

4 July, 2014

www.cnhtqh.com.cn



金融期货部

股指期货分析师：李珊珊

邮箱：lishanshan@cnhtqh.com.cn

电话：+86-21-60212736

内容摘要：

- ◆ 一、寻底 or 筑底？
 - 1.1 二季度寻底
 - 1.2 政策托底，存量中调结构
 - 1.3 房地产、地方债仍是风险点
 - 1.4 服务业崛起，对冲有限
 - 1.5 货币政策中性偏松
- ◆ 二、IPO 靴子落地
- ◆ 三、2014 年下半年展望

主要观点：

2014 年第一季度，GDP 增速为 7.4%，低于政府政策目标 7.5%，经济有下行的压力，稳增长再次成为经济增长的重中之重，二季度政策发力力求稳住底线。定向宽松的货币政策，小微企业减税、棚户区改造、棚户区改造、中西部铁路建设等稳增长措施托底，以及地方债自发自还试点，表明政策着眼盘活存量、调整结构。目前经济已出现企稳迹象，但不可否认，房地产价格下滑以及地方政府债务仍是较大风险。

2014 年上半年上证综指屡次下探 2000 点整数关口，在低位震荡数月，二季度利好频发，也未能阻止资金的不断离场，成交量不断萎缩。下半年探底趋势不变，投资者情绪是否能回暖有待政策红利的释放，大盘较大概率将维持低位震荡。

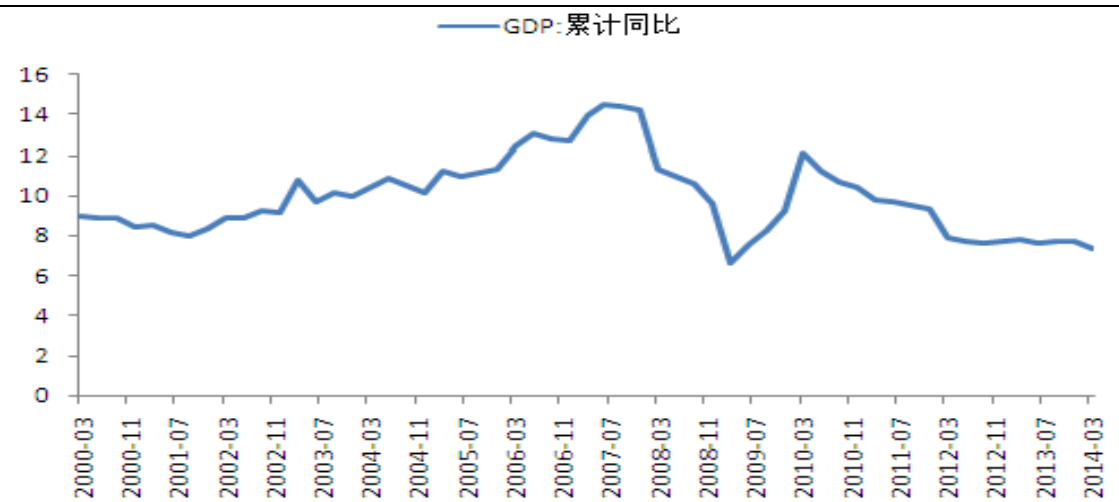
一、 寻底 or 筑底？

1.1 二季度寻底

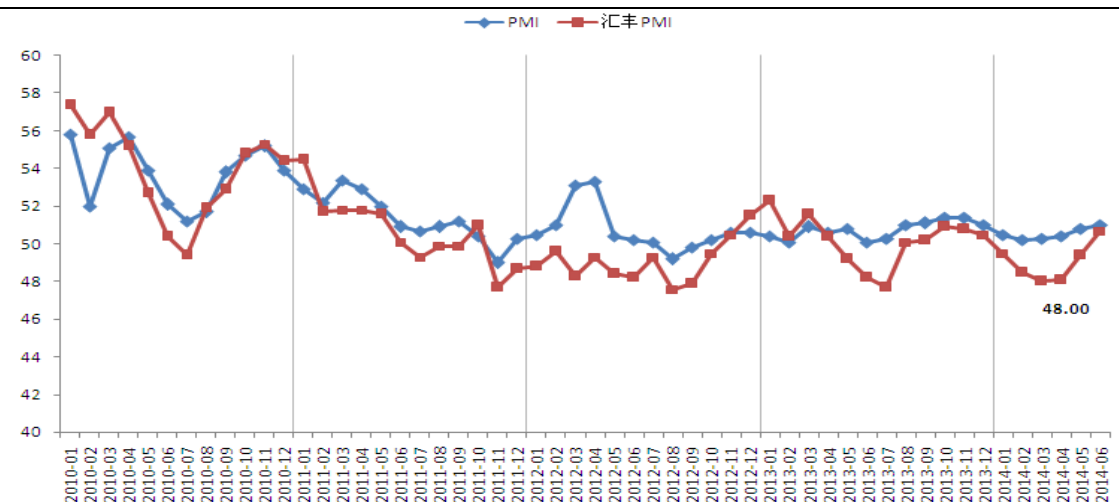
2014 年第一季度，GDP 增速为 7.4%，低于政府政策目标 7.5%，我国经济增长趋于放缓，经济下行压力较大，经济增速换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”风险增大。

GDP 增速从 2013 年第四季度的 7.7 回落至 14 年 Q1 的 7.4，环比从 1.7 回落至 1.4，与 2013 年第一季度比较也出现了回落。三驾马车之中，消费受季节因素及反腐深化增速低迷；出口则因同期高基数、美国暴风雪天气等因素表现较弱；下滑最快的是投资，其中，只有基建投资维持了 20% 左右的增速，制造业投资下滑 3%；而房地产投资累计增速从 2013 年底的 19.8% 回落至 16.4%。

