



2014 年 12 月 28 日

股指年报

经济常态弱，A 股看政策

股指分析师：

许统钊

联系方式：

xutongzhao@szjqh.com

0755—83472566 转 132

观点综述：

- 2014 年，中国宏观经济形势并没有改变整体下行的趋势，这是国内经济连续第四年呈现回落。展望 2015 年，三期叠加仍将环绕在整个经济发展过程中，这是未来一段时间内“新常态”。我们预计，2015 年国内 GDP 增速将会进一步下滑至 7.2%；CPI 同比增长 1.8%，PPI 继续维持负增长，为-2%；货币政策则会相对宽松，M2 同比增速维持在 13%左右；财政政策依然采取积极的态度，财政赤字率会扩大到 2.5%。
- 2015 年，国内经济继续维持下行趋势。而在下游需求方面，固定资产投资依然将受累于房地产开发和制造业，国家基础设施投资继续承担缓冲垫。居民消费在房屋成交回暖后，有望获得提振而出现企稳。外需方面，国外经济复苏程度不一，外部需求难有大幅提升，不过，在内需不足的情况下，衰退性顺差仍将对国内经济起到正面作用。
- 2015 年，国内经济继续面临下行压力，政府为了维持就业目标，保证经济增速稳定在 7%上方，必将采取财政货币双松政策。
- 展望 2015 年，我们认为，沪深 300 指数仍然具备再创新高的动力，预计全年行情应为先抑后扬，下方低点在 2900 附近，上方高位为 4000。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

网址www.szjqh.com



一、2014年国内宏观经济回顾与15年展望

2014年,中国宏观经济形势并没有改变整体下行的趋势,截止至14年三季度,GDP当季同比增速达到7.3%,为近两年来的低点;前三季度累计同比增长7.4%,预计14年全年增长将会维持在7.4%,这是国内经济连续第四年呈现回落。

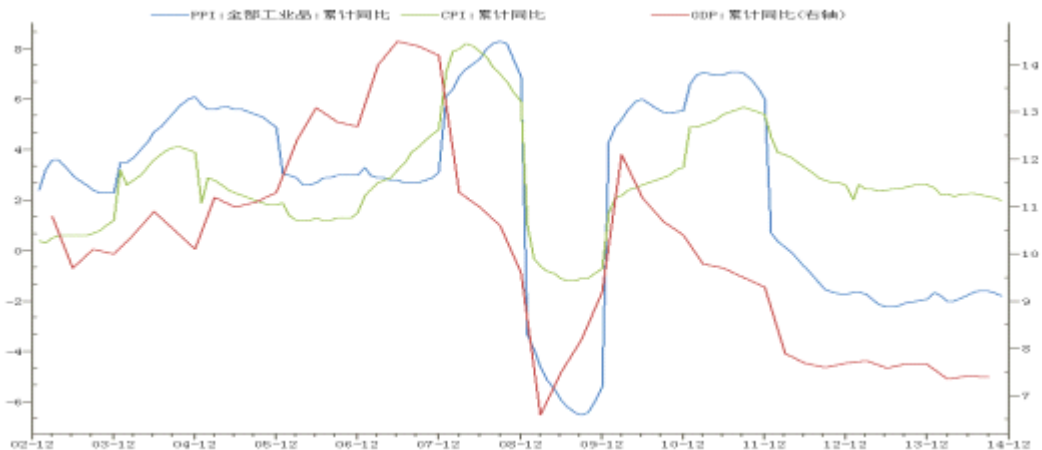
政府对于当前经济形势,定义为三期叠加时期,即增长速度换挡期、结构调整阵痛期以及前期刺激政策消化期。这一定义,既体现了国内经济发展的客观规律,又阐述了政府未来宏观调控的整体蓝图。中国经济由高速增长,步入了中高速增长的时代,一方面受制于国内人口红利消退,劳动力丧失比较优势,而新的经济增长点又未出现,致使潜在经济增速下滑;另一方面,则是由于全球经济再平衡,外部需求开始向他国转移。

经济的本质是人,如何解决国内居民的就业状况,是政府考量经济的重要因素。面对上述形势,政府只能通过调整经济结构,加快发展第三产业,用以吸纳更多的居民就业。在这一过程中,势必伴随着阵痛的出现,政府对于部分产业将会有所取舍。

在客观规律面前,政府只能顺势而为。前期过度的经济刺激措施,造就当前大量过剩产能,反而成为经济改革转型的障碍。前车之鉴,政府放弃大幅度的总量政策,采取定向措施,以期培育更多符合转型方向的经济增长点。

展望2015年,三期叠加仍将环绕在整个经济发展过程中,这是未来一段时间内“新常态”。我们预计,2015年国内GDP增速将会进一步下滑至7.2%;CPI同比增长1.8%,PPI继续维持负增长,为-2%;货币政策则会相对宽松,M2同比增速维持在13%左右;财政政策依然采取积极的态度,财政赤字率会扩大到2.5%。

图1 中国经济走势与物价形势对比



数据来源: WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考,本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明:本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体,但是来源与数据未经独立验证,严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此,金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话: 0755 83472566 地址: 深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

网址www.sz.jhqh.com



表 1 历年政府工作目标及 15 年预测

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 F
GDP 同比	8	8	7.5	7.5	7.5	7.2
CPI 同比	3	4	4	3.50	3.50	2.5
M2同比	17	16	14	13	13	13
财政赤字率	3	2	1.6	2	2.1	2.5
城镇新增就业人口 (万人)	900	900	900	900	1000	1000

