



宏观策略年报

期货研究报告

2014年12月

宏观策略

研发中心

张希

研究员，期货执业证书编号F0283816
zhangxi@dxqh.net

改革深化之年，经济被动转型

观点要点：

- 2014年发达经济体延续复苏，但是欧美货币政策分化加剧。美国正式结束量化宽松，准备进入加息周期；欧元区两次降息，准备开启量化宽松。2015年不是传统意义的政治选举年份，地缘政治风险主要集中在欧元区，希腊提前大选、乌克兰问题长期化都对欧元区的稳定性形成打压。相对而言，国内政策底基本确立，经济转型实质性起步，2015年改革将进一步深化。
- 受到地产行业拖累，2014年社会总需求出现较为明显收缩，整体经济活跃度下降。年内第三产业贡献率超过第二产业，经济转型出现实质性进展。2014年三驾马车中仅净出口表现好于2013年，为经济增长提供正向拉动，消费和投资增速均有所下滑。房地产行业显著下滑，新开工以及销售出现负增长。基于2015年政府经济目标，以及投资外贸可能的波动，测算出2015年各季度经济增速运行区间在6.6%-7.2%。出于经济托底的考虑，2015年财政政策力度料不弱于2014年。同时，货币政策偏宽松来降低融资成本的概率更高。
- 2015年经济增速下滑是大概率事件，但是地产增速再次出现失速的风险有所下降，经济增速能否企稳成为焦点问题。我们认为经济底部是否形成可以根据以下四个条件来预判：地产增速企稳，基建投资维持高增速，社会去库存基本完成，局部工业行业盈利能力好转。
- 国企改革以及货币政策料持续发酵，给两市带来安全边际。但是经济向下压力不减，产业过剩内需偏弱，上市企业盈利环境难以在短期得到改善。2015年二级市场行情或逐渐向业绩回归。预计上证综指2015年运行区间为2600-3500点，沪深300指数的运行区间为2900-3900点。

正文目录

一、国际经济：国际经济：美国进入加息周期 欧元区面临通缩风险	3
1、美国：终端消费支撑经济走强	3
2、欧元区：经济复苏一波三折，通缩风险上升	7
二、国内经济：经济转型 改革深化	10
1、地产拖累经济增速放缓，产业转型实质性起步	10
2、投资增速放缓 贸易帐如期回暖	12
3、财政政策托底经济 货币政策适度宽松	14
4、经济底部尚未形成	16
三、2015 年 A 股：二级市场中期安全边际上升	17
附录 1：利率决议及风险事件时间表	20
附录 2：中国数据时间表	20
附录 3：美国数据时间表	21

改革深化之年，经济被动转型

2014 年发达经济体延续复苏，但是欧美货币政策分化加剧。美国正式结束量化宽松，准备进入加息周期；欧元区两次降息，准备开启量化宽松。2015 年不是传统意义的政治选举年份，地缘政治风险主要集中在欧元区，希腊提前大选、乌克兰问题长期化都对欧元区的稳定性形成打压。相对而言，国内政策底基本确立，经济转型实质性起步，2015 年改革将进一步深化。

一、国际经济：美国进入加息周期 欧元区面临通缩风险

1、美国：终端消费支撑经济走强

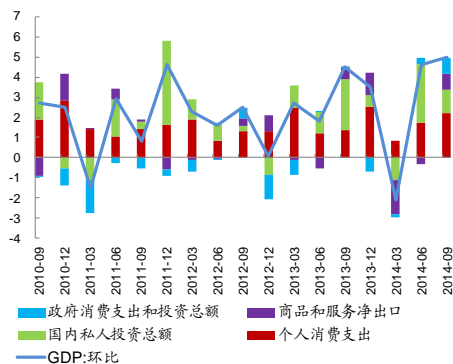
2014 年美国终端消费延续了 2013 年的复苏态势，整体经济表现超预期。年内风险事件主要集中在下半年，包括中期选举以及量化宽松政策的正式结束。2015 年美国延续强势的概率较高，全年经济增长预期在 2.1% -3.2%。预计就业市场将进一步改善，受到能源价格压制通胀率或维持在 2.0% 以内，预计全年经济增长将主要依靠终端需求的拉动。

2014 年美国整体经济表现超预期，三季度经济出现加速迹象。一季度，严寒天气导致投资骤减，美国经济意外萎缩；二季度之后天气负面影响消除；第三季度公布实际 GDP 高达 5%，大幅好于预期，创 2003 年第三季度以来最快增速。三季度经济增速分项中贡献力度最大的为个人消费，个人消费支出约占美国经济总量的七成，这一数据也显示美国内在经济动能得到修复。从私人部门和公共部门债务与 GDP 的比值来看，公共部门与私人部门杠杆基本走稳，两者逐渐趋于平衡。

2014 年美国终端消费延续了 2013 年的复苏态势。从个人消费占可支配收入比例来看，消费比例维持在高位。受益于原油价格大跌带来的生活成本下降，以及就业市场的稳定改善，消费者信心创四年来新高，终端消费对经济增长提供较强支撑。

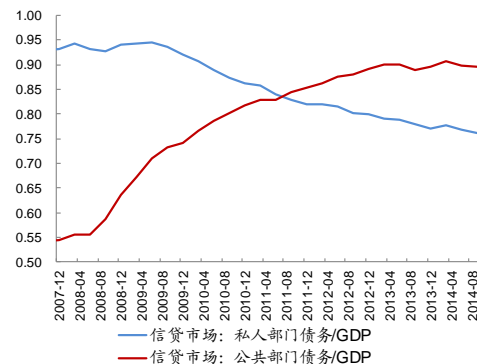
2014 年美国制造业表现优于房地产建筑业。工业生产指数以及产能利用率均延续了 2013 年的增长，房地产建筑业基本维持 2013 年水平，但是增长速度放缓，年内成屋销售数据也呈现较大波动。从指标上看，营建许可、新屋开工以及新屋销售指标仍在上升通道之中，私人部门低杠杆率也对地产行业的稳定继续形成支撑。

图表 1：美国个人消费支撑经济走强



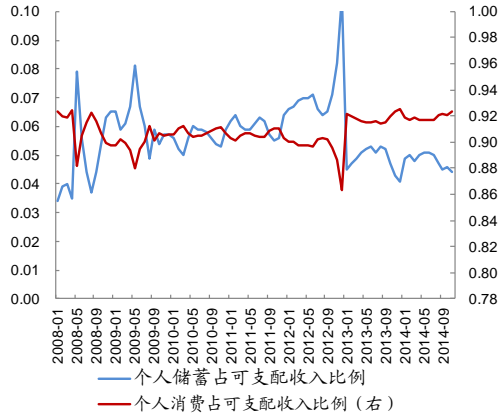
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：美国私人部门及公共部门杠杆基本达到平衡



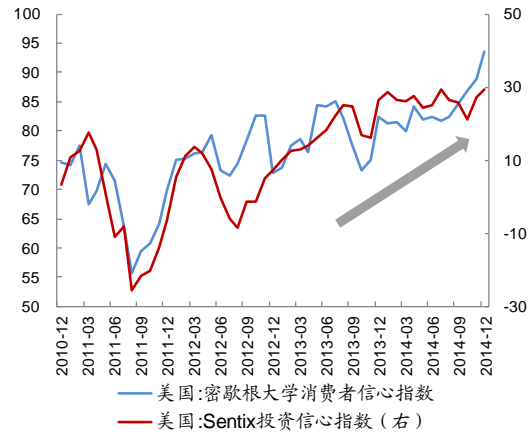
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3: 美国个人消费比例维持在高位



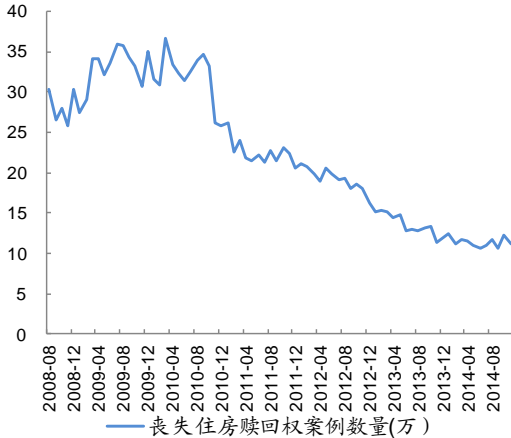
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 美国消费者及投资者信心回升



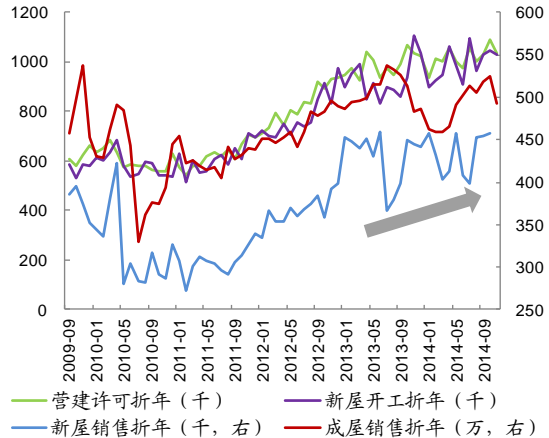
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 5: 美国丧失住房赎回权数量维持在低位



