

2014年12月29日星期一

研发中心金融小组

徐疆

010-84183067

xujiang@guodu.cc

陈润宵

010-84183022

chenrunxiao@guodu.cc

廖鹏程

010-84180311

liaopengcheng@guodu.cc

流动性宽松叠加估值回升，股指大概率走强

策略剖析

我们认为投资者资产配置变化及储蓄存款活化等因素将推动股票市场流动性趋于宽松，而投资者结构改善，市场无风险利率下降，也会使得投资者对股市估值提升，从而使得市场系统性走强的概率较大，我们建议在2015年采取偏多思路参与股指期货交易，但需要关注具体时点市场资金的变动情况。

主要观点

1. 我们认为明年GDP增速保持在7%之上的概率较大，2015年GDP走势可能呈现出前低后高的走势；
2. 考虑到原油、铁矿石等大宗商品价格持续回落，经济总体的通胀水平会较之前明显回落；
3. 2015年整个市场流动性会维持相对的宽松；
4. 当前大宗商品普跌的大背景下，企业业绩存在改善的可能；
5. 随着利率市场化的推进，市场无风险利率下移，市场估值水平有望得以修复；
6. 短期内“降准降息”预期或难以兑现。

一、市场回顾

图 1 上证连续 K 线图



数据来源：文华财经，国都期货

2014 年股市整体走势前低后高，上半年大盘震荡下行，呈下降三角形，多次击穿 2000 整数关口，但随后均大幅反弹，并且随着大盘的走低，市场日内波动逐步收窄；7 月下旬大盘突破下降三角形上沿压制，进入上升通道，这一上升趋势一直持续至年末；11 月 21 日央行宣布非对称降息后，大盘突破上升通道上沿压制，开始持续多日大幅拉升，日内波动迅速放大，收盘屡创年内新高，12 月 22 日上证日内最高触及 3189.87 点，一个月内涨幅高达 28%。

经济全年下行趋势较为明显，投资、消费等数据逐月走低，出口增速虽时有波动，但是大趋势也是在下降。市场下半年大幅拉升的主要原因在于宽松预期下资金的迅速入市，同时伴随着市场杠杆大幅提高。我们能够观察到的数据来自融资融券余额，融资余额在 7 月后开始提升，这一趋势在 8 月后开始加速，我们不可观察的数据还有银行通过伞状信托等工具给投资者的配资。

在经济由高速增长转向中速增长和企业盈利改善空间相对有限的大背景下，未来流动性是影响市场的最重要的因素。

图 2 沪深 300 行业板块年涨跌幅

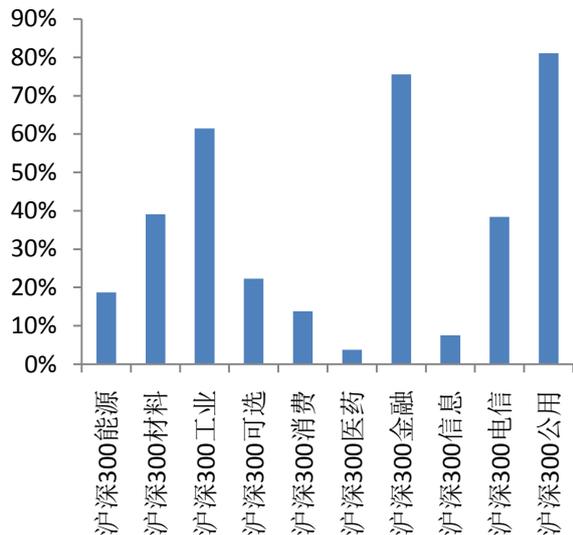
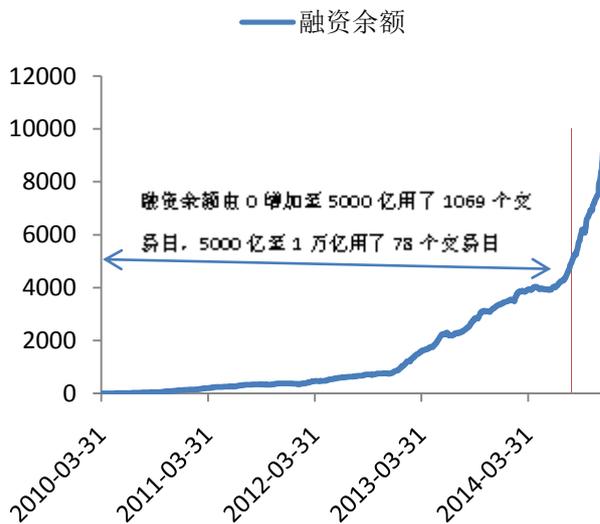


