

改革带来曙光，股指牛市值得期待

摘要：

●2014 下半年的牛市行情，央行降息降低企业融资成本是行情产生的重要因素，同时融资融券业务的展开也从一个侧面为行情的发动提供了“子弹”。但是基本面和股市的背离也是不争的事实，从历史来看缺乏基本面支撑的牛市是很难得到延续的，

●国内经济仍处于调结构、降增速的阶段，如何平稳的从量向质过渡将成为未来一年政府的主要任务。在经济增速放缓已成定局的局面下，“一带一路”和基础设施建设将成为对冲风险的主要手段。从全球市场来看美国经济强势仍将在 2015 年延续，美联储或在 2015 年加息，全球美元回流美国市场或对国内市场产生一定影响，但这也为我国政府进行宽松放水提供了条件。同时俄罗斯危机需要在 2015 年重点关注，“黑天鹅”事件或对全球市场产生冲击。

●2015 年上涨推动力依然是低估值的蓝筹股，降息、降准是市场的必备条件。在这种大环境下，整体市场的牛市值得期待，但是对于节奏的把握和风险的控制仍很重要。从具体点位来看 300 指数或将上涨至 4000 点，对于股指期货操作来看我们给出三条交易策略：1、调整做多；2、年中或有调整；3、高位做空

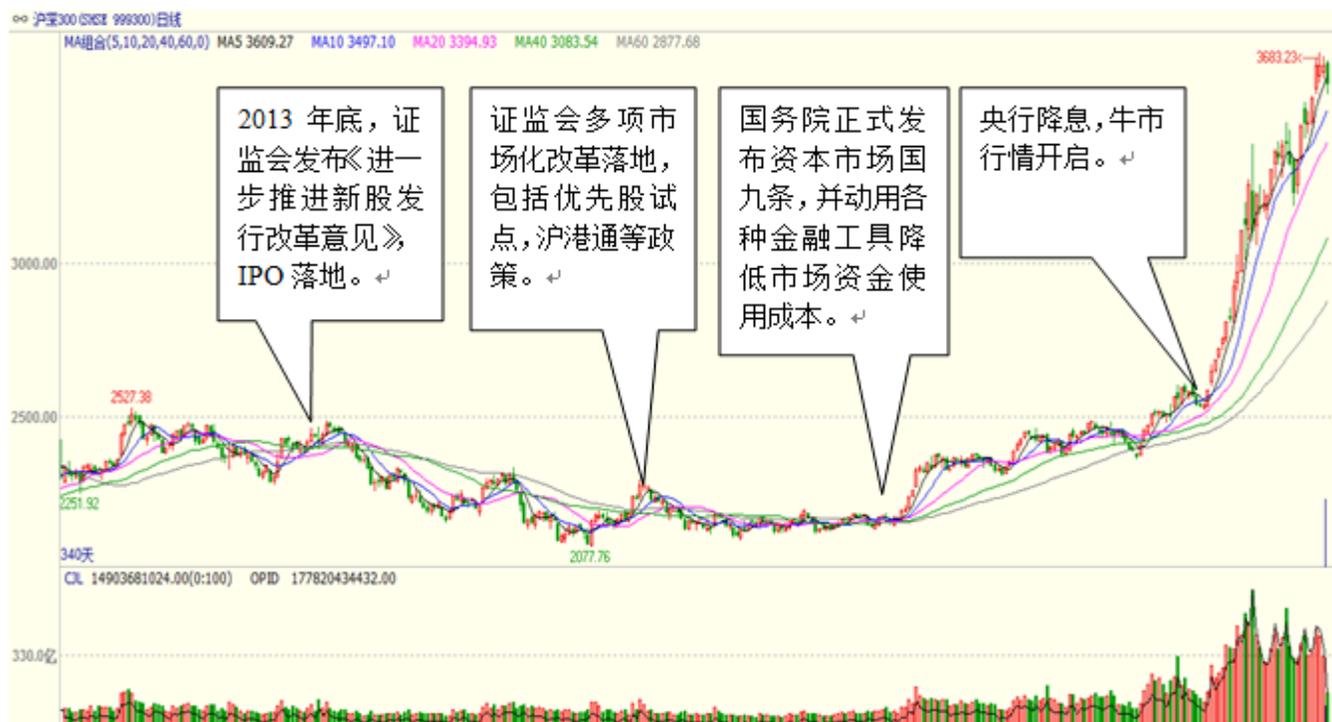
目录:

- 一、 2014 年的“先抑后扬”走势
- 二、 经济下行压力犹存，基建投资或对冲下行风险
 - 2.1 下行趋势暂难改变，通缩压力犹存
 - 2.2 基础设施建设或成为对冲经济下滑的关键
 - 2.3 2015 全球宏观热点
- 三、 股市“牛市”和经济“熊市”背离难持久
- 四、 金融衍生品改革加速，市场迎来新机遇
 - 4.1 金融衍生品版图扩大
 - 4.2 注册制改革和 IPO 发行
 - 4.3 深港通推进，A 股或纳入国际指数
- 五、 2015 年行情展望及操作思路