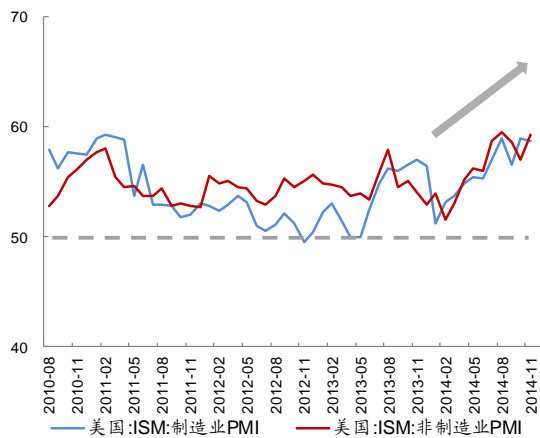
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 美国地产增速放缓



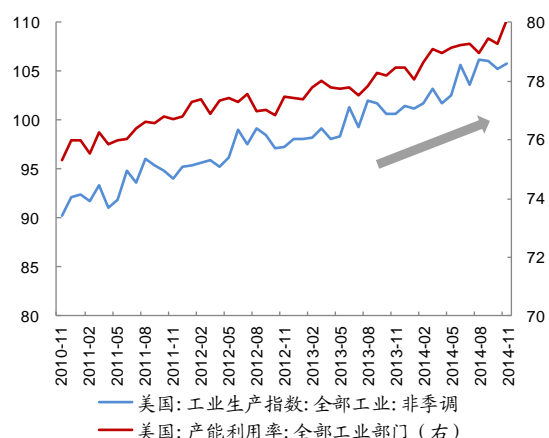
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 美国制造业表现强劲



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 美国工业生产持续回暖



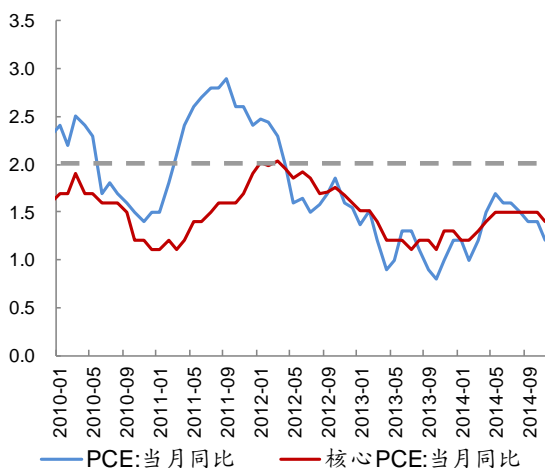
来源: Wind, 东兴期货研发中心

2014年美国主要的风险事件集中在下半年，包括中期选举以及量化宽松政策的正式退出。

民主党在中期选举失利，未来两年奥巴马政府将面临更大的执政难度。共和党在时隔多年后再度成为参院多数党，同时继续保持在众议院的多数党地位。目前两党席位为：参议院中，共和党 54 席，民主党 44 席；众议院中，共和党 246 席，民主党 188 席。这是自 2007 年以来美国参众两院首次由单一党派统领。共和党控制国会之后，民主党与共和党分歧将进一步加剧，未来两年奥巴马政府将面临更大的执政难度。在政策议程方面，共和党较为保守，奥巴马政府力推的在医保、教育、税收等方面的立法将面临巨大挑战，公共教育(含外国留学生政策)、公共医疗、交通运输等传统的政府项目也将面临调整。从经济层面来看，2015 年政府消费支出和投资难有更突出的表现。

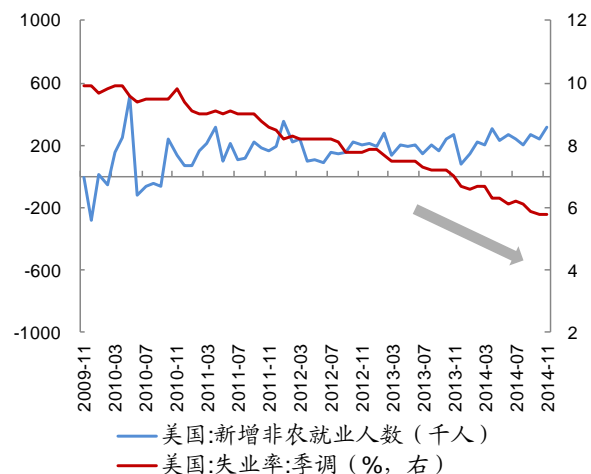
2014 年底 10 月底美联储正式结束了长达六年的量化宽松政策。政策参考的两项指标之一失业率早在 4 月份就已达目标，降至 6.5% 以下。实际上，截止至 11 月失业率已降至 5.8%，非农部门新增就业人数也创下金融危机以来新高。就业市场的稳健复苏为美联储制定货币政策提供了基础，会议纪要也显示劳动力市场利用不足的问题正在逐渐消失，多数官员预计美国失业率将在 2017 年达到长期自然水平。另一指标通胀率 2014 年处于目标线以内，但是受到能源价格拖累，全年通胀表现略不及预期，核心 PCE 指标始终在 1.5 以下徘徊。部分美联储官员也指出美国的长期通胀前景可能会低于美联储此前的预估，通胀率可能会遭受输入性通缩和美元升值所造成的双重负面打压。随着量化宽松政策的结束，市场焦点转向加息周期的时间点以及调控利率的策略细节。

图表 9: 美国个人消费支出平减指数处于低位



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 美国就业市场好转并且达到政策目标



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 美联储利率决议要点

时间	美联储利率决议要点	会议纪要重点	实际操作
2014-12-18	1、维持 0.00-0.25% 联邦基金利率不变，称需在货币政策开始正常化问题上保持“耐心”。重申美联储上调联邦基金利率的时间将取决于未来与朝着实现 FOMC 目标发展的情况。 2、通胀率继续在 FOMC 的长期目标下方低位运行，部分源于能源价格下跌。就业市场指标的区间意味着，就业资源未充分利用率继续消退。预计美国经济会温和扩张，经济和就业前景所面临的风险“大致平衡”。	--	0
2014-10-29	宣布彻底结束第三轮量化宽松(QE)政策，在维持 0-0.25% 联邦基金利率不变的同时，在利率前瞻指引中保留“相当长一段时期”的表述。	1、讨论市场通胀预期下滑问题，担心通胀率恐怕会在“相当长时期内”低于美联储 2% 的通胀目标。 2、劳动力市场利用不足的问题正在逐渐消失，多数官员预计美国失业率将在 2017 年达到长期自然水平。	0
2014-9-18	1、维持联邦基金利率在 0-0.25% 的纪录低位不变，并将量化宽松(QE)政策再次缩减 100 亿美元，至每个月 150 亿美元的水平。 2、高度宽松的货币政策在资产购买计划结束之后“相当长一段时期”适宜。 3、美国通胀率低于目标，但通胀预期稳定；重申美国经济可能会温和扩张，就业市场将逐步改善，前景所面临的风险“几近平衡”。	1、对于未来政策前景，美联储整体仍保持相对谨慎的温和立场。 2、部分官员指出美国的长期通胀前景可能会低于美联储此前的预估。国内通胀率可能会遭受输入性通缩和美元升值所造成的双重负面打压。	150
2014-7-30	1、将量化宽松(QE)政策再次缩减 100 亿美元，至每月 250 亿美元的规模。 2、将联邦基金利率维持在 0-0.25% 的水平不变，并称在决定维持联邦基金利率在 0-0.25% 多久时，将评估向 2% 通胀目标以及最大就业目标的实现和预期进展。 3、在购买资产计划结束后的一段长时间内保持高度宽松货币政策立场仍是合适的，即便就业和通胀接近符合目标水准，仍可能在较长期维持联邦基金利率低于正常水准。	1、就业市场状况已经开始逐步接近于历史上正常时期的水平。多位美联储官员认为劳动力闲置的状况可能在短期内即得到改善。 2、美联储多数官员都同意在日后继续为联邦基金利率设置 25 个基点的浮动空间。而在首度加息以后，美联储将停止到期债券资产的再投资行动，但不考虑出售其所持有的抵押贷款担保证券。	250

来源：美联储，东兴期货研发中心

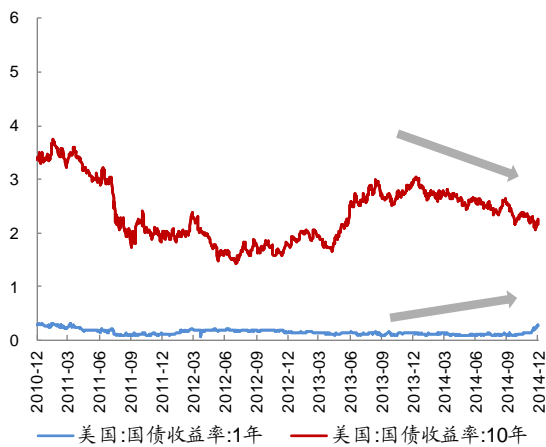
2015 年美国政策以及经济层面面临的风险主要来自中长期因素，短期时点风险并不集中。奥巴马政府已经进入执政第三年，中期选举失利意味着“府会分立”形势加剧，无疑增加了执政难度。

货币政策层面，美联储何时加息以及如何加息提上议程，但是主席耶伦明确表示在明年 3 月前不会加息，加息时点将取决于美国经济发展状况。具体到政策参考指标主要有两项，一是就业，二是通胀情况。鉴于目前就业市场不均衡现象逐步消除，美联储不仅仅把失业率作为政策依据，而是倾向于采用一揽子指标，包括薪资水平、雇佣情况等综合情况。从最新的议息会议记录来看，另一项指标通胀率更为举足轻重。目前决策层主要担忧通胀前景或低于预期，通胀水平可能会受到输入性通缩和美元升值所造成的双重压制。如果通胀率持续低于政策目标，那么低利率状态会继续保持一段时间。