图表 1：GDP 增速（单位：%）



图表 2：PMI 以及汇丰 PMI



资料来源：WIND，恒泰期货研究所

经济有下行的压力，稳增长再次成为经济增长的重中之重，二季度政策发力力求稳住底线。定向宽松的货币政策，小微企业减税、棚户区改造、棚户区改造、中西部铁路建设等稳增长措施托底，以及地方债自发自还试点，表明政策着眼盘活存量、调整结构。

目前经济已出现企稳迹象，汇丰 PMI 值自 4 月份开始回稳，二季度连续三个月上涨，目前已经回到荣枯线 50 值上方。

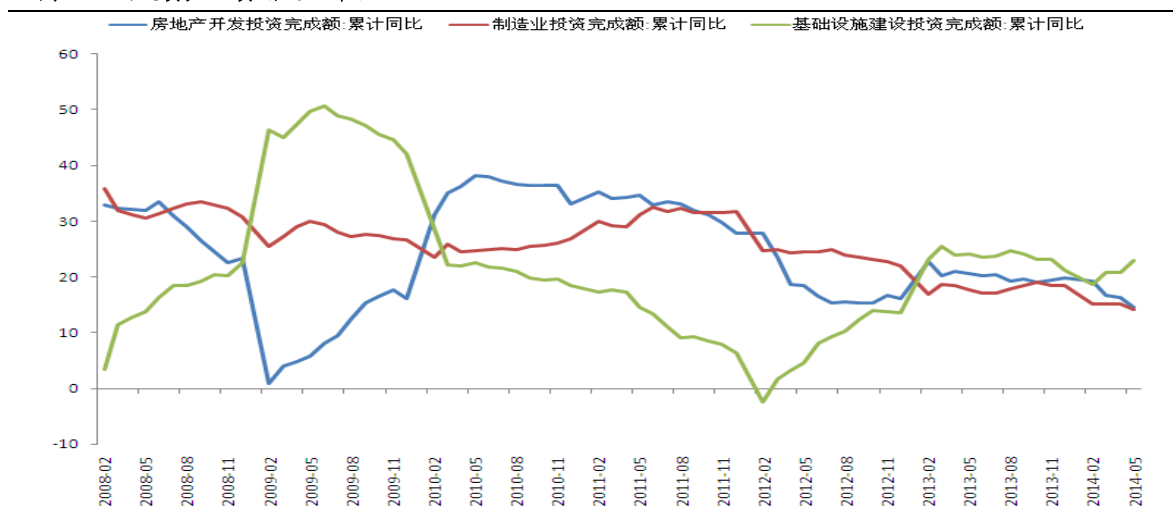
但不可否认，房地产价格下滑仍是较大风险，短暂企稳，但结构上基建、服务业能否对冲房地产和制造业投资的持续下滑值得关注；即使房屋销售改善，房地产投资也难有起色，保障房投资预计只能部分对冲房地产投资下滑。稳增长只能靠投资，更具体的要靠房地产和基建投资。

1.2 政策托底，存量中调结构

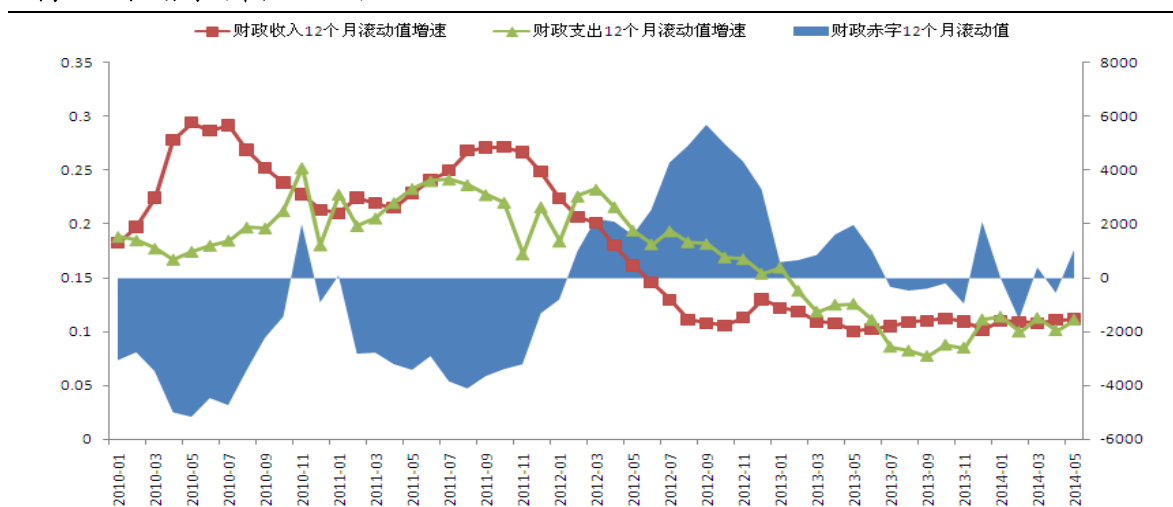
5 月份财政支出增速明显上升，与基建增速的上行表现一致；赤字的上升可能部分由于支出力度的加大，部分由于收入增速的下滑；赤字的变化也表现出一定的季节性：上半年赤字积累，下半年赤字减少；财政投放加速、赤字创历史新高可能导致后期进一步扩大支出的能力受限。

