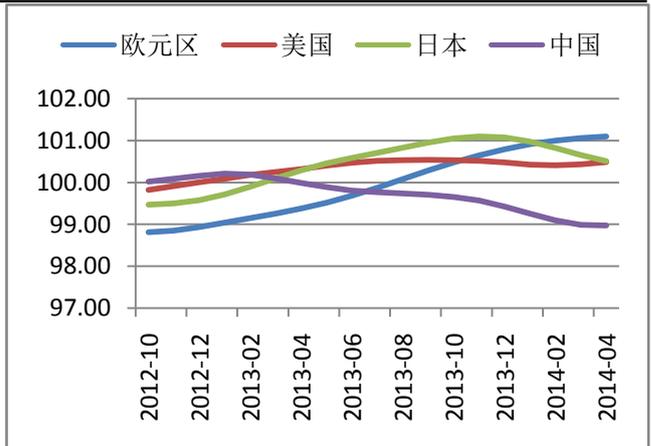
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 14: 出口增速同比



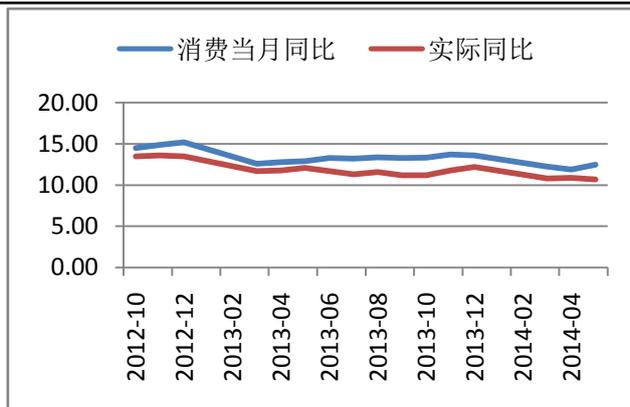
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 15: 各主要经济体 OECD 综合领先指标



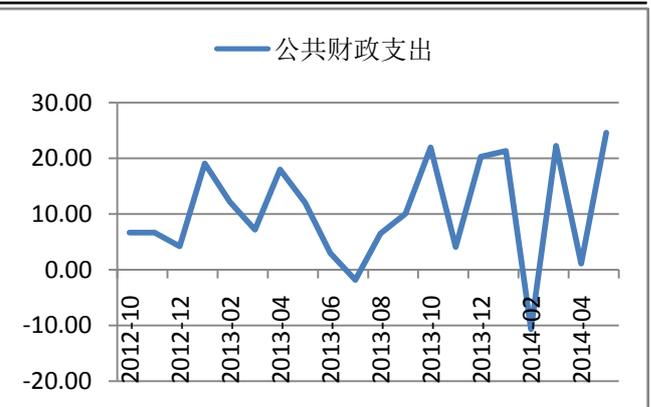
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 16: 社会消费品零售总额



数据来源: wind 资讯、国都期货

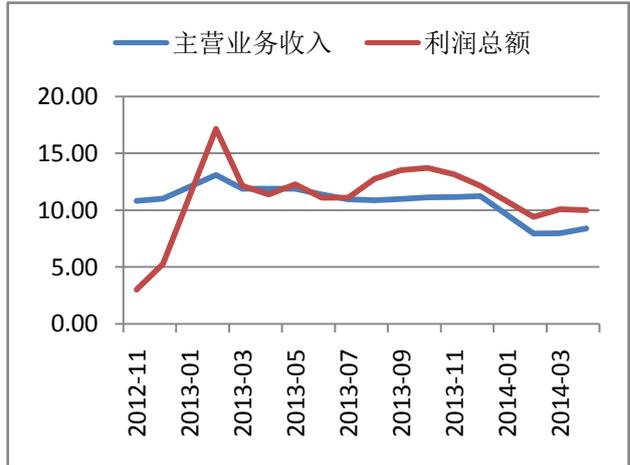
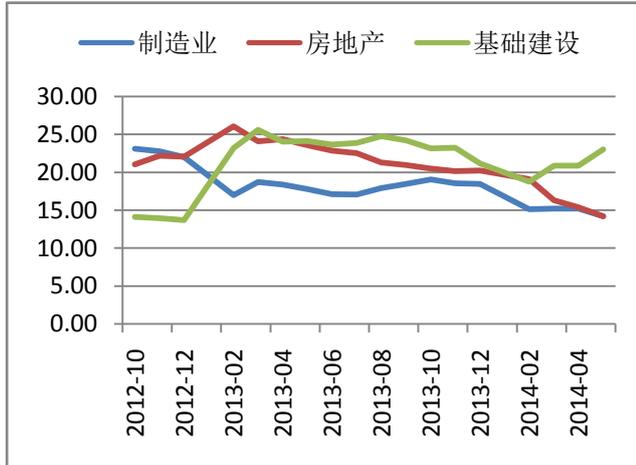
图 17: 公共财政支出同比