经济层面，可能面临的风险主要包括楼市复苏步伐进一步放缓；短期资金利率抬升向中长期资金利率传导；自动减支机制持续的负面影响等。

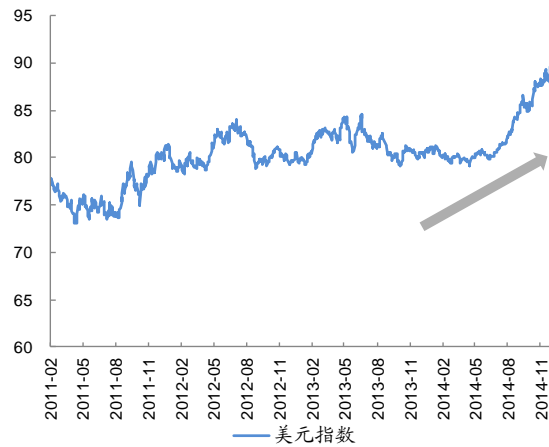
综合来看，2015 年美国经济增长延续强势的概率较高，全年经济增长预期在 2.1% -3.2%。预计就业市场将进一步改善，受到能源价格压制通胀率或维持在 2.0% 以内，预计全年经济增长将主要依靠终端需求的拉动。

图表 12: 美国 1 年期国债收益率上升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 美元指数攀升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

2、欧元区：经济复苏一波三折，通缩风险上升

2014 年欧元区经济一波三折，值得注意的是部分重债国经济出现企稳迹象。2015 年欧元区政治风险集中，希腊提前大选，乌克兰危机长期化，料拖累经济增长。预计 2015 年欧元区仍是偏低运行的趋势，经济增长预期为 1.0%，相较于 2014 年轻微增长。

2014 年欧元区风险事件较为集中，乌克兰政治危机升级，地缘局势不确定性增加，拖累经济增长。面对持续低迷的经济走势，欧洲央行陆续采取了包括降息、宣布资产购买计划、长期贷款或定向长期再融资操作等措施。经过两次降息，欧洲央行成为首个实施负利率的世界主要央行，基准再融资利率降至 0.05% 的历史低位，同时存款利率和边际贷款利率降至 -0.2% 和 0.3%。

2014 年欧元区经济一波三折，一季度取得不错表现；随后的二季度，经济运行动能明显不足，核心国家复苏乏力；三季度，欧元区经济出现小幅回暖。值得一提的是 2014 年欧元区重债国经济出现企稳迹象，

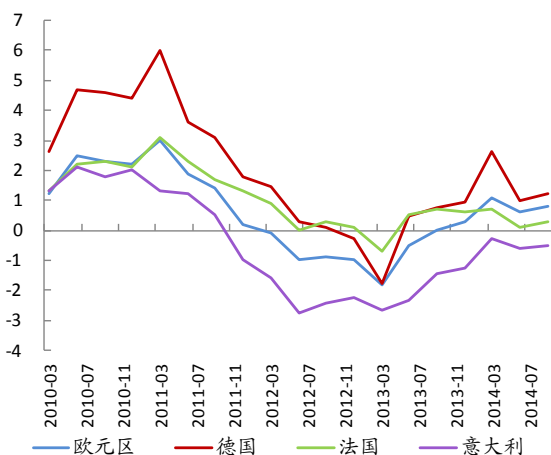
希腊经济三季度同比增长 1.4%，环比增长 0.7%，为连续第三个季度环比增长；葡萄牙经济三季度环比增长 0.2%；西班牙三季度环比增长 0.5%。这些国家也陆续结束欧盟救助，重回金融市场。相较于重债国，2014 年核心工业大国的表现不及预期。德国、法国经济在二季度出现环比负增长，意大利连续 12 个月环比负增长。三季度受私人消费以及外贸拉动，德国、法国经济出现小幅回弹。

2014 年欧元区服务业的表现优于制造业。制造业 PMI 虽然也在荣枯线以上勉力维持，但是二季度以来呈现下滑趋势。服务业表现相对稳健，欧元区终端零售指数也出现企稳迹象。分国家来看，德国保持领先地位，意大利经济依然处于萎缩状态，法国制造业表现疲弱。

2014 年欧元区通缩风险上升，调和 CPI 呈现单边下滑趋势，核心通胀率连续 7 个月低于 1%，大幅低于官方目标的 2%。同时，生产者物价指数全年处于负值水平。欧洲央行近期表示不排除在 2015 年出现负通胀率的情形，这意味着 2015 年通缩压力或加剧。2014 年欧元区失业率依旧居高不下，仅从年初的 11.8% 降至 11.5%，并且连续 3 个月保持在 11.5%。主要国家失业率分化加剧，意大利失业率持续上升，近期甚至呈现加速态势，西班牙失业率略有回落，但仍高达 24%。

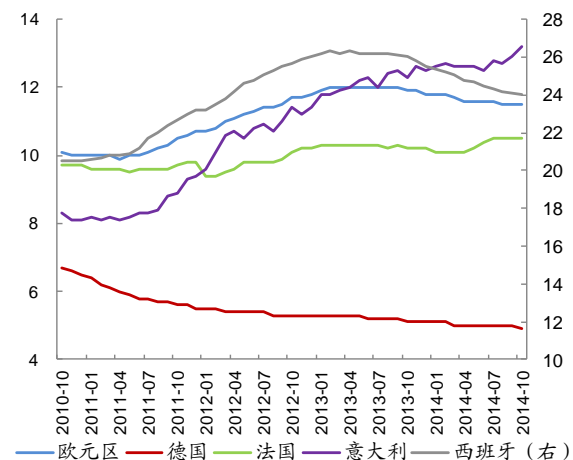
2015 年，欧元区政治风险比较集中。首当其冲的是希腊大选。希腊第三轮总统选举失败，确定进入提前大选程序，大选时间暂定 1 月 25 日。目前在民调中处于领先地位的是左翼联盟，该党派反对严格的财政紧缩。如果该党成功执政，那么现行的国际援助协议或存变数，希腊退欧的可能性增加，抬升全球市场避险情绪。另一方面，乌克兰危机长期化，美欧俄的大国博弈无疑会对欧元区脆弱的经济复苏形成拖累。尽管重债国逐渐脱离泥潭，欧元区整体增长仍然缺乏后劲。面对高失业率和低通胀率的困境，欧洲央行或进一步加码货币政策，不排除在一季度进行一轮量化宽松。预计 2015 年欧元区仍是偏低运行的趋势。根据欧洲央行的最新预测，在不发生系统性风险的情况下，2015 年欧元区经济增长预期为 1.0%，相较于 2014 年轻微增长。

图表 14: 欧元区经济缓慢复苏



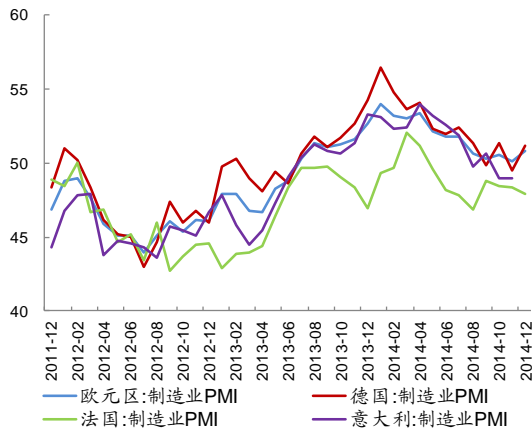
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 欧元区失业率居高不下



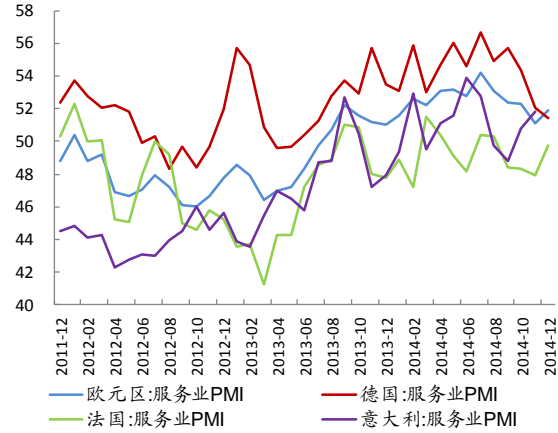
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 欧元区制造业 PMI 仅在扩张边缘



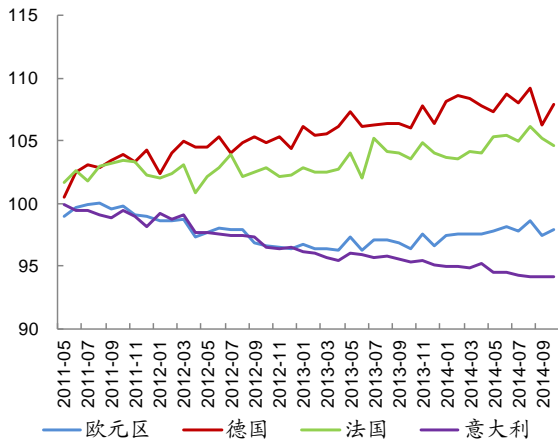
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 欧元区服务业扩张缺乏后劲