一、2014 年的“先抑后扬”走势

如果我们站在一个更长周期来看待 2014 年，2014 年势必成为“牛熊市场”转换的重要一年。回顾 2014 年全年走势，“先抑后扬”可以成为市场走势的主要特征。

图一：2014 年沪深 300 指数走势图



数据来源：通联期货研发部

2014 年一季度由于 IPO 的重启，市场对于流动性、资金面的担忧明显上升，同时整体宏观经济增速的放缓加重了市场的悲观情绪，受此影响沪深 300 指数呈现阴跌格局，指数较 2014 年初下跌 183.72 点，跌幅 7.88%。

进入二季度，市场改革步伐开始加速，金融市场方面优先股试点、沪港通等政策纷纷出台，而在实体经济方面，各地纷纷展开国企改革，加速调整产业结构。在这种大背景下，沪深 300 指数逐步企稳，横盘震荡、波动率下降成为了二季度的主要写照。最终沪深 300 指数在年中报收于 2615.21 点，较三月底小幅上涨 18.81 点，

涨幅 0.88%。

进入三季度，宏观经济下滑更加明显，制造业消费的下降也使得大宗商品价格下跌明显。但与二季度不同的是三季度央行明显加快了公开市场操作，同时操作手段也更为丰富，操作方式包括 SLO、MLF、SLF 等，意在维持市场的流动性宽松。受此提振，三季度沪深 300 指数较二季度上涨 285.87 点，上涨 13.2%，报收于 2450.99 点，这也为四季度的快速拉升打下了坚实的基础。

进入四季度，国内经济下滑仍在继续，与之相反的是沪深股票市场纷纷大幅拉升，尤其在 11 月初央行重回降息周期之后，指数出现了罕见的大盘蓝筹股的拉升行情，在短短一个月的时间沪深 300 指数大幅拉升进 1000 点，并以连续六周的阳线结束全年交易，截止 2014 年 12 月 31 日，沪深 300 指数报收于 3533.71 点，较三季度上涨 1082.72 点，涨幅 44.17%。

如果我们简单回顾 2014 下半年的牛市行情，央行降息降低企业融资成本是行情产生的重要因素，同时融资融券业务的展开也从一个侧面为行情的发动提供了“子弹”。但是基本面和股市的背离也是不争的事实，从历史来看缺乏基本面支撑的牛市是很难得到延续的，对于基本面的判断是未来行情判断的基础，因此我们将在首先对于 2015 年度国内宏观经济情况进行简单的分析。

二、经济下行压力犹存，基建投资或对冲下行风险

2.1 下行趋势暂难改变，通缩压力犹存

自从2012年一季度国内GDP同比回落至8%以下，我国GDP数据一直处于“七上八下”的横盘区间，应该说政府这种主动降低增速，提高经济增速质量的做法值得肯定，从中长期保证了我国经济的平稳发展。但是从短周期来看，**经济阵痛期难以避免**。从量化数据来看截止到去年12月，CPI当月同比上涨1.5%，PPI同比下降2.7%，市场的整体通缩压力依然存在。与之相呼应的是工业增加值的逐月下降，当前我国工业增加值运行在6%-8%，这一数据已经和2008年金融危机时相近，可见作为我国经济支柱的第二产业的下滑明显。因此进入2015年宏观经济依然将面临较为明显的通缩及经济下滑压力。

但去年年底的中央工作经济会议中依然将“保增长”放在重要位置，因此我们认为GDP增速依然会运行在7%以上，“硬着陆”发生的可能性不大，但是在经济下行的大背景下，整体宏观经济依然不容乐观。

图二：中国月度CPI和PPI数据



图三：工业增加值月度同比值



数据来源：wind, 通联期货研发部

大量的政府投资一直是我国保持经济高增速的主要手段，虽然投资有着光鲜的结果，但是在光鲜的背后是一大批过剩产能和债台高筑的地方政府。

我们先来看前者，在当前国内大宗商品市场几乎所有的品种都面临供大于求的局面，这种背景不仅使得几乎所有大宗商品价格经历了熊市的一年，更严重的结果造成了许多银行业的坏账，去年震惊全国的钢贸企业违约事件就是源于钢价的大幅下挫。因此如何解决国内过剩产能成为了今年政府的重要任务，“一带一路”的概念因用而生，依托中国在高铁、电力等优势行业，输出过剩产能，将成为今年全年的重中之重。

相比于前者，我们认为后者所带来的风险及压力更大。据不完全统计今年陆续到期的地方政府债约有 2.5 万亿。我们从外媒了解到去年年底到今年年初已经出现了部分地方债务到期未能偿付的现象，最后虽然都以展期得以解决，但是今年**地方债务违约风险**势必将明显上升。2014 年 10 月初国务院下发了《关于加强地方政府性债务管理意见》，规定地方政府不得通过企事业单位举债，政府性债务作为硬指标纳入业绩考核。老债要还，新债难发，这种局面下最为明显的就是整体投资额的降速。我们从图四可以明显看到无论是固定资产投资还是房地产投资在整个 2014 年都处于下降趋势之中，房地产投资增速更是下滑到了 10% 以下，整体状况直逼 2008 年金融危机。