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 18: 主要投资增速同比

图 19: 工业企业主营业务收入和利润同比



数据来源: wind 资讯、国都期货

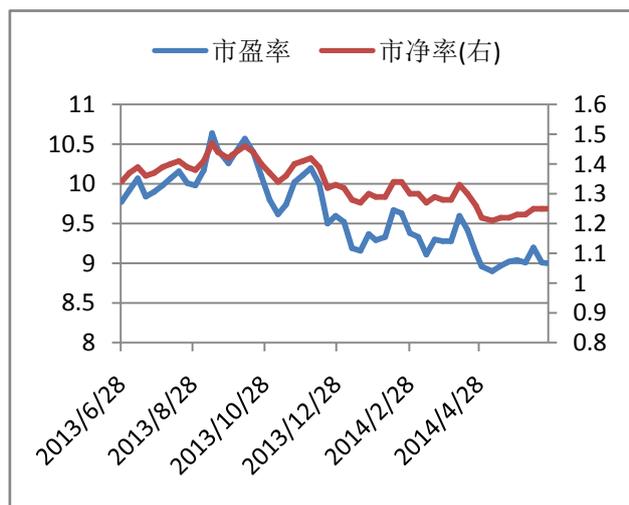
数据来源: wind 资讯、国都期货

市场估值处于历史地位, 风险偏好小幅回升

大盘估值处于相对低位, 目前市盈率在 9 左右, 市净率在 1.25 左右, 这一比例处于历史均值的偏下区间, 同时由于大盘持续下跌, 估值中对这一风险已经考虑进去, 进一步下滑的空间不大。而另一方面, 市场风险偏好出现回升的迹象。

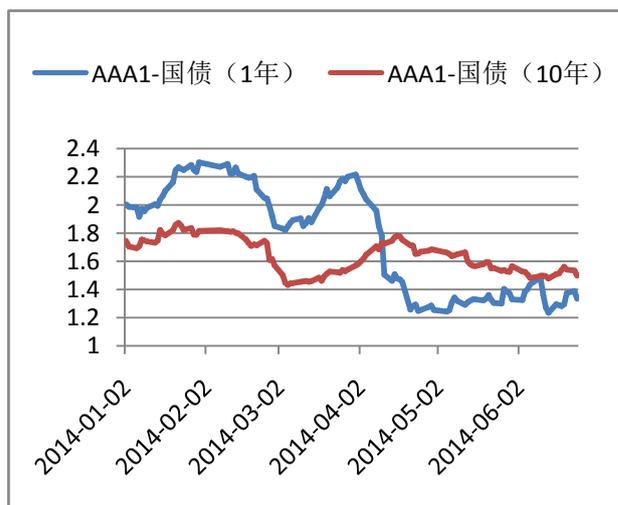
- 1、 AAA1 企业债券到期收益率与同期限的国债到期收益率之间的利差自年初以来维持震荡, 中诚信托事件后, 市场风险偏好开始回升, AAA1 企业债券到期收益率与同期限的国债到期收益率之间的利差开始回落, 1 年期的自年初的 2 下跌至目前的 1.3347, 10 年期的自年初的 1.745 下跌至目前的 1.4968;
- 2、 新一届政府正在逐步强化政府行为约束, 政府兜底行为会逐步受到抑制, 随着刚性兑付开始打破, 无风险利率开始往下走, 这对期指存在一定的提振作用。

图 20: 上证 PE 和 PB



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 21: AAA1 企业债与国债利差



数据来源: wind 资讯、国都期货

三、后期关注热点

(一)、房地产加速下行

自 98 年住房体制改革后, 中国经济的提速和房地产市场的增长密切相关, 作为经济的支柱产业, 房地产对经济领域影响广泛, 如果市场出现崩盘加速下行, 那么会使得股票等风险资产存在下行压力。

(二)、信托集中违约

自中诚信托打破刚性兑付以来, 关于信托违约的事件开始增加, 但是上半年关于信托大面积违约到期的报道并没有太多, 我们推测有可能是进行了展期或者政府进行了救助, 但是这部分风险仍然存在, 根据瑞信的估计, 这部分风险可能延迟到了 2015 年上半年。

四、技术分析及后市展望

图 22：IF 当月连续技术分析



数据来源：文华财经、国都期货

我们认为市场后半年的走势的方向大概率在于震荡回升，相关风险的释放可能会延迟到明年 1 季度，经济走势可能会回到 2013 年下半年的走势，即三季度震荡回升，四季度弱势震荡。对应的宏观经济情况应该是经济弱势复苏，企业盈利小幅改善，政策应该是“微刺激”和局部“宽货币”相结合，判断主要基于以下几点：

- 1、市场流动性相对宽裕，市场利率开始小幅回落；
- 2、企业利润处于历史低点，出口的好转和微刺激政策使得企业利润存在逐步改善的迹象；
- 3、风险偏好可能趋于均值回归，市场估值处于历史低位，存在相对安全的一个投资边际。

免责声明

如果您对《国都期货投资月刊》有任何意见或建议，您可在我们的网站（www.guodu.cc）论坛上留言，或致信于国都信箱（gdqh@guodu.cc），欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(C)《国都期货投资月刊》版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。