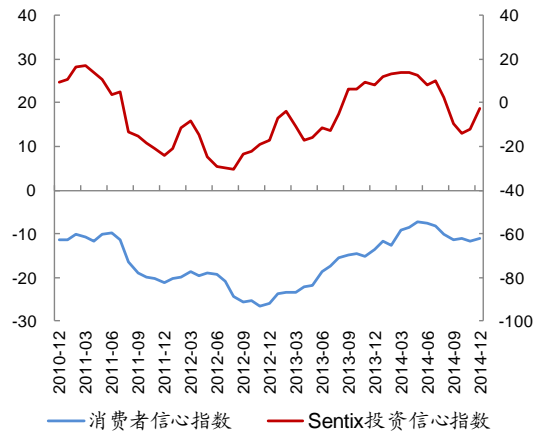
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 欧元区零售销售企稳



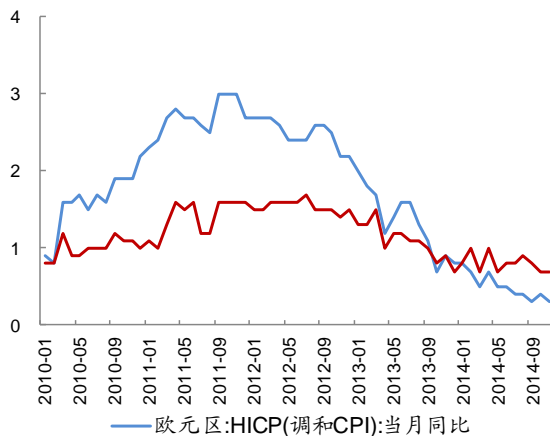
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 19: 欧元区消费、投资信心指数回落



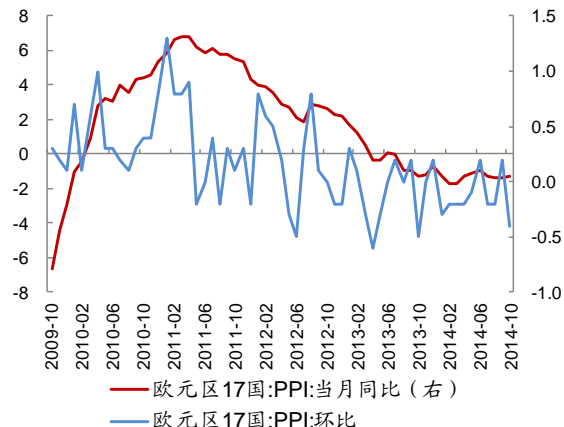
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 欧元区面临通缩风险



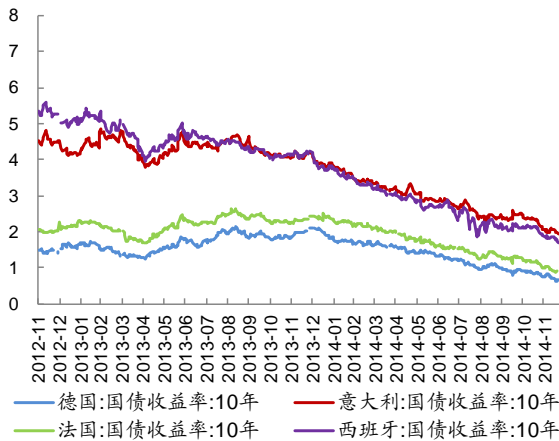
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 21: 欧元区生产者物价指数维持在负值水平



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 22: 主要国家长期收益率下滑至相对低位



来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、国内经济: 经济转型 改革深化

1、地产拖累经济增速放缓, 产业转型实质性起步

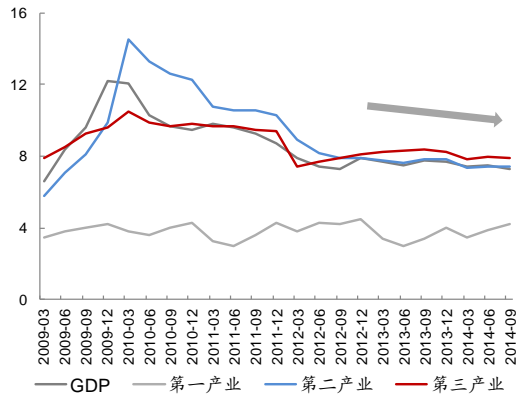
受到地产行业拖累, 2014 年社会总需求出现较为明显收缩, 整体经济活跃度不及 2013 年。年内第三产业贡献率超过第二产业, 经济转型出现实质性进展。2015 年投资难企稳, 增速进一步下滑的概率较大。

从 2010 年起, 我国经济增速连续四年下滑, 2014 年增速继续放缓, 前三季度 GDP 当季增长分别为 7.4%、7.5%、7.3%, 预计全年增速在 7.4%。从 GDP 累计贡献率来看, 2014 年第三产业贡献率超过第二产业, 持续三个季度, 这种结构性的转变在历史上是首次出现, 意味着经济转型出现实质性进展。从数据来看, 这种变化并不是由产业转型升级引起, 而是由于第二产业增速下滑过快被动形成, 主要原因在于 2014 年房地产行业超预期下滑, 拖累经济增速。目前经济仍处于震荡寻底的过程, 2015 年投资增速进一步下滑的概率较大, 这种转型的趋势或延续。

2014 年中国制造业低位运行。从制造业 PMI 来看, 大型企业表现普遍优于中小型企业, 小型企业全年仅有 1 个月表现扩张, 以中小企业样本为主的汇丰 PMI 指数表现不及官方 PMI。从分类指数看, 新出口订单和生产指数相对于 2013 年没有好转迹象。两头去库存的过程依然没有结束, 产成品库存与原材料库存的剪刀差基本维持在小于零的水平, 下游去库存的速度大于上游。这意味着在内需不旺的大背景下, 厂商更倾向于主动去库存, 缺乏补库意愿。预计 2015 年全社会去库存的局面仍将持续。

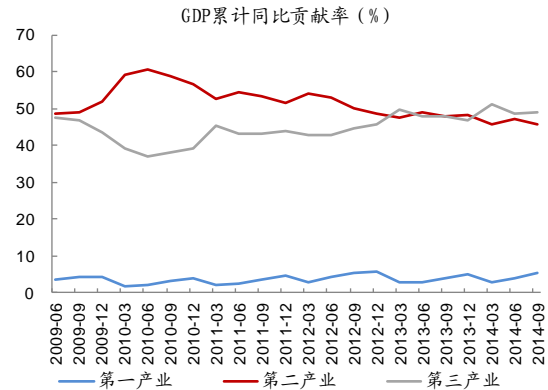
受到地产行业拖累, 2014 年社会总需求出现较为明显收缩, 整体经济活跃度不及 2013 年。从指标来看, 工业增加值下滑; 全社会用电量增速回落; 内贸货运量低位运行; 主要工业品产量增速处于低位, 原煤及水泥在二季度以后出现负增长。

图表 23: 中国 GDP 增速低位寻底



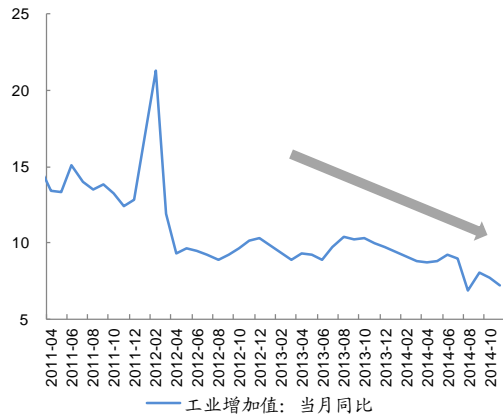
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 24: 中国三大产业贡献率格局发生转变



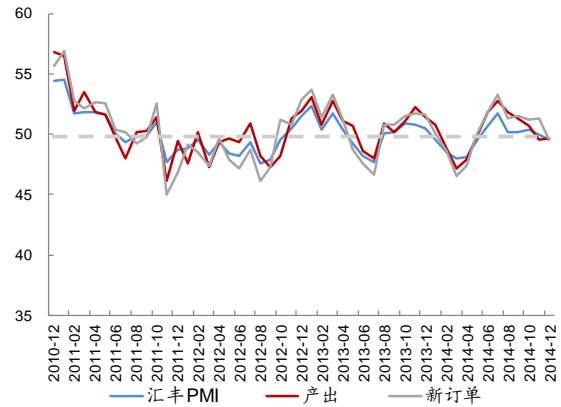
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 25: 中国工业增加值下滑



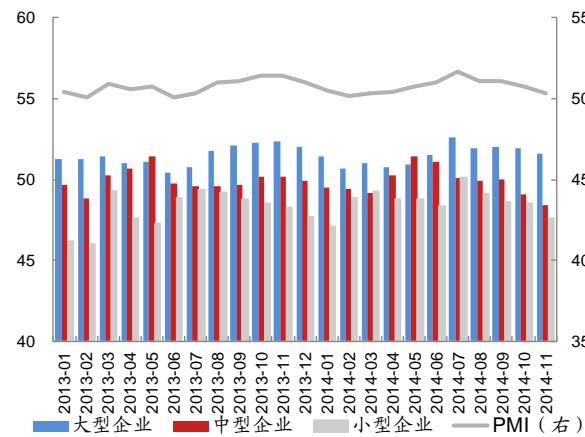
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 26: 中国汇丰 PMI 围绕荣枯线波动