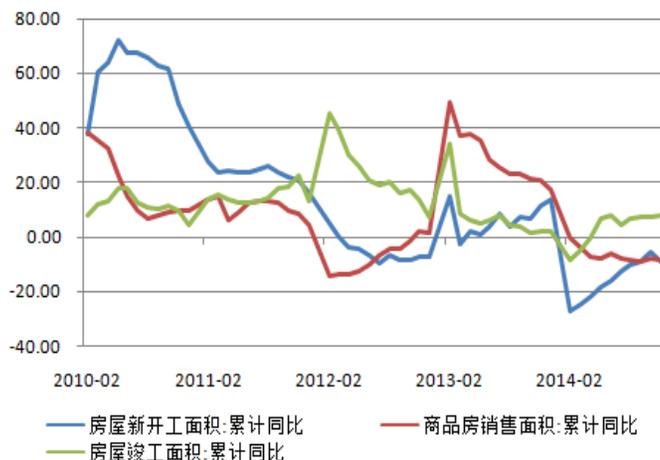
同时作为国内支柱的房地产行业也在 2014 年进入到了冬季。从图五我们可以清晰的看到，竣工面积和新开工面积并稳步上升，但是销售面积则出现了明显下滑，虽然各个省市都出台了一定的刺激政策，但似乎效果并不良好。我们认为在我国城镇化加速的当下，而且房地产行业作为我国的支柱行业，在这种大背景下房地产崩

盘的可能性很小，但在高库存、低消费（80后结婚潮已经过去）的局面下，这次的房地产熊市的跨度可能较2008年更长。预计政府在2015年中会继续出台房地产的宽松政策，但是我们认为对于市场价格可能影响较为有限。

图四：全国固定投资及房地产月度同比数据



图五：房地产行业数据



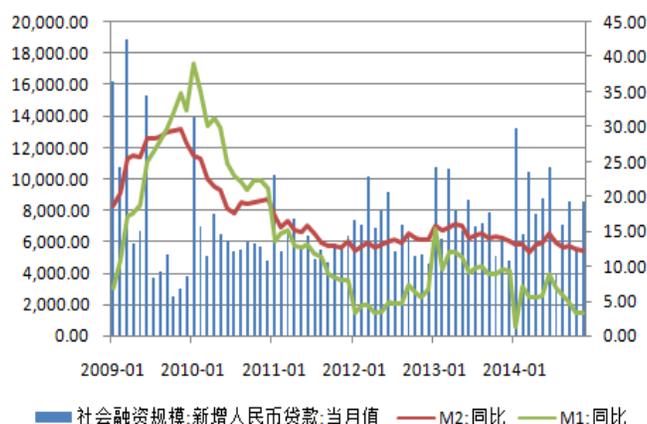
数据来源：wind, 通联期货研发部

虽然上游原材料价格在2014年经历了熊市的一年，但是整体工业企业的利润额却没有明显上升，我们看到图六的工业企业利润累计同比增速连续回落，在这种大背景下产生的结果就是社会融资需求的下降，2012年全年社会融资额同比上升超过20%，而从2014年前11个月的数据来看，融资额同比可能下降7%以上，这种融资需求的下降从一个侧面反映出了当前整体宏观经济的颓势。虽然银监会一直解决中小企业融资难问题，但是融资成本和企业利润是政府难以控制的，因此我们需要分清不想贷和贷不起的区别。从未来一年来看，我们认为流动性宽松将是大概率事件，我国已进入到降息周期，市场普遍预期全年至少会有1-2次降息和2-3次降准，我们这里也就不多说了，但是否能够做到降低资金使用成本，依然是企业能否良性发展的前提。