国务院常务会议 4 月 2 日部署稳增长政策，包括小微企业减税、加快铁路建设和棚户区改造三项。

图表 3：固定资产投资增速（单位：%）



图表 4：财政赤字（单位：亿元）



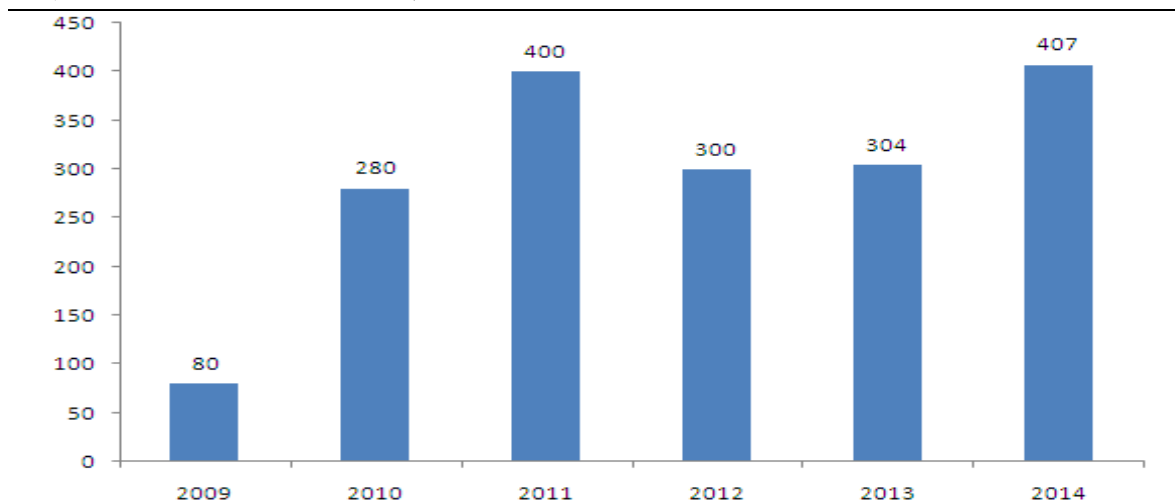
资料来源：WIND，恒泰期货研究所

棚户区改造计划调高 100 万套，开工量超预期。今年两会计划新开工 700 万套，其中各

类棚户区 470 万套，较年初的计划保障房新开工 600 万套（其中棚户区 370 万套）调高了 100 万套。在 13 年 6 月的国务院常务会议上，曾提出要加快棚户区改造，5 年计划改造 1000 万套。目前 13-14 年合计已有 774 万套，占 77.4%，预计最终改造数量将超过此前计划的 1000 万套。

落实棚户区改造计划对拉动经济具有较大意义。可以在一定程度上对冲房地产下滑的影响。13 年保障房投资为 1.12 万亿，占房地产开发投资 13.0%。14 年棚户区改造计划投资为 1 万亿，加上其他各类保障房，对拉动经济具有重大意义。在房地产投资增速下滑的情况下，棚户区改造力度的加大，可以在一定程度上对冲房地产下滑的影响。

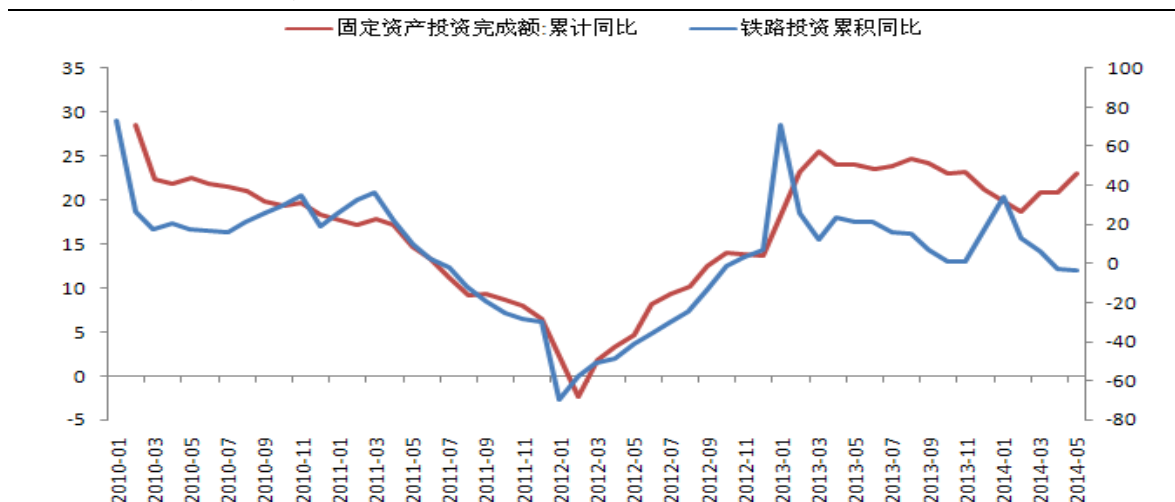
图表 5：棚户区改造住房建设计划（单位：万套）



资料来源：WIND，恒泰期货研究所

而从历史来看，由于铁路投资增速与基建投资增速具有良好的相关性，而今年前五个月的铁路投资增速仅为负增长，据此推算，今年的基建投资仍具有一定的上升空间，基建投资将会给投资增速带来一定的托底作用。