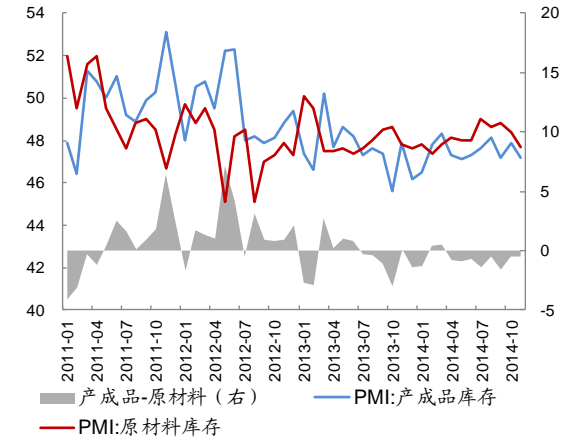
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 27: 中国官方 PMI 主要依赖大型企业的拉动



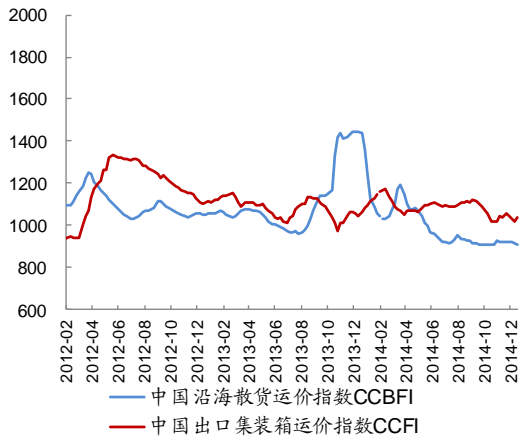
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 28: 中国两头去库存的局面尚未结束



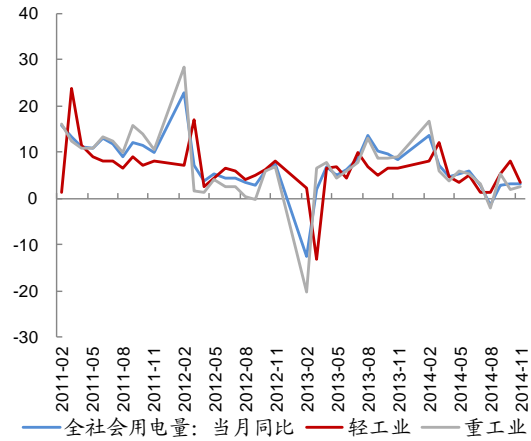
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 29: 中国沿海货运指数低位运行



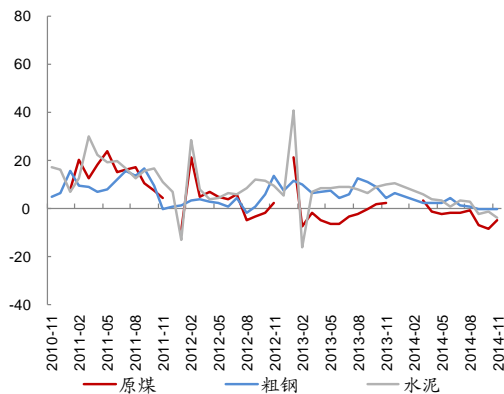
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 30: 中国用电量低位运行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 31: 中国主要工业品产量出现负增长



来源: Wind, 东兴期货研发中心

2、投资增速放缓 贸易帐如期回暖

2014 年三驾马车中仅净出口表现好于 2013 年, 为经济增长提供正向拉动, 消费和投资增速均有所下滑。房地产行业显著下滑, 新开工以及销售出现负增长。基于 2015 年政府经济目标, 以及投资外贸可能的波动, 测算出 2015 年各季度经济增速运行区间在 6.6%-7.2%。

2014 年三驾马车中仅净出口表现好于 2013 年, 为经济增长提供正向拉动, 消费和投资增速均有所下滑。正如我们在去年年报中判断的, 外贸表现成为 2014 年增长亮点。

2014 年固定资产投资完成额累计增速进一步下行, 截止至 11 月累计同比增速为 15.8%。从三大投资构成来看, 增速明显下滑的是房地产投资, 房地产新开工面积以及销售面积连续 10 个月负增长。制造业增速继续走低, 依然是寻底的趋势。一方面是受到地产行业拖累, 另一方面制造业还在消化 2010 年剧增的过剩产能。新增制造业投资的空间较小, 这也说明实体经济对资金的吸引力尚未恢复。受到财政投资提振, 基建投资基本维持在 20% 以上的增长, 部分抵补了地产增速急跌带来的风险。

2014 年中国净出口贸易帐高于 2013 年, 但是进出口总额同比增速下滑。这一现象的主要原因在于进出口改善不平衡。2014 年进口金额增

长明显放缓，出口增长相对稳定，导致顺差规模扩大。从进出口规模来看，对欧出口规模有较为明显的改善。另外，2013年热钱大量涌入进行套利，进出口金额存在虚高成分，基数较高也导致2014年同比数据偏低，2015年基数因素影响料减弱。

2014年社会消费品零售增速较2012年下滑，累计同比下滑一个百分点，全年增速预计在12%左右，年内波幅较小。

2015年经济增速运行区间：6.6%-7.2%

2015年，三驾马车中投资下滑成为大概率事件，外需回暖外贸维持回暖态势。国内需求疲弱，终端消费或暂时低位运行。由于消费数据历来波动幅度较小，我们仅对投资以及净出口增速进行模拟，并估算不同波动值对GDP拉动的作用。

对比方法如下：基于支出法，GDP主要由三部分构成，包括最终消费支出、资本形成总额以及贸易和服务净出口。其中最终消费支出包括居民支出和政府支出，资本形成总额包括固定资本形成总额和存货增加，计算上可以用固定资产投资完成额来近似。2014年支出法各部分的比重发生了结构性的变化，根据最新数据，资本形成总额占比41.3%，净出口占比3.3%。考虑到2015年实际可能出现的净出口和投资增速的波动情况，选择净出口增速变化值的波动区间为-20%至20%，资本形成总额增速变化值的波动区间为-5%至5%，测试结果如图表36所示。实际上，2015年固定资产投资完成额增速继续下滑概率较高，但是下降速度料放缓，如果较2014年的增速进一步下滑2%，相对应将拖累GDP减少0.83%。2015年欧美发达经济体基本延续需求回暖的趋势，预计净出口会对经济形成进一步拉动。

2015年政府经济增速目标底部在7%左右，2014年全年经济增速预计在7.3%。如果2015年最终消费相对保持稳定，资本形成总额对经济增速影响的变动程度在-0.83%至-0.41%，净出口影响的变动保守估计在0.16%至0.33%，可以大致推断2015年各季度经济增速运行区间在6.6%-7.2%。

2015年随着改革继续深化，经济结构的转变将得到巩固，终端需求也将在中长期受到提振，最终消费比重或进一步提高。经济增长最大的风险点在于投资增速下滑超预期，在这种情况下，经济难免继续寻底。

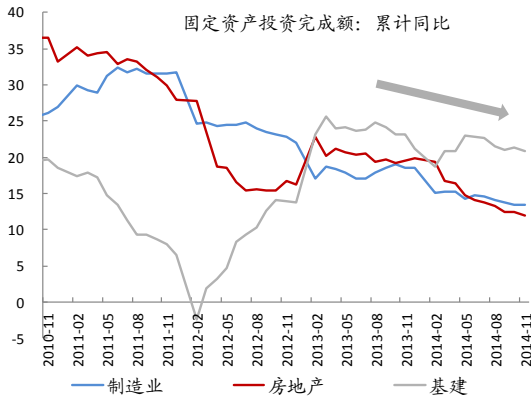
图表 32：净出口与资本形成总额增速的波动对经济增速的影响

净出口不同增速对GDP的影响										GDP占比平均水平	
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	3.3%	
Δ GDP	-0.66%	-0.49%	-0.33%	-0.16%	0.00%	0.16%	0.33%	0.49%	0.66%		

资本形成总额不同增速对GDP的影响										GDP占比		
	-5.0%	-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	41.3%
Δ GDP	-2.07%	-1.65%	-1.24%	-0.83%	-0.41%	0.00%	0.41%	0.83%	1.24%	1.65%	2.07%	

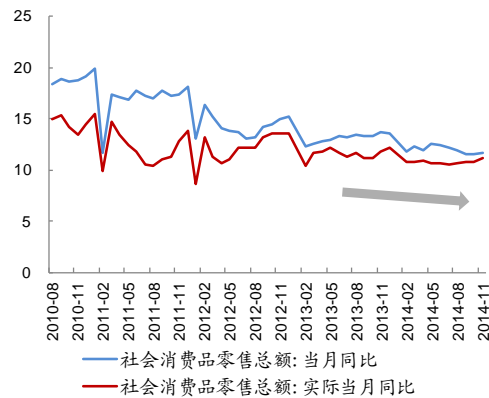
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 33: 中国固定资产投资增速进一步下滑



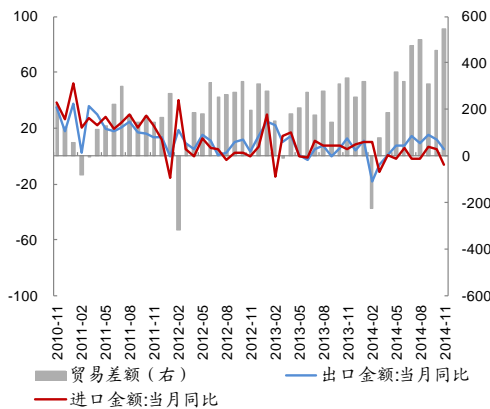
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 34: 中国房地产行业超预期下滑