图六：工业企业利润累计同比



图七：社会月度新增贷款及 M1、M2 数据

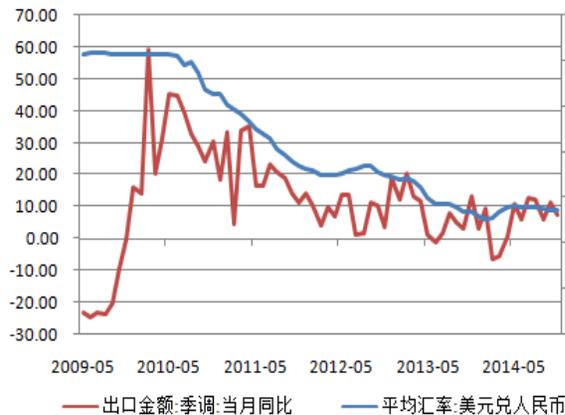


数据来源：wind, 通联期货研发部

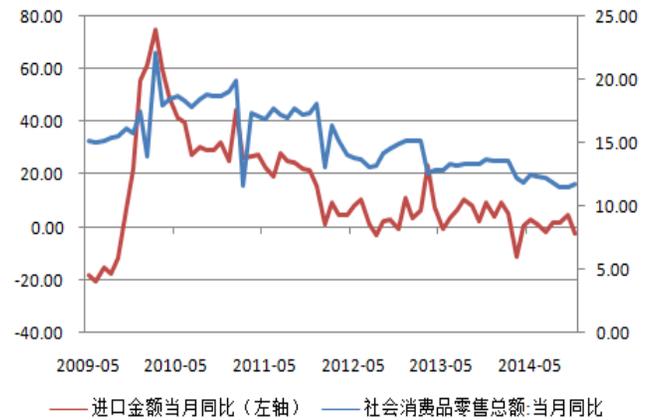
2.2 基础设施建设或成为对冲经济下滑的关键

人民币的升值趋势在 2014 年有所趋缓，但我们这里仅仅局限于对于美元的升值趋势，对于其他货币人民币依然维持较高的升值速度。人民币的升值最直接影响的就出口数据，虽然从整体运行区间来看今年的出口金额同比基本运行在去年同期水平，但相交之前几年的高速增长来看，出口消费的下滑是个不争的事实。进入 2015 年日本量化宽松政策继续；欧洲经济依然处于弱势之中；全球大宗商品消费依然处于熊市，国内出口消费可能仍将处于中性。相较之出口的平稳表现，我国的进口（内需）表现则相对比较疲软。如果从进口额来看，2014 年进口额基本与 2013 年持平，这固然有国际大宗商品价格走低，尤其是石油价格的走低，降低了我国进口的成本。但如果以 7% 的经济增速来衡量，进口消费的增速就较为疲软了。而且从国内社会消费金额来看，下降的趋势还是比较明显的，因此从当前市场格局来看内外需消费的双双下降，也就是拉动我国经济增长的三驾马车中有两驾都出现问题，那么剩下的那一架马车就成为了我们重点需要关注的对象。

图八：我国出口金额当月同比



图九：社会消费金额及进口金额同比



数据来源：wind, 通联期货研发部

表一：发改委新批高铁、机场项目

	投资金额
11月5日	
南昌至赣州铁路	532.5
连云港至镇江铁路	464.62
格尔木至库尔勒铁路	376.4
衢州至宁德铁路	304.85
祥云至临沧铁路	155
南昆铁路南宁至百色段第二线	98.83
和顺至邢台铁路	66.4
10月30日	
蒙西至华中地区煤运通道	1930.4
大同至张家口铁路客运专线	179.9
川藏铁路拉萨至林芝段	366
10月22日	
商合杭铁路芜湖长江公铁大桥	86.46
郑州至万州铁路	974.3
松原查干湖民用机场	7.84
青海果洛民用机场	11.33
内蒙古扎兰屯民用机场	4.67
云南省澜沧民用机场	15.33
贵州仁怀民用机场	15.73
黔江至张家界至常德铁路	384.4
10月16日	
锦州港至白音华铁路扩能工程	256.38
大理至瑞丽铁路	257
玉溪至磨憨铁路	

数据来源：通联期货研发部

“一带一路”战略成为了未来最终重要的国家发展战略，其主要任务就是输出中国过剩产能、获取资源、强化贸易等战略问题。市场预期中国“新马歇尔计划”或将投资4万亿元，对于市场的提振作用显现无遗。除了向外投资以外，发改委近期也集中审批了基础建设等新项目，整个10月到11月发改委一共新批了16条铁路和5个机场（具体项目详见表一），牵涉投资资金约9000亿元。中央定调明年的整体宏观经济依然以“稳增长”为首要任务，稳增长的方式多种多样，但是加大基础建设是其中重要的一环，任何改革都需要以此为基础。