图表 6：铁路投资增速（单位：%）



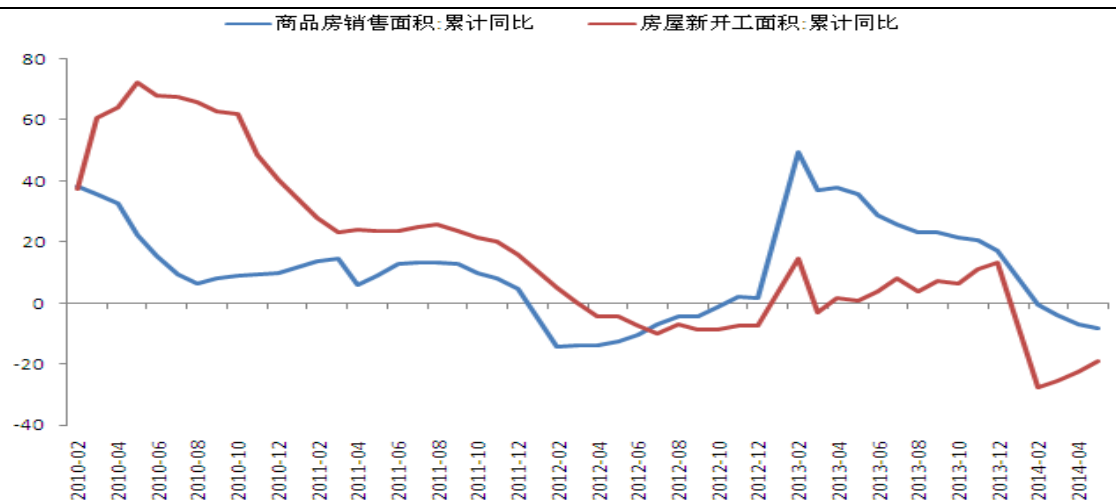
资料来源：WIND，恒泰期货研究所

1.3 房地产、地方债仍是风险点

中国工业经济走势与地产投资高度一致，源于经济靠投资驱动，而制造业、基建投资的

资金来源均依附于房地产。而地产销量领先于地产投资半年左右，是影响中国经济走势最重要的先行指标。但目前地产销量已经连续半年下降，4月份降幅高达14%，创09年以来新低，预示14年下半年的中上游增长不容乐观。而如果地产销量没有增长，很难想象与之相关的家具、家电需求能持续高增。事实上，去年12月以来家电、家具等消费增速已经出现大幅跳水。

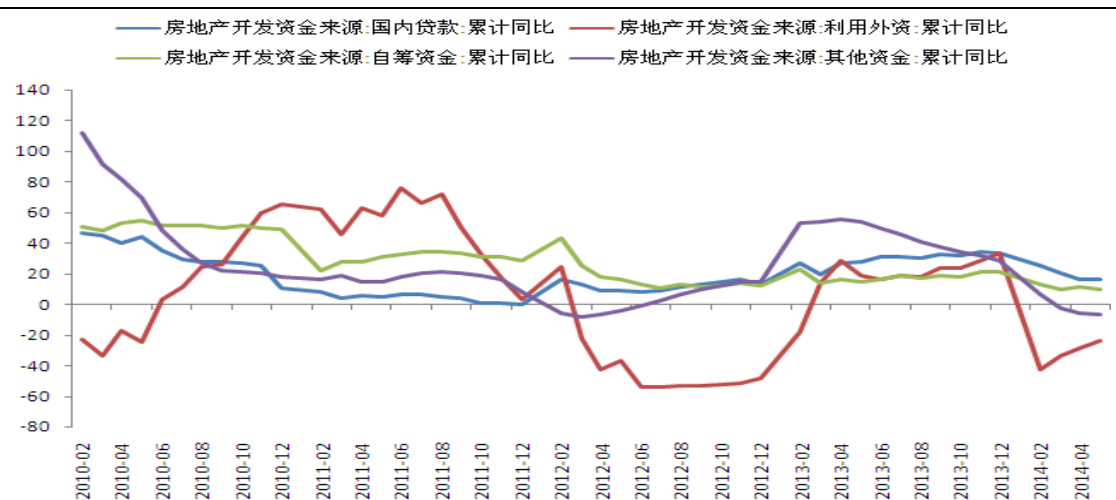
图表 7：房屋新开工面积增速/商品房销售面积增速（单位：%）



资料来源：WIND，恒泰期货研究所

政策层面上住建部表态“不刺激、不打压”，意味着并不会公开放松地产限购，维持之前政策的连续性。但是房地产涉及范围太广，无论从央行召开会议号召放松个人按揭贷款，还是地方政府或明或暗的松绑限购政策，都表明政策层面上有放松房地产控制的倾向。尤其是房屋库存较高，降价压力更大的二线城市，这种倾向更为明显，而一线城市由于舆论关注度过高，且房价相对稳定，可供放松的空间也比较有限。尽管政策层面上明显倾向于宽松，但在悲观预期逐步发酵下对于刺激个人购房意愿以及银行发放按揭贷款的意愿的效果都不明显。另一方面融资渠道收紧的趋势在下半年也不会有太显著的改善。

图表 8：房地产资金来源增速（单位：%）



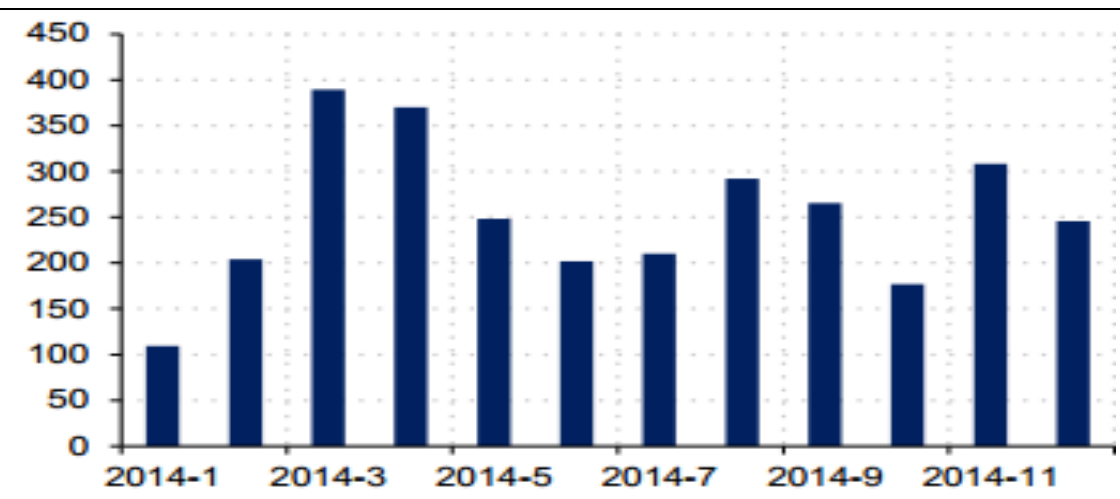
资料来源：WIND，恒泰期货研究所

另外，地方政府债务偿债压力仍然较大。以城投债为代表，6月开始全年仍有1700亿的债务到期，如果考虑到平台贷款以及非标融资渠道，全年还本付息的压力会更大。同时由于同业清理和表外业务的收缩，地方政府的融资渠道收紧，这也会增加偿付压力。因此也难