图 3 融资余额变动 (亿元)



数据来源: wind, 国都期货

数据来源: wind, 国都期货

年初市场关注的重心在三个方面: 1) IPO 重启对市场情绪的影响; 2) 房地产减速拖累经济增长; 3) 地产相关的信托到期的兑付问题; 由于上半年并无明显利好因素, 大盘也在震荡中走低; 但上述三个因素产生的实际影响有限, 即便出现了超日债的违约问题, 市场刚性兑付也没有打破的迹象, 市场无风险利率也没有明显下移。

进入 6 月, 央行宣布对三类非银机构及部分银行下调存款准备金率, 这是央行年内第二次定向降准, 激发了市场对于货币政策宽松的预期, 加之通胀水平处于低位, 经济减速明显, 市场开始预期央行会进行降息乃至降准等措施保障经济增长。

7 月底, 市场对沪港通的关注逐步加大, 大盘也在这一预期下逐步走强, 虽然开通日期未定, 但是市场普遍看好大盘蓝筹。

9 月 30 日, 央行宣布: 首套房首付最低 30%, 贷款利率最低 7 折。这表明房地产限购政策的逐步松动, 接下来的时间里各地限购政策纷纷放松, 地产的成交量和销售额也开始回升。

11 月 17 日沪港通正式开启, 但市场并未出现预料的火爆行情, 沪港通每日余额的大部分都未被使用, 大盘也在当日高开后回落, 11 月 21 日晚间, 中国央行宣布非对称降息, 大盘开始大幅拉升。

中国人民银行决定, 自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%; 一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%, 同时结合推进利率市场化改革, 将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍; 其他各档次贷款和存款基准利率相应调整, 并对基准利率期限档次作适当简并。

央行此举主要目的在于降低实体经济融资成本, 但这一政策带来了巨大的外部效应: 实体经济融资成本不降反升, 资金停留在虚拟经济内。由于通胀持续走低, 市场对于央行二次降息, 乃至降准的预期开始大幅

提升，这一预期也使得资金涌入股市，大盘蓝筹拉动股指上升，市场走出二八行情，部分投资者出现了“满仓踏空”的情况，这一阶段另外一个明显的特征就是融资融券余额的快速增长。

11月30日人民银行发布了《存款保险条例（征求意见稿）》，这项经历了21年漫漫长路的政策终于走出了重要一步。随着意见稿的推出，预计到2015年，存款保险制度将在全国范围内推广实施。存款利率的放开必然会使部分银行受到冲击，因此建立存款保险制度是进一步利率市场化的前提，2015年利率市场化进程可能会加速。

二、影响因素分析

经济走势前低后高，通胀水平低位徘徊

截止2014年9月，中国GDP总量达到41.9万亿，同比增长7.4%，这一增速处于历史较低水平，并且现阶段下降趋势还没有结束的迹象。从历史当季同比数据来看，大多数时期GDP增速都呈现前高后低的走势，而近年则是呈现季度波动，一季度减少，二季度回升，三季度再次减速，这样的波动特点使得经济的波动周期缩短。从四季度的月度数据来看，2014年四季度GDP同比可能持平或略低于前值。

08年金融危机之后，出口对GDP的贡献逐年下降，近年来基本为负，消费和投资对GDP的拉动基本维持稳定，近年来GDP下降的主要原因来自于净出口贡献的减少，由07年的2%下降至2013年的-0.33%。