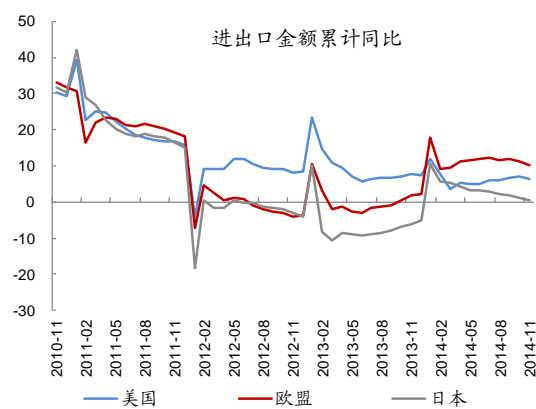
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 35: 中国零售总额低位企稳



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 36: 中国贸易帐持续改善



来源: Wind, 东兴期货研发中心

3、财政政策托底经济 货币政策适度宽松

出于经济托底的考虑, 2015 年财政政策力度料不弱于 2014 年。同时, 货币政策偏宽松来降低融资成本的概率更高。

12 月召开的中央经济工作会议在提出继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策的同时, 特别强调“积极的财政政策要有力度, 货币政策要更加注重松紧适度”。积极的财政政策意在扩大需求, 为经济托底; 松紧适度的货币政策意在增加灵活性, 考虑到目前实体投资需求疲弱, 货币政策偏宽松来降低融资成本的概率更高。

货币政策适度宽松

2014 年货币总量平稳增加, 但是流动性并不宽裕。考虑流动性三大来源, 新增信贷、外汇占款、公开市场操作, 发现变量主要来自外汇占款。2014 年新增外汇占款余额明显低于 2013 年, 以往由外汇占款增量提供基础货币的货币投放模式逐渐发生改变。公开市场操作更为灵活多变, 央行有针对性的运用短期以及中期流动性调节工具投放资金, 这种模式平滑了关键时点的资金利率, 但是对于中长期资金缺口作用有限。

面对资金面偏紧的状态, 央行在 2014 年末出台了两项政策。一是在 11 月进行了一次不对称降息, 一年期贷款基准利率下调 0.4% 至 5.6%; 一

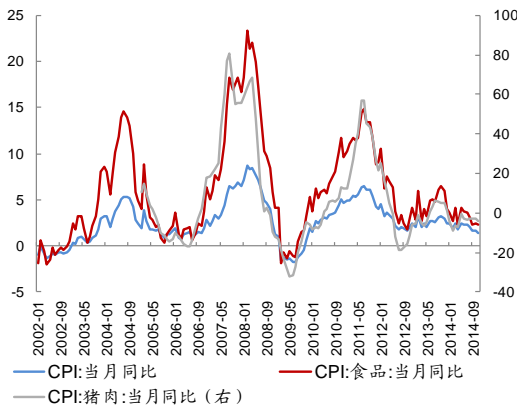
年期存款基准利率下调 0.25%至 2.75%，同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。二是央行发布 387 号文件，调整存款口径，将同业存款纳入存款范围，同时增量部分准备金暂定为零。银行贷存比指标的分母进一步扩大，信贷额度增加。这一宽信贷政策的出台使得短期内降准的可能性有所下降。

2015 年货币政策或延续中性偏宽松。受到地产行业拖累以及能源价格压制通胀率料维持在 2%以下，明显低于政策线的 3.5%，低通胀给货币政策提供了腾挪空间。在宽货币的同时，央行或更注重宽信用，以真正降低实体经济融资成本。（详细分析请参考国债期货年报）

财政政策保持力度

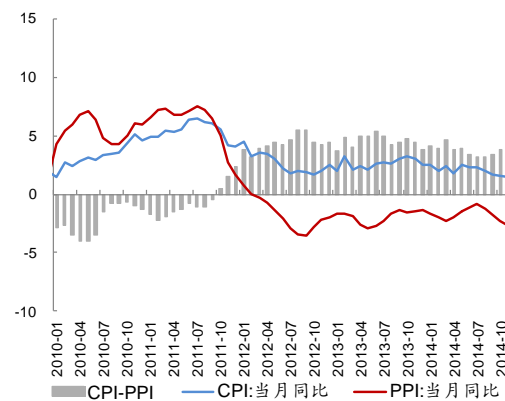
出于经济托底的考虑，2015 年财政政策力度料不弱于 2014 年。相对于货币政策，财政政策通常是比较明确的。每年一季度财政部会公布中央公共财政支出预算表，预算明显增加的行业对应政策扶持力度较高。以 2014 年为例，国防、教育、文化体育与传媒、社会保障、医疗等行业的预算超过平均值，年内均出台过比较有效的利好政策。

图表 37: 中国 CPI 上涨通道被打破



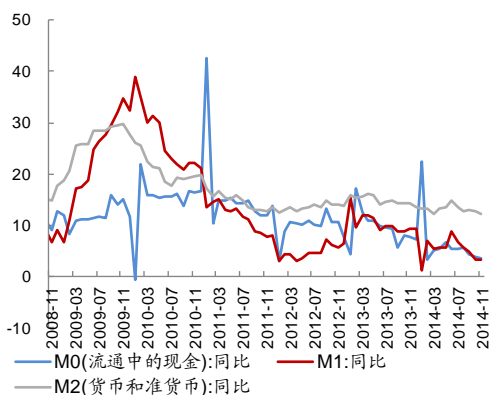
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 38: 中国 PPI 依然在底部运行



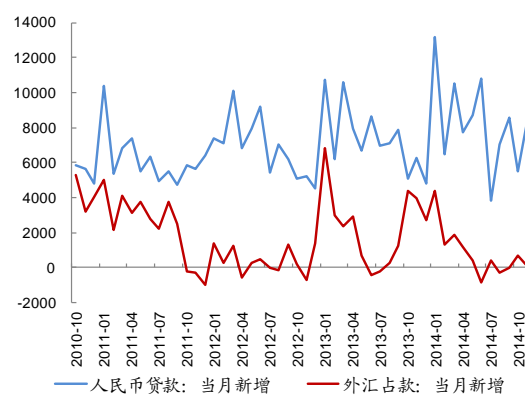
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 39: 中国 M2 增速平稳



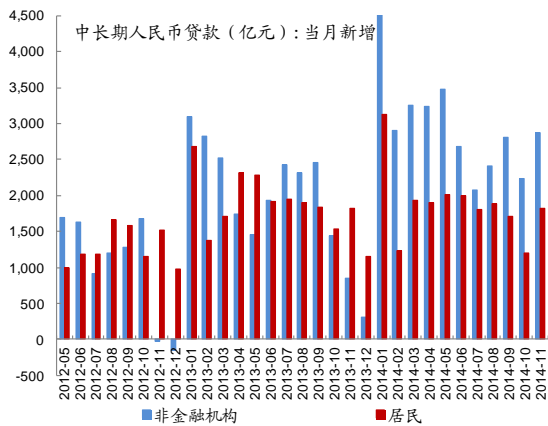
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 40: 中国外汇占款增量明显下滑



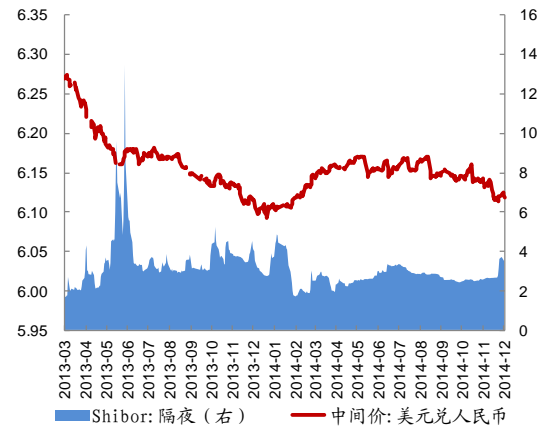
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 41: 中国企业中长期新增信贷增加



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 42: 中国银行间短期流动性保持稳定



来源: Wind, 东兴期货研发中心

4、经济底部尚未形成

2015 年经济增速下滑是大概率事件,但是地产增速再次出现失速的风险有所下降。综合考虑,经济底部的形成至少需要以下四个条件:地产增速企稳,基建投资维持高增速,社会去库存基本完成,局部工业行业盈利能力好转。经过分析筛选,我们针对这些条件整理出一系列领先指标。如果这些指标出现改善迹象,就有理由判断经济见底的概率增加。

2015 年经济增速下滑是大概率事件,但是地产增速再次出现失速的风险有所下降,经济增速能否企稳成为焦点问题。我们认为经济底部的形成至少需要以下四个条件:地产增速企稳,基建投资维持高增速,社会去库存基本完成,局部工业行业盈利能力好转。经过分析筛选,我们针对这些条件整理出一系列领先指标。如果这些指标出现改善迹象,就有理由判断经济见底的概率增加。

地产增速企稳

关注指标:商品房销售面积、30 大中城市商品房成交面积

研究表明,商品房销售面积增速领先于房地产投资增速,领先时间在一到两个季度左右。目前整体地产销售面积同比依然是负增长状态,但是 11 月份数据显示地产市场有微弱的改善迹象。一是受到限购松绑以及降息等政策利好,11 月地产销售面积环比出现回升,并且环比增幅是年内新高。二是 30 大中城市住房成交面积在三季度出现回升,一线、二线城市回升幅度较大。值得注意的是,2014 年“金九银十”落空,11 月的环比改善迹象在一定程度上是政策以及季节性综合作用的结果,能否传导到整个房地产行业需要进一步检验。