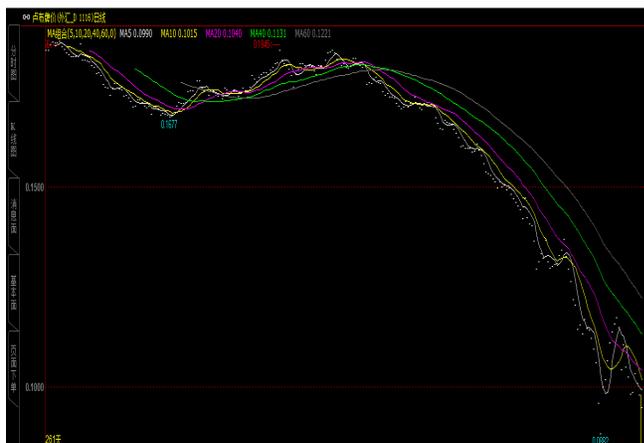
2.3 2015 全球宏观热点

从全球2015热点来看，美俄成为了两个不得不说的热点。

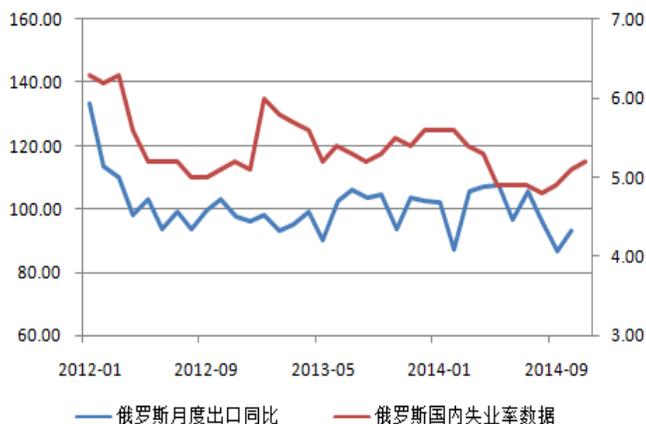
◇俄罗斯

原油大幅下挫使得俄罗斯经济受到严重打击，虽然普京依然强调俄罗斯整体经济经得住原油的进一步下跌，但是从实际情况来看俄罗斯国内经济的下滑恐怕难以避免。最为明显的就是卢布的大幅度贬值，其次就是失业率的逐步上升，再者就是出口数据的大幅回落。市场普遍预计原油价格跌至60美元左右，俄罗斯经济就将进入萎缩，而如果原油跌至40美元，那么俄罗斯经济萎缩可能达到2%-3%。因此2015年我们第一个需要关注的就是原油大跌可能引发的俄罗斯危机，我们也将此列为2015年全球最大的“黑天鹅”事件。如果原油再度大幅下挫的话，一种可能就是俄罗斯经济垮塌，而作为同盟的中国，势必会受到或多或少的影响。另一种可能则俄罗斯选择进行一定的“武力抵抗”，无论发生哪种选择，对于中国经济都会产生一定的冲击，因此对于我们来说原油危机是2015年必须考虑在内的风险事件。

图十：俄罗斯卢布近一年走势



图十一：俄罗斯国内失业率及出口数据



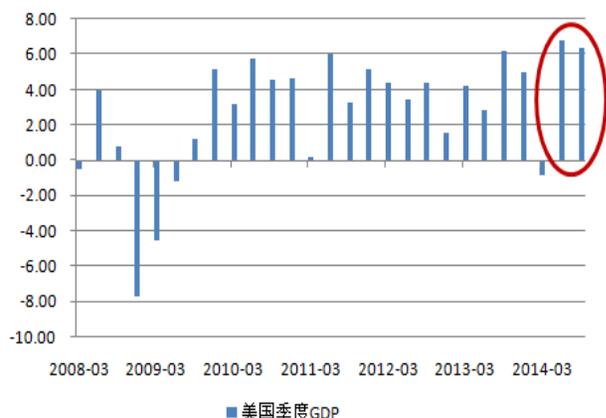
数据来源：文华财经，wind, 通联期货研发部

◇美国

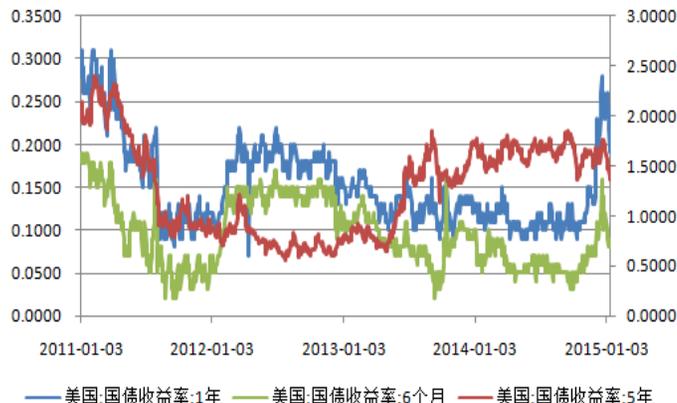
美国经济稳步复苏应该不用多说，GDP 季度数据连续增加，截止到 2014 下半年已经突破 6%。同时我们看到最为重要的失业率数据已经下降至 6% 以下，这一数据也已经达到美联储的设定目标，而且作为失业率的辅助数据非农就业数据也呈现稳步上升，就业市场的稳定复苏为美联储升息提供了升息的条件；但另一个重要数据的核心 CPI 却一直运行在 2% 以下，经济活跃度较为有限，这就使得美联储对于加息仍有顾虑，毕竟当前市场通胀压力并不大，在经济稳步回升到局面下贸然加息可能并不利于经济的复苏。

无论美联储何时进行加息，我们认为美元的强势周期已经到了，欧元区的疲软、日本“厚颜无耻”的量化宽松，再到中国经济增速的放缓，都使得美元开始回流本土市场，如果美联储再进行加息的话那么美元回流的速度将会加快。对于我国经济来说势必会产生一定影响，但如果我们从另一个角度来看，美元回流所留下的资金空缺却又为央行放松流动性提供了条件和背景。因此 2015 美元的强势对于我们经济或许将成为一把有力的“双刃剑”，就看我们怎么把它利用好了。