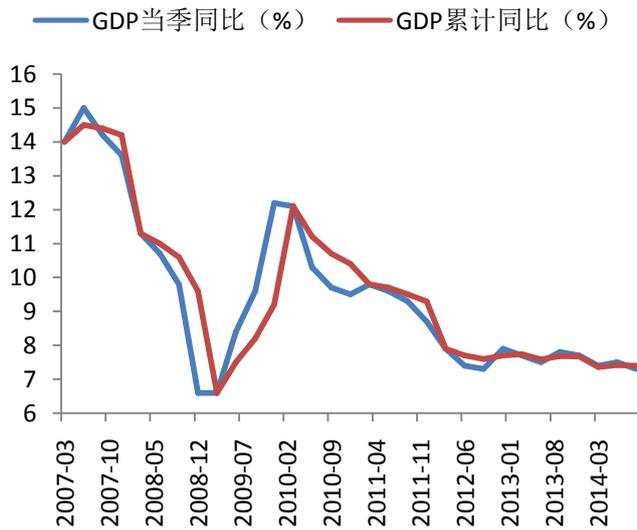
固定资产投资同比增速已经降至历史低位，并且14年的增速平台较之间又下了一个台阶，考虑到明年基建等投资增加，及房地产市场近期的企稳迹象，明年投资对GDP的贡献有望增加。

消费年内已现回升迹象，由于近两年反对贪污浪费力度加大，高端消费萎缩较大，其中金银珠宝消费减少较为明显，但今年10、11月份这部分消费已经明显回升，消费维持对GDP贡献概率较大。

出口方面，外围市场经济走势分化，美国经济复苏迅速，而欧洲经济却面临较大的通缩风险，日本仍然在对抗通缩中苦苦挣扎，而新兴市场动荡，货币贬值，中国出口外部环境相对不利，明年出口对GDP贡献依旧维持负数。

综合上述分析，我们认为明年GDP增速保持在7%之上的概率较大，2015年GDP走势可能呈现出前低后高的走势，即一季度经济继续触底，二季度延续弱势，三、四季度回升。

图 4 GDP 增速



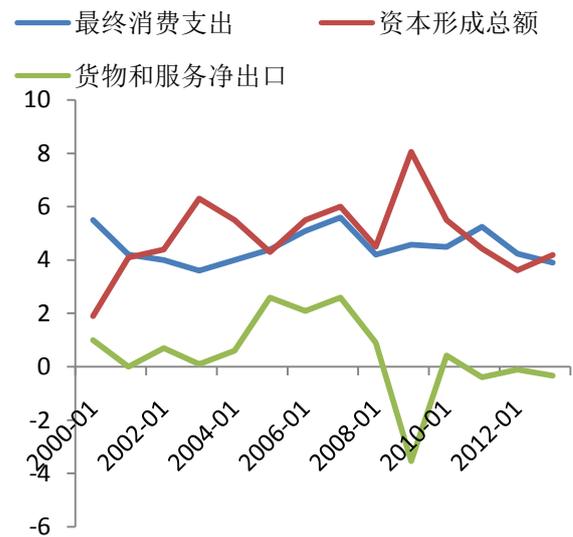
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 6 固定资产投资增速 (%)



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 5 消费、投资和出口对 GDP 的贡献



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 7 社会消费品零售总额 (%)