有余力推出大的刺激措施。

5月19日国务院印发《2014年地方政府债券自发自还试点办法》，批准上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还，试点地区发行的政府债券为记账式固定利率附息债券。预计地方降杠杆、中央加杠杆将成为未来趋势。

图表 9：城投债到期量（单位：亿元）



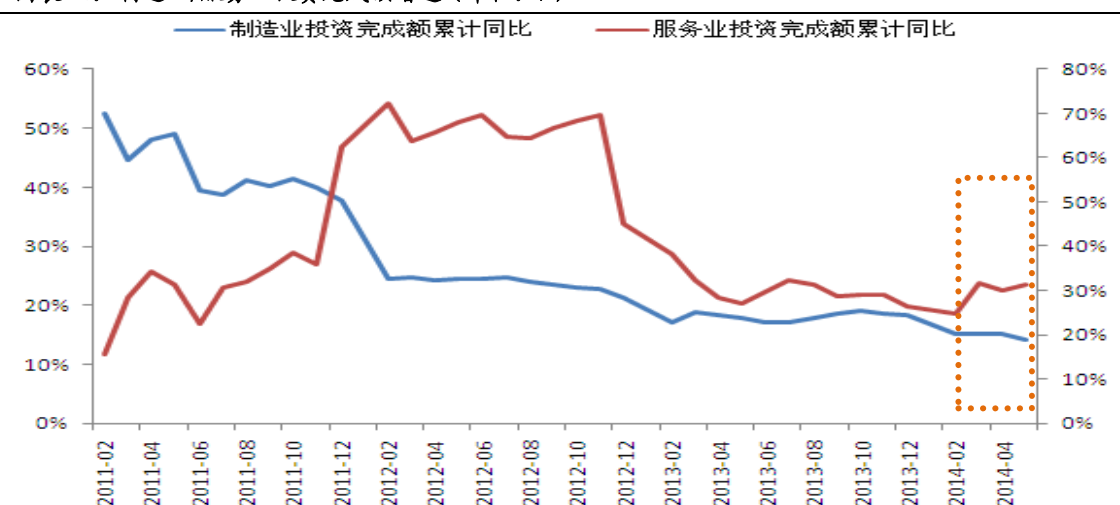
资料来源：WIND，恒泰期货研究所

1.4 服务业崛起，对冲有限

在经济结构调整过程中，服务业的增长会对冲一部分工业的下滑，下游消费的增长的重要性高于中上游的生产，投资的重要性会慢慢下降，工业、投资类指标已经不是全面反映经济变化的指标。长期来看，我们承认在经济下滑的过程中工业和投资增速必然趋势下滑，但短周期来看，两者在经济增速上行过程中依然起着驱动力的作用。

从占比来看，服务业投资的占比仍低于 20%，基建投资的占比也仅略高于服务业，房地产和制造业占总投资的比例约为 60%。服务业、基建投资增速已经达到近 3 年的高点，进一步提升空间有限。

图表 10：制造业/服务业投资完成额增速（单位：%）



资料来源：WIND，恒泰期货研究所

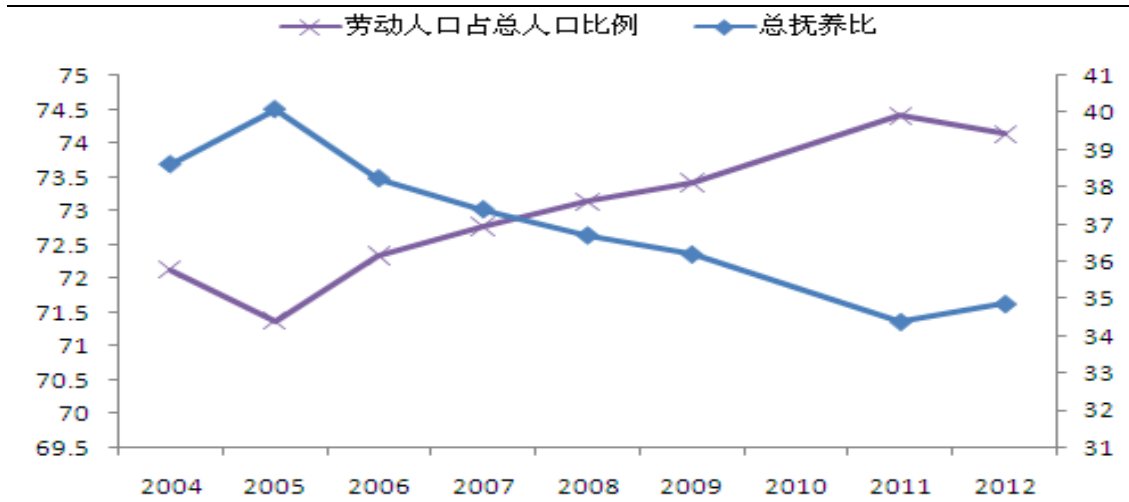
人口红利结束，劳动参与率下降。从人口年龄结构来看，中国的人口红利已经结束，15-59 岁的劳动年龄人口在 11 年达到 9.41 亿人最高值后开始下行，13 年已降至 9.35 亿人。同样，