图十二：美国季度 GDP

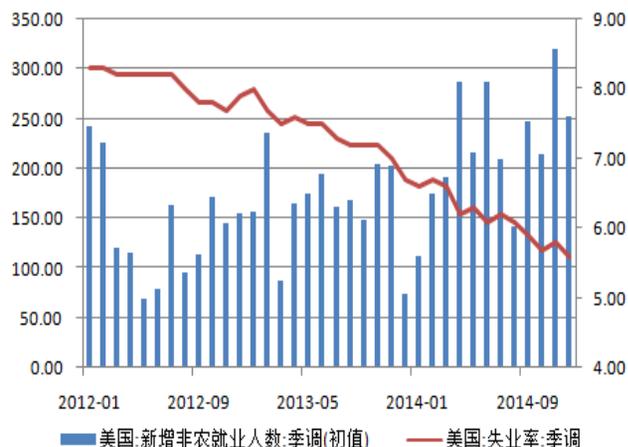


图十三：美国中长期国债收益率

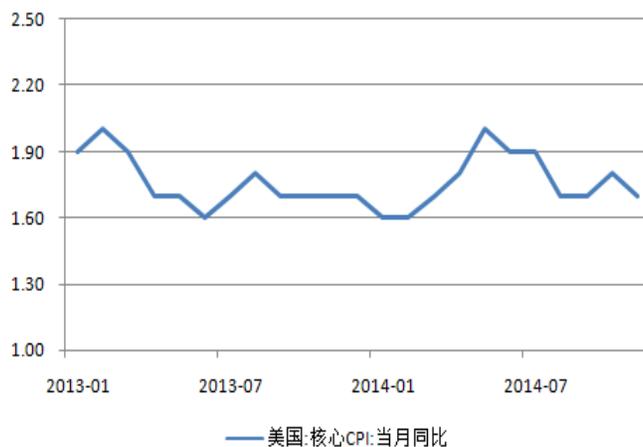


数据来源：wind, 通联期货研发部

图十四：美国失业率与非农就业情况



图十五：美国核心 CPI 月度同比



数据来源：wind, 通联期货研发部

总结：国内经济仍处于调结构、降增速的阶段，如何平稳的从量向质过渡将成为未来一年政府的主要任务。在经济增速放缓已成定局的局面下，“一带一路”和基础设施建设将成为对冲风险的主要手段。从全球市场来看美国经济强势仍将在2015年延续，美联储或在2015年加息，全球美元回流美国市场或对国内市场产生一定影响，但这也为我国政府进行宽松放水提供了条件。同时俄罗斯危机需要在2015年重点关注，“黑天鹅”事件或对全球市场产生冲击。