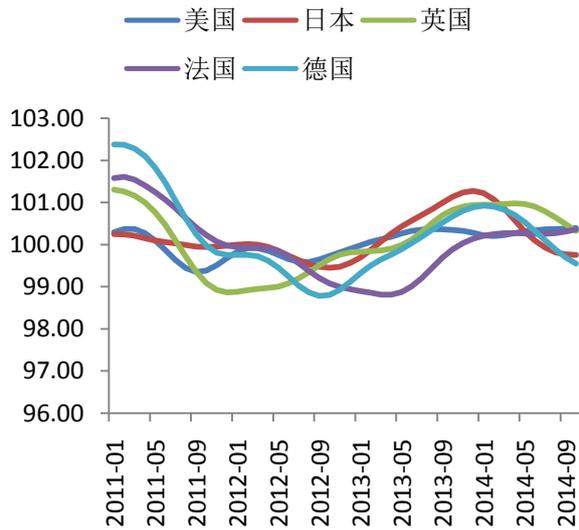


数据来源: wind 资讯、国都期货

图 8 出口增速同比



图 9 OECD 综合领先指标



数据来源：wind 资讯、国都期货

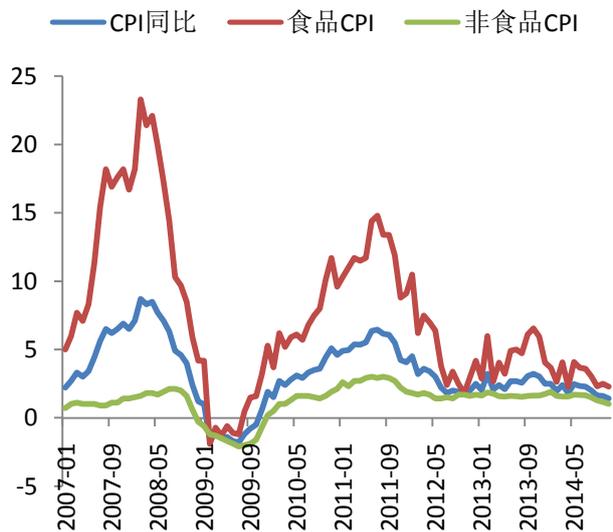
数据来源：wind 资讯、国都期货

通胀数据方面，2014 年 CPI 整体处于低位，8 月开始 CPI 数据明显下降，截止 11 月份数据，CPI 降低至 1.4%，从分省数据来看，部分地区已经降至通缩区间，市场对于通货紧缩的担忧也愈加强烈，这也使得投资者对于央行降准降息的预期升温，

历史数据来看，CPI 接近 1% 的通缩区间后都会出现明显反弹，假设 12 月 CPI 维持在 1.4% 左右，我们测算出 2015 年 CPI 翘尾因素，据此我们认为一季度通胀将处于高位并随后回落，进入二三季度后基本维持稳定，四季度通胀继续回落至低位，考虑到原油、铁矿石等大宗商品价格持续回落，并且这一趋势没有得到明显的扭转，经济总体的通胀水平会较之前明显回落。

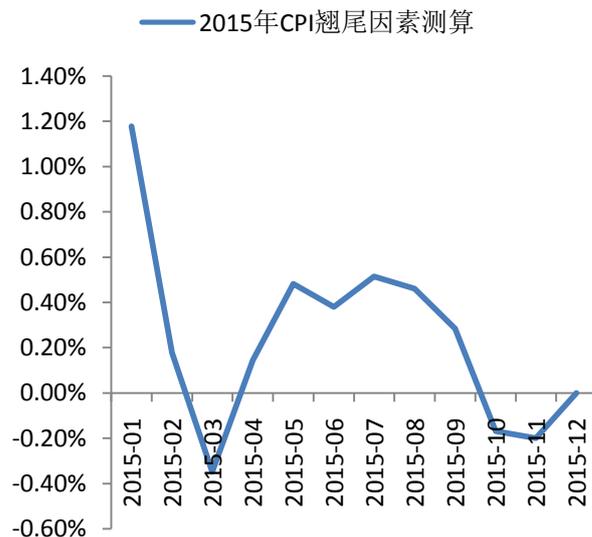
据此我们推测市场资产配置偏好，一季度 GDP 回落，CPI 走高，这并不利于股票资产的配置，二三季度 GDP 增速回升，CPI 处于低位，这有利于股票资产的配置，而四季度 GDP 走高而 CPI 回落至低位，也是同样的道理，所以我们认为市场资产配置的状况年初对股票资产配置偏好降低，进入二三季度，对股票的配置偏好会逐渐提升。

图 10 CPI 同比增速 (%)