基建投资维持高增速

关注指标:基建投资增速、公共财政支出

在固定投资中,基建投资与地产投资占比不相伯仲,2014 年基建投资增速全年维持在 20%以上,为加速下滑的地产形成缓冲。2015 年财政政策依然偏积极,基建将继续体现支柱作用。

社会去库存基本完成

关注指标:制造业 PMI 原材料库存、产成品库存

目前国内制造业依然维持产业过剩内需不旺的状态,下游需求不旺难以消耗供给端产能,2015 年全社会两头去库存的过程大概率延续。

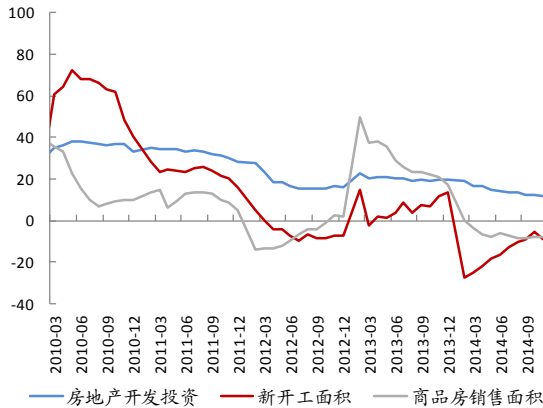
工业行业盈利能力好转

关注指标:生产者价格指数 (PPI、PPIRM)

考虑到工业利润数据较为滞后,我们用 PPI 指标来间接观测制造商盈

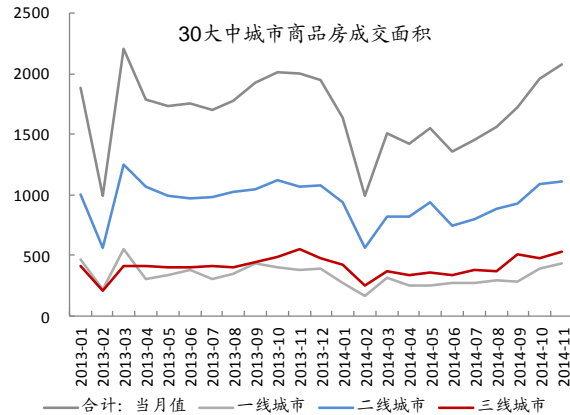
利能力。2014年，CPI为正PPI为负的局面没有发生根本性变化，产能过剩压制工业企业盈利环境。PPI已经连续三年维持负值，三季度以来生产资料PPI加速下滑，这主要是受到能源价格大跌的影响。PPI直接反映工业品出厂价，如果PPI指数或是分行业PPI能领先显示企稳，那么可以初步判断工业行业盈利环境有改善迹象。

图表 43: 商品房销售数据尚未企稳



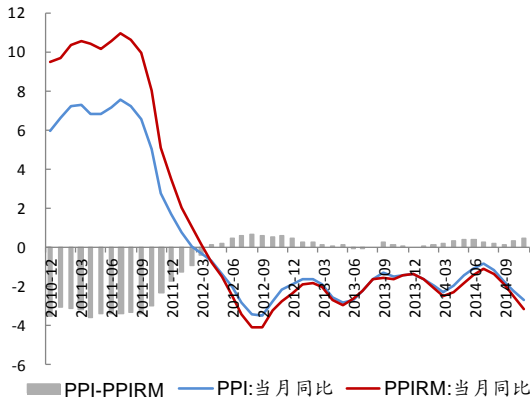
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 44: 30大中城市商品房成交面积回升



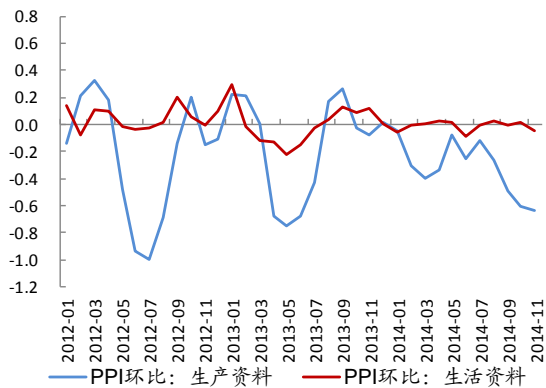
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 45: PPI 尚未见底



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 46: 生产资料PPI受能源价格压制



来源: Wind, 东兴期货研发中心

三. 2015年A股策略: 二级市场中期安全边际上升

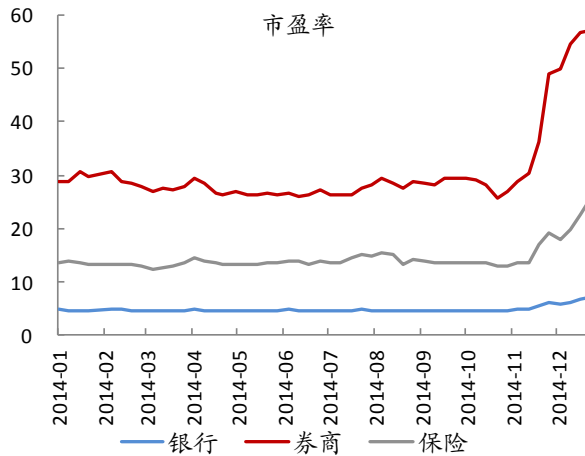
2015年经济继续探底，政策面将起到关键性支撑。国企改革以及货币政策持续发酵，给两市带来安全边际。二级市场2015年行情或逐渐向业绩回归。预计上证综指2013年运行区间为2600-3500点，沪深300指数的运行区间为2900-3900点。

回顾二级市场，在经历了五年的熊市后，A股在四季度强势突破。此轮上涨的引爆点是沪港通的推出，A-H股折价过度带来蓝筹的估值修复。此后国企改革拉开序幕，政策预期推动增量资金入场，机构调仓布局权重股。二级市场融资融券余额突破万亿，年初存量仅3470亿元，增加近三倍。沪深两市总市值增加9万亿至32.8万亿。上证指数全年上涨超过50%，深证成指全年上涨33%，创业板指全年上涨12%，中小板指全年上涨7%，二八分化严重。从各行业走势来看，非银金融以及强周期性行业受政策利好走势强劲，消费类板块相对偏弱。

2015 年经济继续探底，政策面将起到关键性支撑。根据中央经济工作会议，2015 年的政策体现出两大特点，一是保持政策托底思路，财政政策以局部定向为主，货币政策以总量调节局部引导为主。决策层对于目前的中速增长表示认可，因此大规模刺激投资的举措施行概率较低。会议全篇未提到房地产市场，楼市调控“去行政化”趋势显现，未来不排除“限购令”进一步放宽的可能。二是培育新增长点被放到关键位置。传统周期行业继续面临寻底转型的困境，国企改革以及城镇化进程料稳步推进，从而提振内需，提升工业运行效率。会议提出了一些新增长点的探索方向，这些方向相对应的二级市场板块将是未来投资的亮点。这些模块包括：个性化、多样化消费，基础设施互联互通和新商业模式，小微企业，绿色低碳循环发展等。这些板块如果能发展出规模效应，将在二级市场体现出优质投资价值。

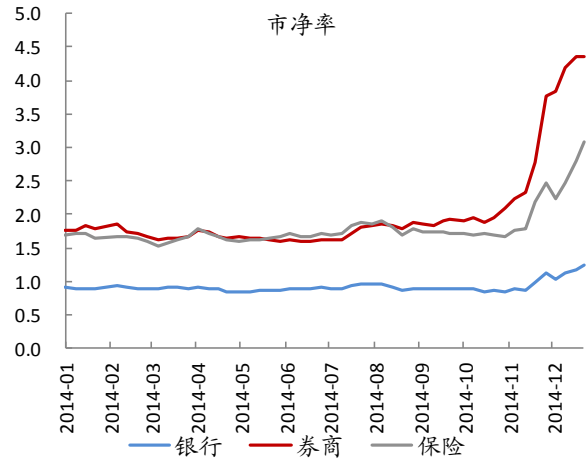
2015 年国企改革以及货币政策料持续发酵，给两市带来安全边际。目前 A 股市场蓝筹估值修复已经有超预期迹象，权重占比最高的金融板块中，银行市净率已经从 0.9 上升至 1.25。经济向下压力不减，产业过剩内需偏弱，上市企业盈利环境难以在短期得到改善。随着年报陆续出炉，一季度两市行情或逐渐向业绩回归。预计上证综指 2015 年运行区间为 2600-3500 点，沪深 300 指数的运行区间为 2900-3900 点。