劳动年龄人口在总人口中的占比也逐渐下降，已从 10 年的 70.1% 快速降至 13 年的 68.7%。

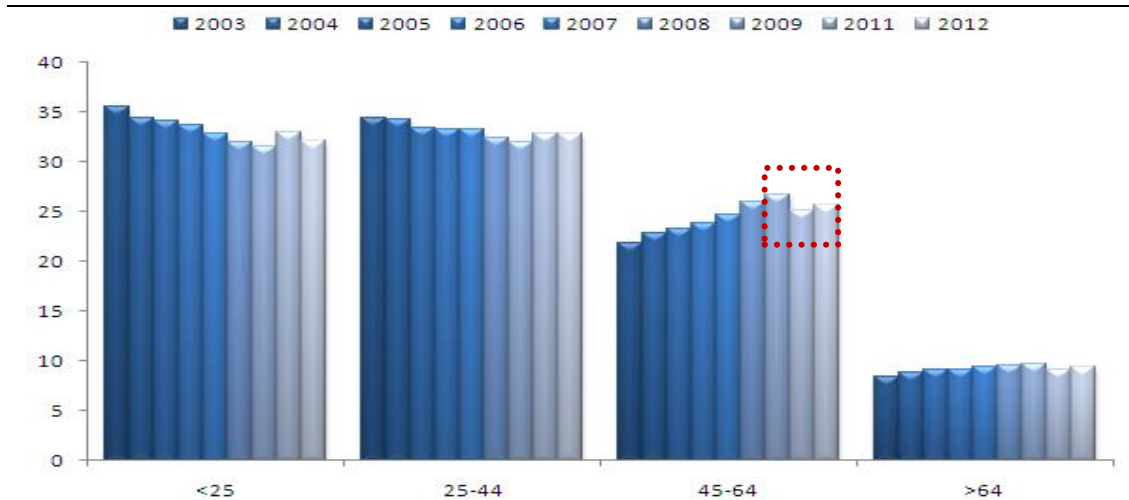
中国人口抚养比将持续上升。人口抚养比指非劳动年龄人口数与劳动年龄人口数之比，中国人口抚养比自 1965 年之后长期下降，在 2010 年降至 0.44 的低位水平。然而，2010 年之后中国人口抚养比面临长期持续上升的趋势，主要由老年人口抚养比不断上行所带动。抚养比上升意味着国民收入中用于非生产性的消费支出，如医疗、社保等支出大幅增加，就会减少生产性投资比例，导致国民收入增长速度下降。

地产、汽车等销量的见顶意味着工业化发展达到顶峰，而在存量经济时代，传统工业的另一条出路是服务化，无论美国还是日本，在工业化见顶之后，以专业商业服务业为代表的生产性服务业迎来大发展时代，其增长远高于 GDP 增速，占 GDP 比重也持续提升。我们认为，未来工业生产的上、中、下游都可以独立成为专业的公司。例如上游的研发、设计、设备租赁；中游的质量控制、人力资源；下游的广告、产品销售、物流等，通过专业化的分工可以提高生产效率。

图表 11: 劳动人口占比/总抚养比 (单位: %)



图表 12: 人口年龄分布占比 (单位: %)



资料来源: WIND, 恒泰期货研究所

1.5 货币政策中性偏松

中国货币政策传导机制正在发生着变化。过去是粗放式经济，信贷、M2 等数量指标对

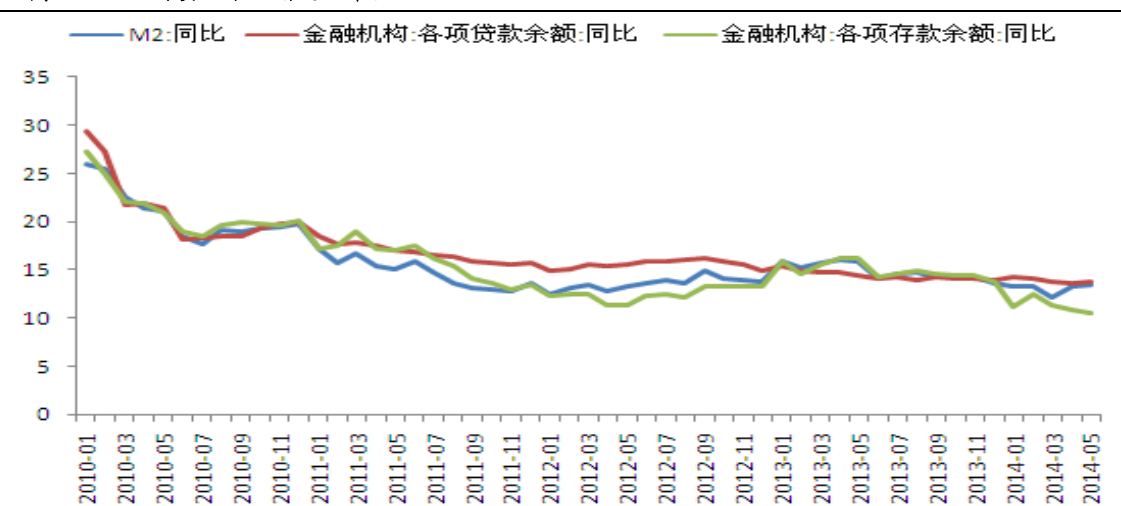
经济有显著影响，因而央行可以通过公开市场操作调控超储率，进而影响货币供应。现在去杠杆是存量经济，数量指标基本失效，而价格指数影响与日俱增，因而未来央行或将更多通过利率的方式影响资金价格，进而影响实体经济需求。

5月30日国务院常务会议称经济下行压力较大，要坚持稳健货币政策，落实金融对实体经济支持。主要体现在两方面：一是微调力度加大，包括加大定向降准的政策力度，扩大再贷款和专项金融债规模。二是规范同业、信托、理财和委托贷款，清理不必要的资金通道。总体看来，目前货币政策仍以定向宽松为主，以降低融资成本为主要目标，而难以全面放松。