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 11 2015 年翘尾因素测算



数据来源: wind 资讯、国都期货

流动性维持宽松，企业盈利有望改善，市场估值或继续回升

根据中央经济工作会议，2015 年将继续实施积极财政政策和稳健货币政策；我们认为 2015 年整个市场流动性会维持相对的宽松，但市场短期资金面或出现一定的扰动。

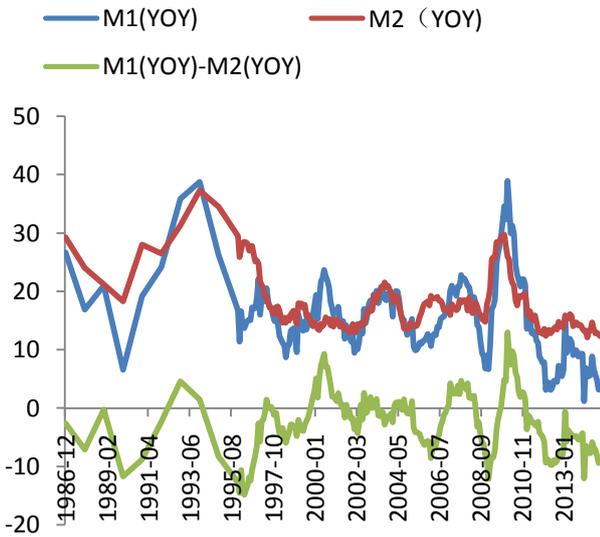
从绝对数量来说，当前我国货币总量较大，截止 2014 年 11 月，M1 和 M2 存量分别为 33.5 万亿和 120.8 万亿，按照同期的汇率计算，这个数值高于同期美国、日本和欧元区等国家 M2 数据。

信贷是最大的流动性来源，截止 2014 年 11 月，金融机构各项贷款余额 80.9 万亿，同比增长 13.4%。银行贷款分为两个部分：1) 中长期贷款，2) 票据融资和短期贷款；前者更多用于消费和长期投资，而票据融资和短期贷款则更能为市场提供短期流动性，两者余额在进入四季度后都出现了明显回升。

外部流动性减少是较为不利的因素，一方面在于美元走强、人民币走弱，套利资金流出，另一方面也反映出市场对中国经济前景的担忧。

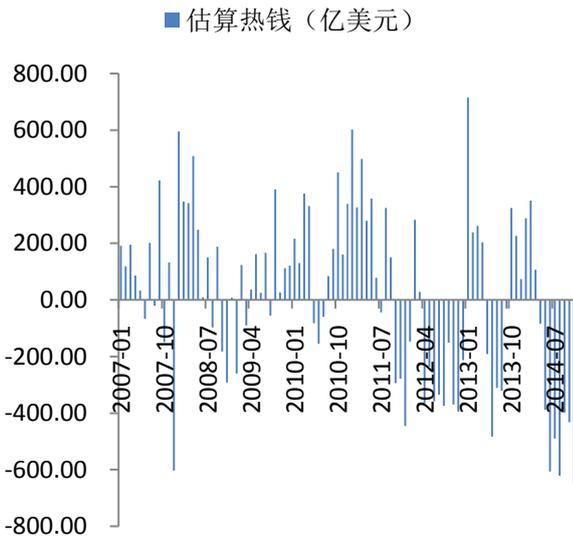
此外，年初以来储蓄存款同比增速下降至 10% 以下，较前几年，这一增速明显偏低，也远低于 19% 的历史均值，上一次同比增速低于 10% 还是在 2007 年和 2000 年，这一数字表明居民正在调整自身的资产配置，我们认为这部分资金可能逐步调整进入股市。当前存款利率较低，且在降息预期下趋势向下，而股市 7 月份以来的大幅反弹，具有明显的赚钱效应。于此同时，国内可供资产配置的资产有限，房地产下行，资金流入股市的概率较大。

图 12 货币供应量 (%)



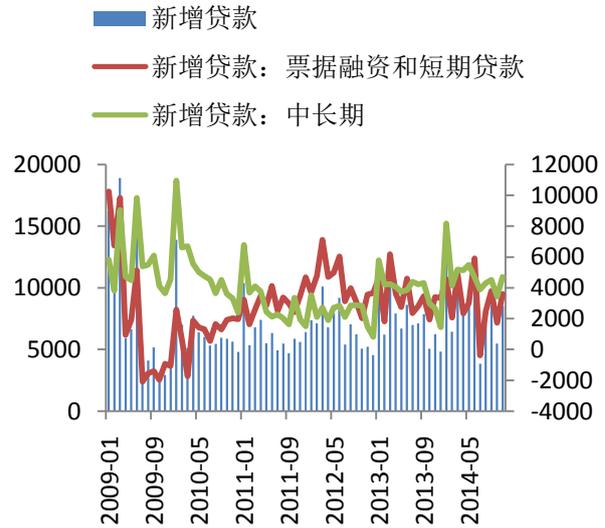
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 14 估算热钱