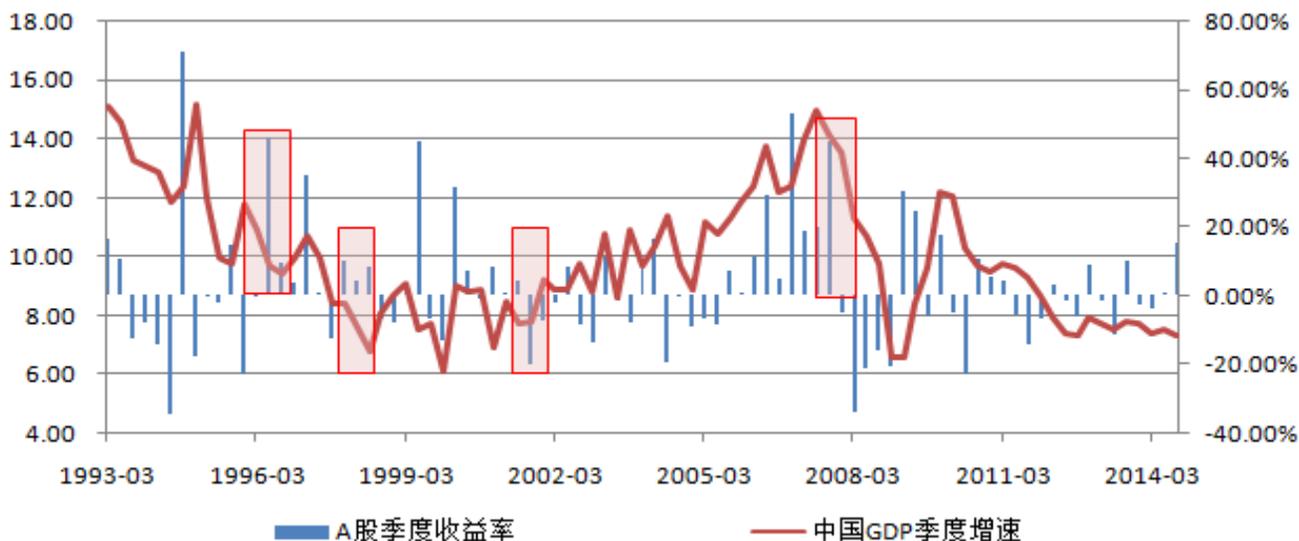
三、股市“牛市”和经济“熊市”背离难持久

从长周期角度来看，A股季度收益情况基本和国内GDP增速维持高度的相关性，尤其在经济处于上升或则下降的过程中。我们以半年作为时间节点来挑选股市与经济背离的情况，我们发现在1996年、1998年和2007年三次出现过经济增速下滑和股市牛市同时发生的情况。我们先不讨论2007年源于金融危机的增速回落，回顾1996年和1998年，两个年度的的不同就在于GDP增速，1996年的GDP增速都在10%左右，经济处于高位回落调整；而1998年经济增速在7.5%，预计经济调整的底部。但是这两个年份有着几个和当下不同的因素：

- (1) 工业利润额由负转正，工业企业利润情况正在得到好转。
- (2) 政策环境大幅宽松，无论是贷款利率还是存款准备金率都在下降。
- (3) 改革加速，国企改革、房地产改革。

这些因素造成了当时的整体宏观面其实并没有那么悲观，因此指数才可以在弱势之中走出牛市行情。

图十六：中国GDP增速与A股季度收益率比较图

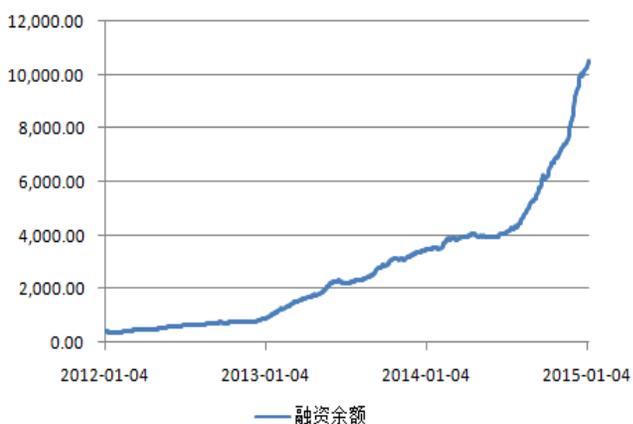


数据来源：通联期货研发部

但从当前来看，无论从工业企业润还是借贷成本都处于疲软阶段，而且市场对于此轮行情都定义为“资金推动行情。”我们从下面两张图也能清晰的看到此轮行情发生过程中伴随着融资额的大幅上升，短短四个多月融资额度上升近150%；而对应的就是开户数量的急剧上升。固然我们说A股的市盈率确实处于历史低点，股票有很大的投资价值，但是这么大幅度的资金介入和杠杆的上升，还是为此轮行情标下了“资金行情”的定义。

因此我们认为从历史角度来看，行情与宏观经济很难背离很久，不是股市有牛转熊，就是经济触底反弹。但是未来一年的经济降速已经在市场达成共识，因此改革步伐的快慢将起到重要作用，国企所有制改革、股权激励改革都是未来一年里市场的重点，改革的成功不在于经济的增长，而在于提振市场投资者的信心。同时作为“资金行情”最不能缺少的就是资金，后期央行还需不断的放水才能保证行情的延续，降息和降准将成为主要手段。如果以上两点能够达到一点的话，那么我们认为牛市行情仍将延续，反之股市冲高回落仍是大概率事件。