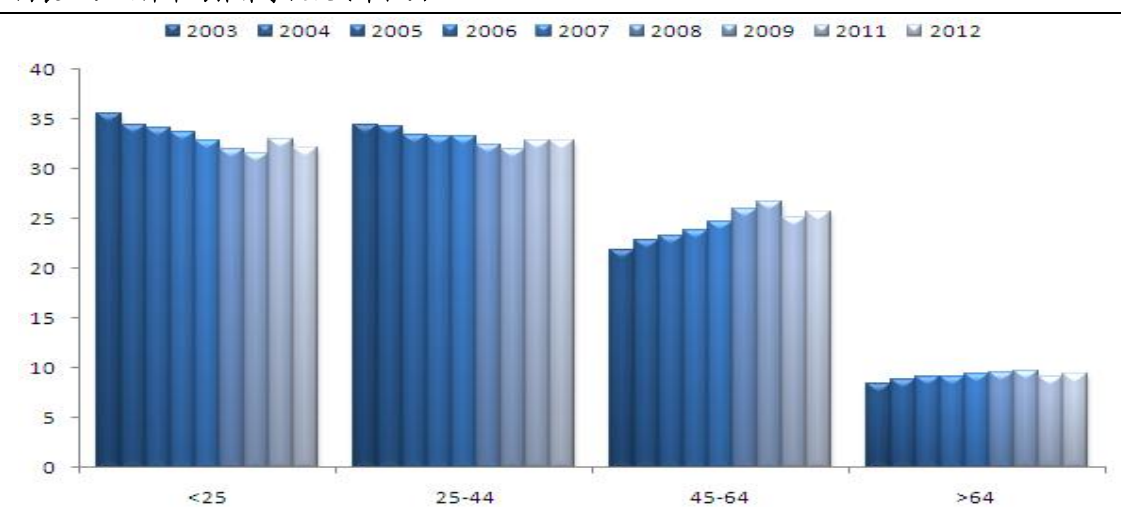
4月25日、6月9日两次定向降准分别释放流动性800亿和700亿左右；定向再贷款2000-3000亿元；民生、兴业、招商、宁波定向降准；一次全面降准释放流动性5000亿左右；相比以往连续多次全面降准、降息的政策组合，目前为止政策力度不大，重在“调结构”

上半年外汇占款、公开市场投放均不多，存款增长缓慢导致的法定存款准备金需求较小以及财政资金加速投放一定程度上缓解了超储的压力。下半年预计央行会加大公开市场投放的力度。即使央行不改变逆回购的利率，在资金宽松的情况下，该利率不是资金利率底，而应该处于资金利率中枢偏上的位置。

图表 13: M2/存贷款余额增速 (单位: %)



图表 14: 公开市场操作净投放 (单位:)



资料来源: WIND, 恒泰期货研究所

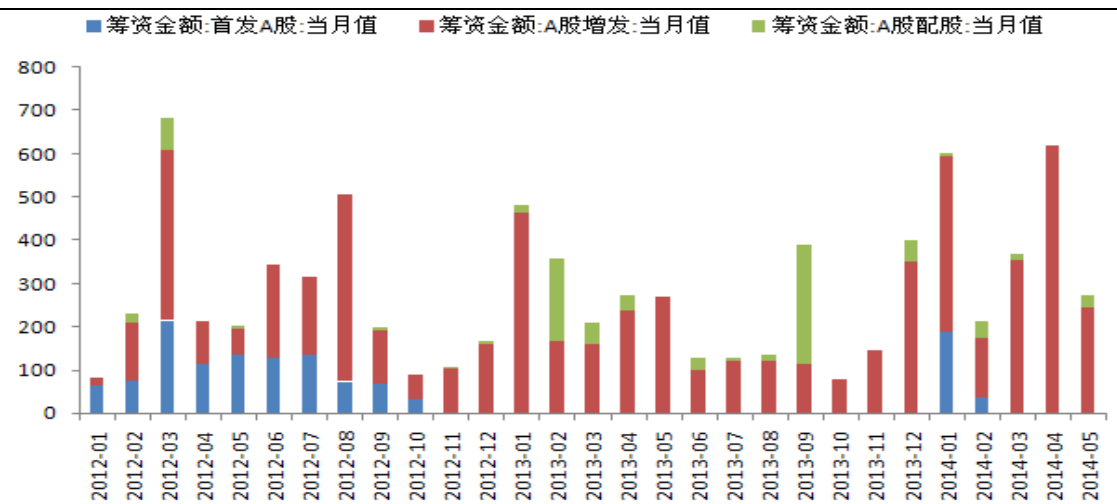
下半年进一步加码的可能性较小，一方面是财政刺激力度的持续性有限；另一方面是第三季度的经济增速对于全年目标的完成意义重大。