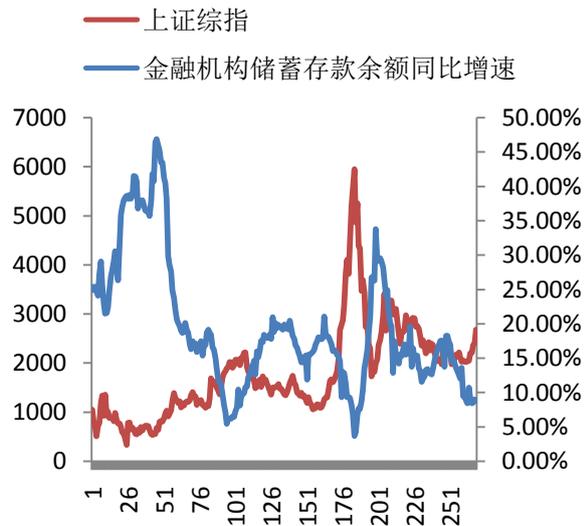
数据来源: wind 资讯、国都期货

图 13 新增贷款(亿元)



数据来源: wind 资讯、国都期货

图 15 金融机构储蓄存款余额同比增速 (%)



数据来源: wind 资讯、国都期货

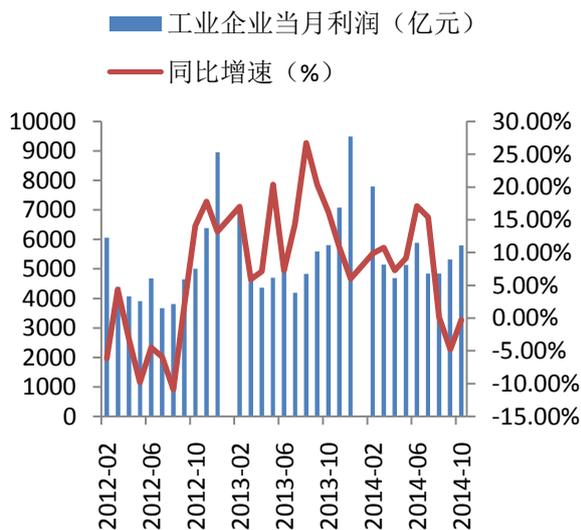
从企业利润的角度来看, 企业业绩存在改善的可能, 尤其是在当前大宗商品普跌的大背景下, 我们认为原料端价格降低对于企业来说是利多的因素。

从工业企业的历史利润数据来看, 利润变化呈现 U 型走势, 也就是一季度利润相对较高, 主要源于春节等节日, 消费较为集中、二三季度利润平稳回落, 到四季度, 国庆、中秋等传统节日临近, 工业企业利润出现明显改善。

对不同行业分析可知，上游采掘业的波动大于中游原材料工业，大于下游加工工业，由于大宗商品价格走低，上游工业企业利润降低的概率较大，但是中游工业企业利润可能会出现改善，原因在于下游加工工业 PPI 基本平稳，而原料成本降低，而一旦市场需求提升，下游企业利润回升的概率也会增加。

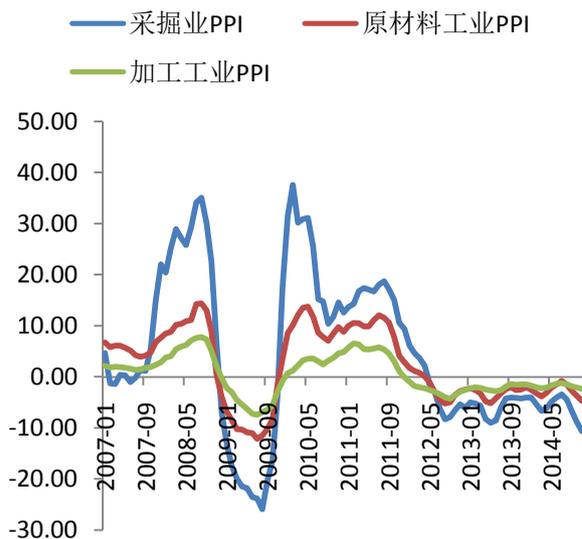
当前工业企业利润月度同比增速已经降至历史低位，未来大概率出现均值回归，所以我们认为未来业绩可能出现明显改善，并且这一时期应该出现在二三季度。主要的原因在于一季度的春节基建等投资还未动工，难以带动工业企业利润回升，而二季度开始，天气开始转暖，基建等投资开始动工，在原材料价格处于低位的条件下，需求的改善将带来企业效益的明显提升。