图表 47: 2014 年金融板块市盈率



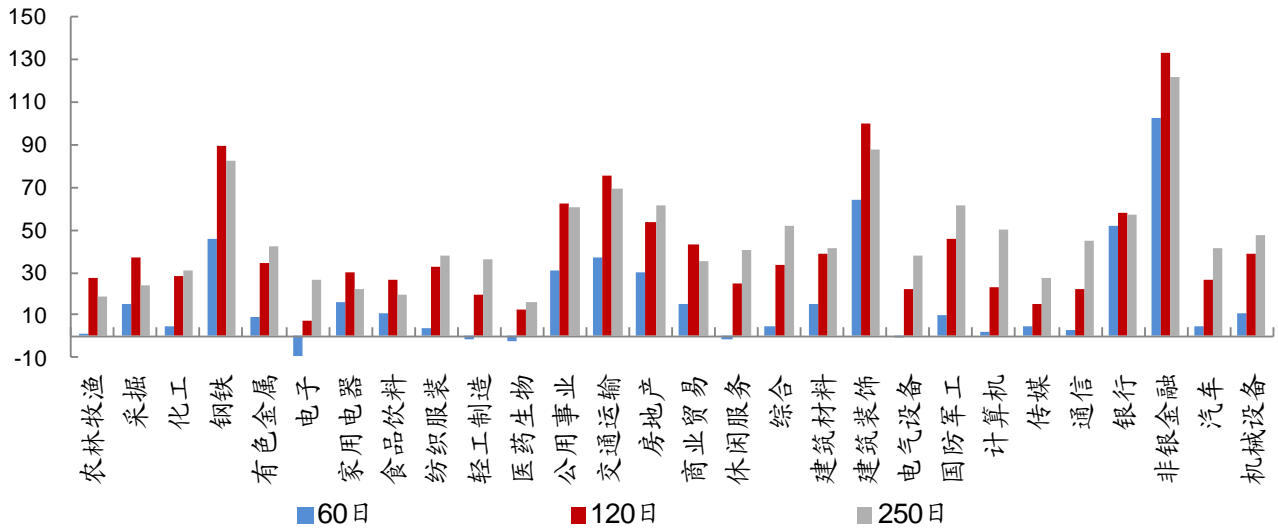
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 48: 2014 年金融板块市净率



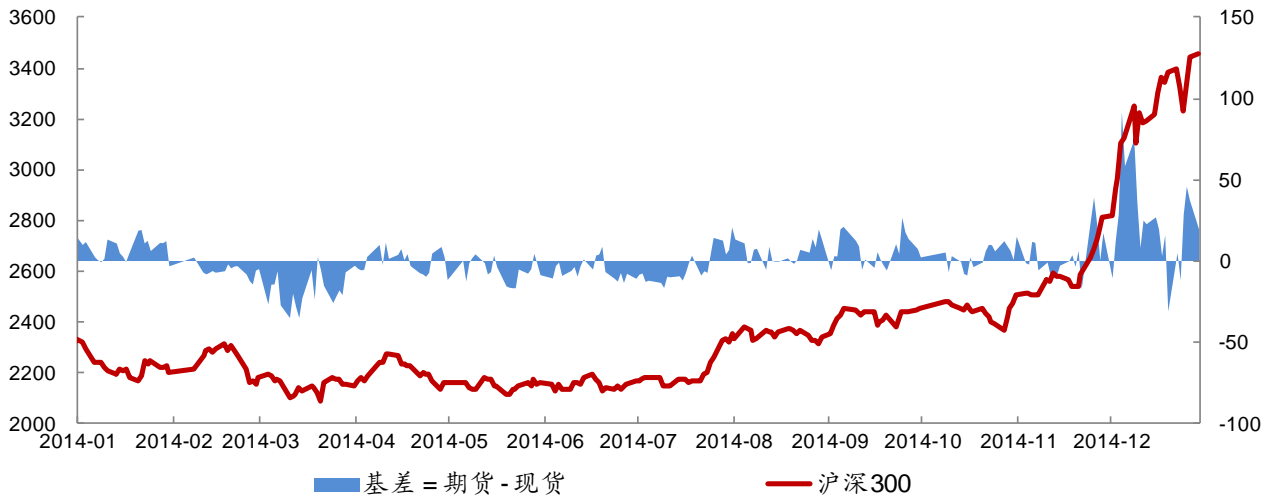
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 49: 2014 年行业阶段性表现 (涨跌幅%, 基准日期: 2014 年 1 月 2 日)



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 50: 2014 年期现走势表现 (股指期货与沪深 300 指数)



来源: Wind, 东兴期货研发中心

附录 1: 利率决议及风险事件时间表 (当地时间)

日期	数据及事件	日期	国家	事件
01-22	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	01-25	希腊	议会选举 (日期暂定)
01-29	美联储利率决议	03-03	中国	两会 (全国人民代表大会、政治协商会议)
03-05	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话			
03-19	美联储利率决议, 耶伦讲话			
04-15	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话			
04-30	美联储利率决议			
06-03	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话			
06-18	美联储利率决议, 耶伦讲话			
07-16	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话			
07-30	美联储利率决议			
09-03	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话			
09-17	美联储利率决议, 耶伦讲话			
10-22	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话			
10-29	美联储利率决议			
12-03	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话			
12-17	美联储利率决议, 耶伦讲话			

附录 2: 中国数据时间表 (或有微调)

类别	内容	公布日期	公布机构
GDP	2014 年国民经济和社会发展统计公报	02-24	国家统计局
	国民经济运行情况新闻发布会	01-20/04-16/07-16/10-21	国家统计局
物价	居民消费价格指数 (CPI)	01-09/02-14/03-09/04-11/05-09/06-10/07-09/08-09/09-11/10-15/11-10/12-10	国家统计局
	工业生产者价格指数 (PPI)	01-09/02-14/03-09/04-11/05-09/06-10/07-09/08-09/09-11/10-15/11-10/12-10	国家统计局
工业运行	汇丰制造业采购经理人指数 PMI 预览值/终值	每月 24 日左右公布, 比终值提前一周 (终值与官方 PMI 基本同时公布)	汇丰与 Markit 公司
	官方制造业采购经理人指数 PMI	每月 1 日	国家统计局
	官方非制造业采购经理人指数 PMI	每月 3 日	国家统计局
	季度累计主要行业增加值	01-21/04-17/07-17/10-22	国家统计局
	规模以上工业增加值	01-20/03-13/04-16/05-13/06-13/07-16/08-13	国家统计局

		/09-13/10-21/11-13/12-12	
	工业经济效益	每月 27 日 (1 月、5 月、8 月、10 月为 28 日公布)	国家统计局
固定资产投资	固定资产投资 (不含农户)	01-20/03-13/04-16/05-13/06-13/07-16/08-13 /09-13/10-21/11-13/12-12	国家统计局
	民间固定资产投资	01-20/03-13/04-16/05-13/06-13/07-16/08-13 /09-13/10-21/11-13/12-12	国家统计局
	房地产投资和销售情况	01-20/03-13/04-16/05-13/06-13/07-16/08-13 /09-13/10-21/11-13/12-12	国家统计局
	70 个大中城市住宅销售价格	每月 18 日 (2 月、10 月为 24 日公布)	国家统计局
消费	社会消费品零售总额	01-20/03-13/04-16/05-13/06-13/07-16/08-13 /09-13/10-21/11-13/12-12	国家统计局
流动性	货币供应量及社会融资规模统计	每月 10-12 日公布, 具体需参考《2015 年金融统计数据公布时间表》(预计 2 月公布)	央行
对外贸易	进出口贸易帐	每月 8 日-12 日公布, 具体需参考《2015 年中国海关统计数据发布时间表》(预计 1 月初公布)	海关总署

附录 3: 美国数据时间表

类别	内容	公布时间	公布机构
各项领先指标	月度采购经理人指数	每月最后一个工作日	芝加哥联储
	月度非制造业指数	每月第三个工作日	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业指数	每月第一个工作日	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业 PMI 初值	每月第四周	Markit
	月度制造业 PMI 终值	次月 1 日	Markit
	周度领先指标	每周五	美国经济周期研究所 (ECRI)
	月度消费者信心指数	每月最后一周的周二	咨商会
	月度消费者信心指数初值/终值	每月第二周周五/第四周周五	密西根大学
	月度房屋开工/营建许可	报告当月结束后第四周	美国商务部
GDP 及经济展望	褐皮书	每次美联储会议前两周的周三	美联储
	季度国内生产总值 (GDP) 初值	每年 1、4、7 和 10 月第四周的周五	美国商务部
	季度国内生产总值 (GDP) 终值	每年 3、6、9 和 12 月第四周的周四	美国商务部
就业	月度非农就业人口/失业率	每月第一周周五	美国劳工部
	周度初请失业金	每周四	美国劳工部

房地产	月度营建支出	每月第一个工作日	美国商务部
	月度 10 座及 20 座大城市房价指数	每月最后一周	标准普尔 (S&P) 与 Case Shiller
	月度房屋市场指数	每月中旬	全美住宅建筑商协会 (NAHB)
	月度新屋销售	报告当月结束后第四周	美国商务部
	月度成屋销售	报告当月结束后 4-5 周	全美不动产协会 (NAR)
物价指数	月度生产者物价指数 (PPI)	每月第二周	美国劳工部
	月度消费者物价指数 (CPI)	每月第二至三周	美国劳工部
消费	月度个人收入/支出	报告月结束后第四周	美国商务部
	月度消费信贷	报告月份结束后 5-6 周	美联储
	月度零售销售	每月第二周	美国商务部
	月度贸易帐	每月第二周	美国商务部
货币及财政	周度货币供给	每周四	美联储 (FED)
	周度外国央行持有美债数量	每周四	美联储 (FED)
	月度国际资本流动	每月 15 日	美国财政部
	月度预算报告	每月第 8 个交易日	美国财政部
制造业	月度工业生产/产能利用率	每月 15 日	美联储
	月度耐用品订单初值	报告月份结束后 3-4 周	美国商务部
	月度耐用品订单终值	报告月份结束后第二月的第一周	美国商务部
	月度批发库存	每月结束后第六周	美国商务部
	月度企业库存/销售额	每月结束后的第六周	美国商务部

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。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，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“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。