二、IPO 靴子落地

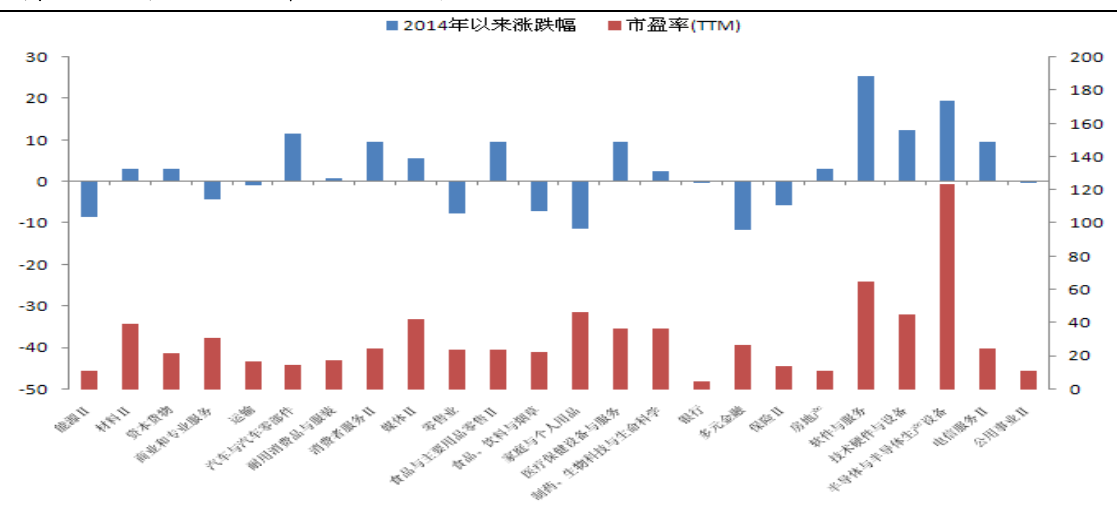
二季度 IPO 终于落地，正式开闸并成功上市 45 家公司，但是市场供求关系并没有出现明显改善，市场流动性压力未减。从融资规模上看，2014 年上市公司增发募集资金规模较 2013 年和 2012 年有了明显上升，截至 2014 年 5 月，上市公司股权融资合计 2773.94 亿元，较 2013 年同期 2005.73 亿元出现了小幅回升，但是从融资结构上看，增发募集较前期有了很大提升，截至 2014 年 5 月增发募集规模合计 2515.63 亿元，高于 2013 年全年的 1932.64 亿元。

IPO 开闸后，预计从 6 月开始至年底，将有 100 家左右公司上市，市场短期将会继续承压。证监会表示，要抓紧推进发行、并购重组、退市等基础性制度改革，做好新股发行工作，稳定市场预期，抓紧研究注册制改革方案，逐步探索符合我国实际的股票发行条件、上市标准和审核方式，统筹好注册制改革的力度和市场的可承受度。

图表 15: A 股筹资金额 (单位: 亿元)



图表 16: 各行业涨跌幅 (单位: %) 及估值



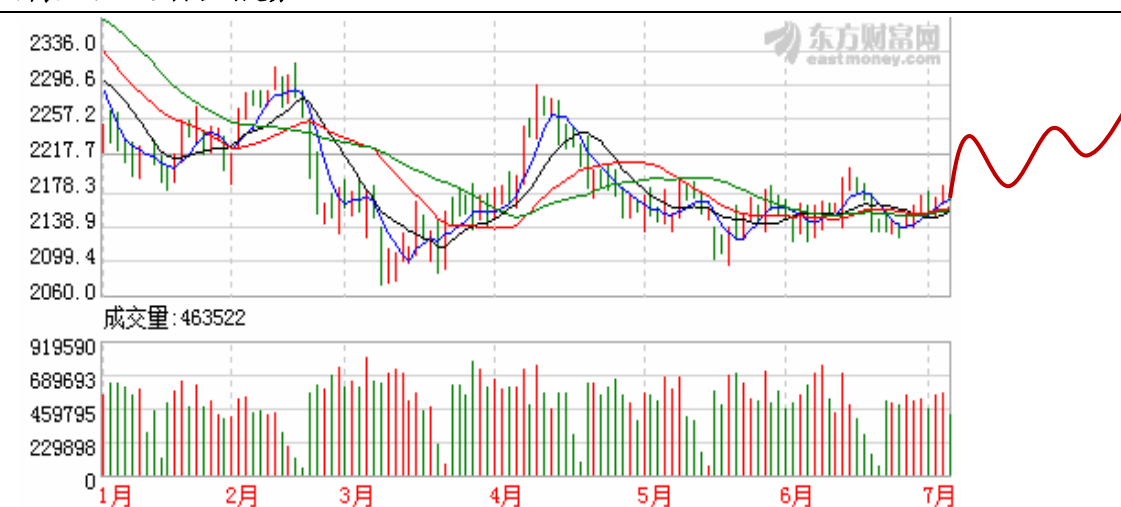
资料来源: WIND, 恒泰期货研究所

三、2014 年下半年展望

展望下半年，房地产投资面临加速下滑风险，带动经济增速不断回落。二季度微刺激和定向降准注入流动性，三季度在高基数以及房地产和制造业投资不断下滑的影响下，政府需要更大的刺激力度才能保证三季度同比走稳。在底线思维下，政府或将托底经济，防止过快滑落。但是稳增长的同时希望兼顾调结构，不愿意一步放松到位，而是根据经济形势的变动不断预调微调财政和货币政策。全年来看，微刺激政策将会成为常态。从货币政策的角度来看，稳增长需要一定的融资作为保证，全年定向宽松或将继续。下半年的不确定性在于政策的节奏，即观察到经济企稳后何时决定退出。

2014年上半年上证综指屡次下探2000点整数关口，在低位震荡数月，二季度利好频发，也未能阻止资金的不断离场，成交量不断萎缩。下半年探底趋势不变，投资者情绪是否能回暖有待政策红利的释放，大盘较大概率将维持低位震荡、缓慢上行的慢牛行情。

图表 17: IF 当月合约走势



图表 18: 沪深 300 指数走势



资料来源: WIND, 恒泰期货研究所

免责声明

本报告由恒泰期货研究所编制。

本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表，不构成广告，在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券、期货或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关本公司及关联机构的信息外，恒泰期货没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的期货、市场及发展提供完整的陈述或总结。恒泰期货不承诺投资者一定获利，也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险，投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因采用不同假设和标准而与恒泰期货其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于恒泰期货研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关期货的研究。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。恒泰期货没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别期货或衍生品的估值，亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交，任何价格并不必然反映公司内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设，基于公司或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

未经恒泰期货事先书面许可，恒泰明确禁止全部或部分地再分发本报告。恒泰对第三方的该等行为不承担任何责任。期货有风险，投资需谨慎！