图 16 工业企业月度利润



数据来源：wind 资讯、国都期货

图 17 上、中、下游 PPI (%)



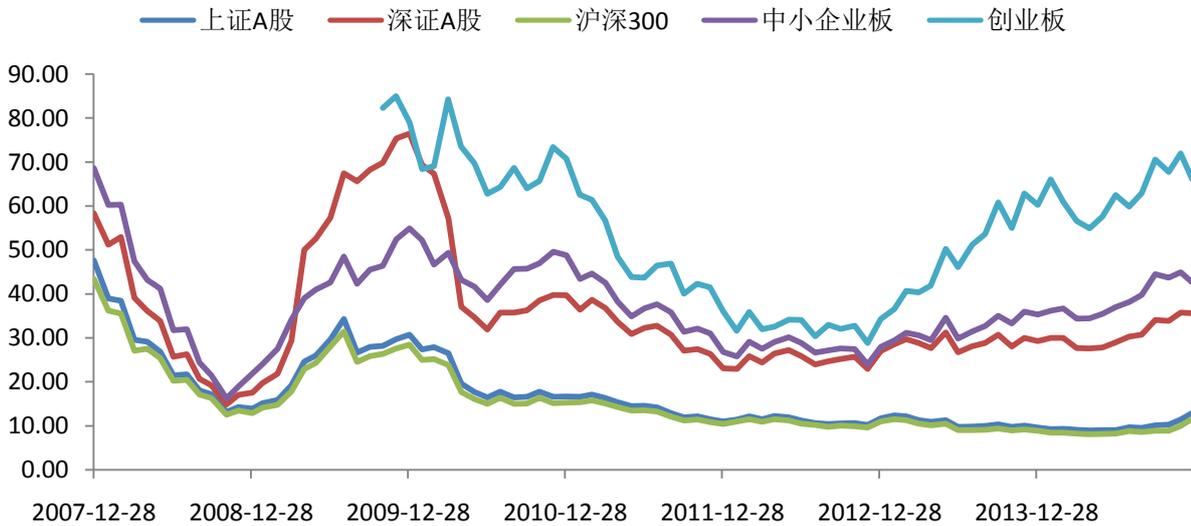
数据来源：wind 资讯、国都期货

估值方面，我们看到上证和沪深 300 的市盈率在进入 2009 年开始逐渐下降，2014 年大部分时间估值处于 10 以下，随着年末的大幅反弹，上证市盈率已经回升至 10 以上，但仍然处于历史低位。

市盈率反映了资本的成本，随着利率市场化的推进，市场无风险利率下移，市场估值水平有望得以修复。此外，随着市场投资者结构的逐步改善，中国资本市场的全球化，市场市盈率应该反映全球市场的风险偏好，美国股市的市盈率一般总是在 10-15 倍的区间浮动，考虑到中国市场投机性较大，我们认为中国股市市盈率可能回归至 15 附近。

流动性宽松，业绩存在改善预期，估值得以修复，我们认为 2015 年股市出现回升的概率较大。

图 18 市场估值情况



数据来源: wind 资讯、国都期货

财政、货币政策稳定，但短期内“降息降准”预期难以兑现

中央经济工作会议表示：我国进入经济发展新常态，经济韧性好、潜力足、回旋空间大，但发生的一些趋势性变化为当前经济带来了较大困难和挑战。我国要主动适应经济发展新常态，保持经济运行在合理区间，把转方式调结构放到更加重要的位置。考虑到我国经济正处于“三期叠加”和新常态阶段，政府必须坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，2015 年要实现经济稳定增长与推进结构调整的平衡。要继续实施区域总体发展战略，推进“一带一路”、21 世纪海上丝绸之路发展、京津冀协调发展、长江经济带建设。

这表明政府决策层对于中国经济增长放缓的容忍性显著提高，避免发生大规模失业和系统性金融风险将成为“稳增长”的核心目标，但由于 GDP 和就业关系较为密切，我们认为短期内 GDP 增速跌破 7% 的概率较小。此外，对于宏观政策连续性和稳定性的论述也表明短期内政策的总体基调不会发生大幅度的变动。