图十六：股市融资余额



图十七：A股开户数和A股平均市盈率



数据来源：wind, 通联期货研发部

四、金融衍生品改革加速，市场迎来新机遇

在宏观经济增速放缓的大背景下，如何保持股市的健康、稳定的发展？改革将是市场的唯一出路。

◇ 金融市场改革

(1) 金融衍生品版图扩大



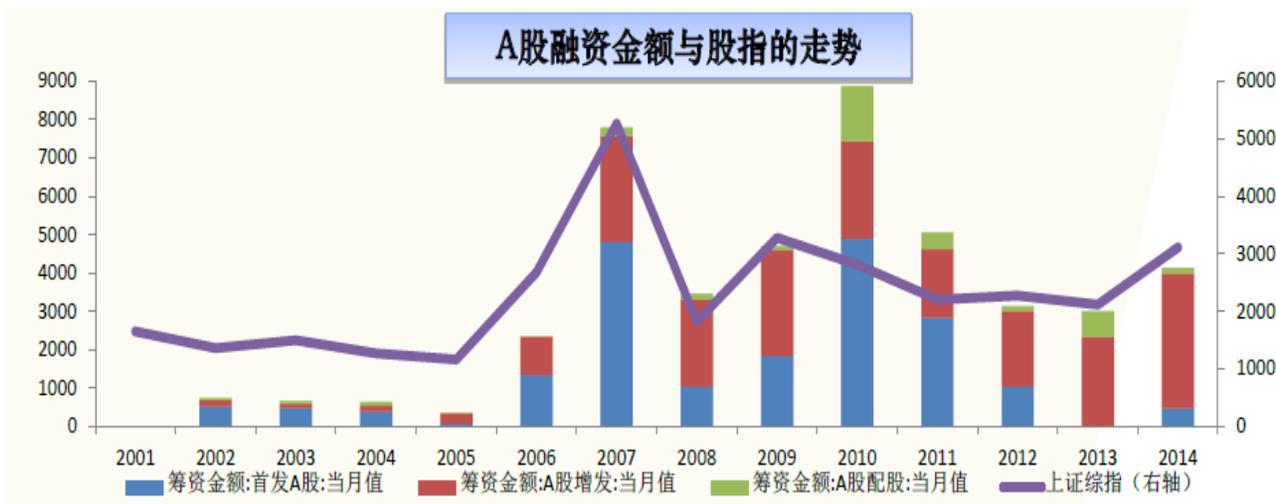
2015年开年，证监会就宣布2月9日上市50ETF期权，国内金融市场终于进入了期权时代。同时除了50ETF期权外，在新的一年里沪深300指数期权、中证500股指期货推出的概率也比较高，10年期国债期货和人民币期货也将逐步推出。

如此众多的金融衍生产品逐步上市，投资者的投资策略得到丰富，收益率曲线得到了改变。还可以在资产配置、对冲风险上起到至关重要的作用。可能在期权刚刚推出之际由于市场投资者还不成熟，整体成交量可能有限，对于当前股市的影响力也较为有限，但是随着时间的推移，期权在金融衍生品市场的地位将逐步体现，在市场的影响力也会逐步提升。

(2) 注册制改革和 IPO 发行

自 2014 年年初 IPO 新股发行重启，全年共有约 120 只个股上市，而从排队等待上市公司来看当前约有 600 余家，去年年底至今证监会在多个场合发表了将加速 IPO 上市速度，从市场普遍预测在 2015 年全年 IPO 上市公司平均每月 20 家左右，无论是发行速度和规模都明显大于今年。如果我们从 2007 年和 2010 年的历史数据来看，新股发行数量的上升不会影响股市的原有行情，这两年都延续了原有趋势。我们认为由于当前国内新股上市基本能够保证 100% 以上的盈利率，因此新股加速发行反而会吸引更多资金入市；加之当前市值配额制度，新股上市加速并不会影响牛市行情。

图十八：股指走势与 A 股发行数比较图



数据来源：wind, 通联期货研发部

再者就是注册制改革，应该说注册制改革是一个金融市场从不成熟向成熟转变的标志，鉴于我国法律实行仍需常委会议审核，一般法律可能审核两到三次，因此我们认为注册制的实施最快也要到今年下半年。注册制松事前，紧事后的思路将使得价值投资得到追捧，也会使得我国金融市场环境得到好转，一盘业绩好、成长性好的股票势必得到追捧。

(3) 深港通推进，A 股或纳入国际指数

2014 年 11 月沪港通正式开闸，中国境内市场第一次向国际市场开放，从数据角度来看沪港通的开闸使得 QFII 和 RQFII 的额度大幅上升，QEII 额度增加 140 亿美元至 640 亿；RQFII 额度较去年翻倍，增加约 1500 亿元。这种资金引入的局面势必在深港通开闸之后得到加速。此轮行情的实质是“资金推动行情”，尤其是那些低估值的大蓝筹股是市场上涨的主要逻辑，进入 2015 年我们认为这种逻辑不会发生改变，无论是银行还是券商，他们都有很明确的盈利增长点，而作为外来资金主要的炒作手法，价值投资将成为主线。加上国企改革加速，大盘蓝筹股的投资价值依然存在，“二八现象”也将使得指数依然拥有上涨动能。

还有一块我们需要重点关注的就是国内 A 股将会被纳入国际 MSCI 指数，如果 A 股被纳入其中，根据当前市场测算或吸引境外资金配置月 8000-1 万亿元，这一块资金的主要标的物就是大盘蓝筹股，因此对于指数也将起到重要的推动作用。

五、2015 年行情展望及操作思路

我们认为 2015 年上涨推动力依然是低估值的蓝筹股，降息、降准是市场的必备条件。在这种大环境下，整体市场的牛市值得期待，但是对于节奏的把握和风险控制仍很重要。从具体点位来看 300 指数或将上涨至 4000 点，对于股指期货操作来看我们给出三条交易策略：

(1) 调整做多（每次调整之后都是多单介入的好机会）

(2) 年中或有调整（上半年降息利好出台后，美联储加息或加速美元回流，市场存在一定调整需求）

- (3) 高位做空（如果指数运行到我们的目标点位 4000 点上方，基于 2015 年全年宏观经济增速下降的大概率事件，可以阶段性逢高沽空）

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归通联期货研究发展中心所有。未获得通联期货研究发展中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“通联期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。