货币政策方面，继续实施积极的财政政策。保持金融稳定和防范系统性风险将成为央行的一个重要的考虑点，未来货币政策可能需要考虑在加快结构转型和缓解经济大幅减速方面保持平衡。

对于市场期望的“二次降准”乃至降息，我们认为短期内可能难以兑现：一方面 12 月 21 日的非对称降息并没有起到降低实体经济融资成本的作用，而是使得资金加速流入股市，这使得后续政策会趋于审慎，另一方面央行通过多种措施保证了市场流动性的稳定：如续作 MLF、提供 SLO、将部分同业资金统计为存款单不缴纳存款准备金，短期内看不到再次降息的动力。

三、风险提示

（一）、美联储加息，全球流动性回流美国

市场今年重要的一个变化就是美国经济走强，而世界其他经济体走弱，并且这一趋势现在并没有结束的迹象。2014 年三季度美国 GDP 增长了 5%，对于美国这种大体量的发达国家来说，这是一个相当好的数据，而欧元区国家还在与通缩做斗争，日本经济也迟迟没有起色，这使得全球流动性回流美国；人民币汇率近期的大幅下跌也引起市场对于资金外流的担忧，如果美联储在明年 6 月加息，一方面资金回流会加速，另一方面也会限制中国货币政策的空间，从而对股市产生不利影响。

（二）、外围市场金融动荡加剧

流动性回流美国的另外一个后果就是新兴市场货币动荡，金砖四国中卢布和雷亚尔已经出现明显贬值，人民币也在苦苦支撑。随着中国经济的全球化，外围金融市场动荡越来越影响到中国自身的资本市场，与此同时，周边地区货币竞相贬值、以邻为壑的态度也使得中国外贸环境恶化，一方面欧美市场复苏有限，另一方面生产成本优势不在，这都会对中国金融市场产生不利影响。

（三）、地方债务问题恶化

2014 年上半年，市场对于债务的担忧一度增加，虽然有部分信托出现了违约，但是市场刚性兑付并没有完全打破；近期不少地方政府开始对债务进行规范：继常州 14 天宁债被剔除出政府债务的队伍之后，乌鲁木齐财政局周一发文撤销 12 月 10 日印发的《关于将 2014 年乌鲁木齐国有资产投资有限公司公司债券纳入政府专项债务有关事项的通知》，此外山东明确不救助市县级政府债。

对于地方债务的问题关注可能会在明年上半年再次升温，这可能是成为未来拖累市场的不确定因素，一方面随着经济减速，债务到期，地方债违约风险加大，另外一方面也使得明年基建投资等项目的资金来源受到限制，投资增速存在进一步回落的可能。

（四）、房地产市场二次触底

随着 10 月份各地限购政策的逐步放开，房地产出现一定的回暖迹象，成交额和成交量开始回升，但是这一回升趋势能否持续还需要观察，若房地产市场二次触底，市场将面临较大下行风险。

四、技术分析及后市展望

图 20：IF 加权技术分析



数据来源：文华财经、国都期货

我们认为期指未来一年系统性走强的概率较大，主要原因在于流动性宽松及市场估值的提升。但是进入 2015 年一季度，期指可能面临较大的回调压力，主要的依据在于年末流动性相对较为紧张，而央行在短期内不太可能出台进一步宽松措施；此外，融资融券余额也开始有回落迹象，若前期获利盘的大量退出会使得股市存在较大的下行压力，我们倾向于年初股市会向基本面回归。当前的价位在甘氏线的 45° 线附近，从技术上来讲具有一定的压力作用。

二季度开始，市场流动性开始趋于改善，且随着天气转暖，基建等开始动工，市场需求有望改善，而原油等大宗商品的走低将使得整个经济体的成本系统性下降，从而使得企业利润得以改善，而且随着美联储货币政策的确定，外围市场风险可能有所减弱，股指可能会继续上行走势。

我们建议投资者在一季度关注市场利率及经济数据的变动情况，可以设置好止损尝试逢高沽空，或者等待进入二季度后开始系统性的做多期指。

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。