数据来源：WIND、金汇期货

二、内需不振，外需稳定

2015 年，国内经济继续维持下行趋势。而在下游需求方面，固定资产投资依然将受累于房地产开发和制造业，国家基础设施投资继续承担缓冲垫。居民消费在房屋成交回暖后，有望获得提振而出现企稳。外需方面，国外经济复苏程度不一，外部需求难有大幅提升，不过，在内需不足的情况下，衰退性顺差仍将对国内经济起到正面作用。

(一) 地产制造双杀，基建独力支撑

截止至 2014 年 11 月份，国内固定资产投资累计同比增速为 15.8%，较 3013 年 12 月的 19.6%下滑了 3.8 个百分点。当前，国内固定资产主要依靠三驾马车：房地产开发、制造业和基础设施建设，这三块占到整个固定资产投资的 81%。综合分析这三大投资的变化，我们认为，15 年国内固定资产投资将会进一步下滑到 14%。

图 2 三大投资占比

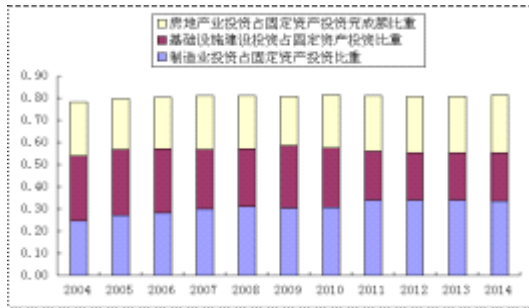


图 3 固定资产投资增速趋势下滑



数据来源：WIND、金汇期货

1、周期因素，地产投资光滑不再

房地产行业在整个固定资产投资中占比 25%，仅次于制造业的 34%，但这仅是从房地产行业本身考虑，如若考虑到其辐射的整个产业链，那其对整个固定资产投资变化的贡献率可能达到 70%以上。截止至 2014 年 10 月份，房地产固定资产投资累计同比增速为 12.4%，较 13 年底的 20.3%回落了 7.9 个百分点，这是造成整个固定资产投资持续回落最主要的因素。我们预计，2015 年国内房地产投资仍将维持下滑态势，至 10%。

房地产开发投资在整个房地产行业占据绝对比重，达到 77%，而截至到 11 月份，国内房地产开发投资累计同比增速回落至 11.9%。从表面数据来看，房地

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



产开发投资的回落，是受到商品成交市场疲弱的影响，持续低迷的成交，导致开发商不愿加大投资力度。但是，其背后的根本原因在于国内地产投资已经越过周期顶部，其目前正处于周期性下跌当中。而造成这一周期性下跌的主要因素有如下几点：

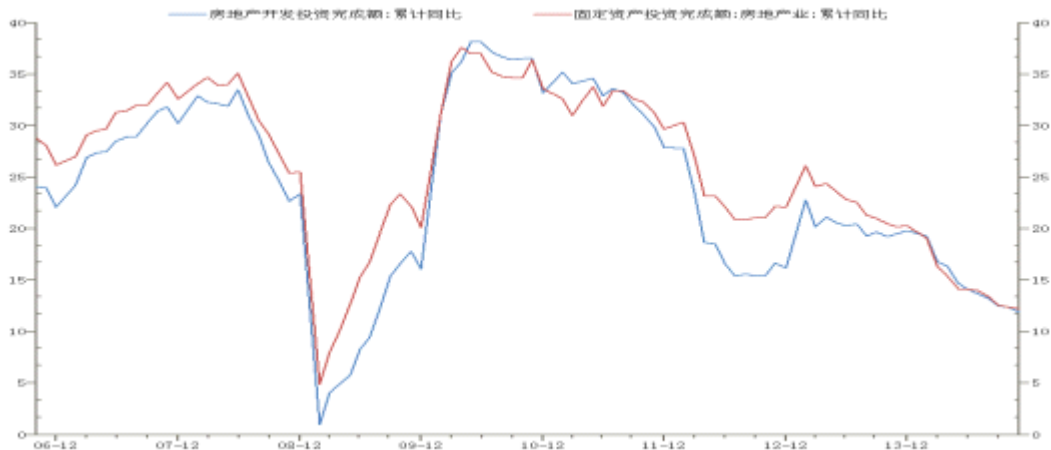
首先，国内人口结构的变化，是最根本的原因。从 2010 年开始，国内 15 岁—64 岁人口比例开始达到顶峰，为 74.5%，随后开始出现逐年下滑的趋势，这意味着国内青壮年人口开始逐渐减少。而这部分人，是国内房屋购买的主力军，其减少，意味着下游需求难复当初。

其次，地产投资已经光华不再，资金逐利性受到抑制。根据 A 股市场各上市房地产企业整体净利润同比增速来看，国内房地产行业高速增长的时代已经过去，目前该行业利润增速处于一个平稳低位区域。这便导致了投资者不会再像过往那般，不断将资金投入其中。

最后，当前国内商品库存高企，未来地产行业将步入去库存阶段。根据国家统计局数据，目前国内商品房待售面积将近 6 亿平方米，绝对数值处于高位，相对增速亦在下滑当中。

所以，虽然我们看到在政府不断推出的房地产救市措施下，国内商品房成交数据开始逐步回暖。但是，这却难以改变开发投资周期下滑的趋势。

图 4 房地产与开发投资周期性下滑



数据来源：WIND、金汇期货

图 5 人口老龄化渐渐开始

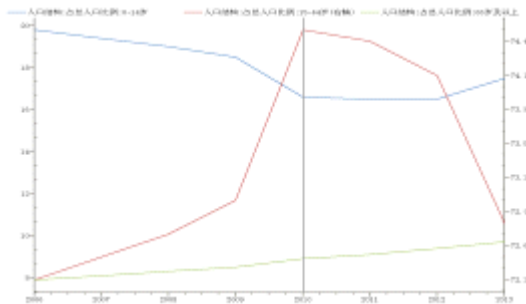
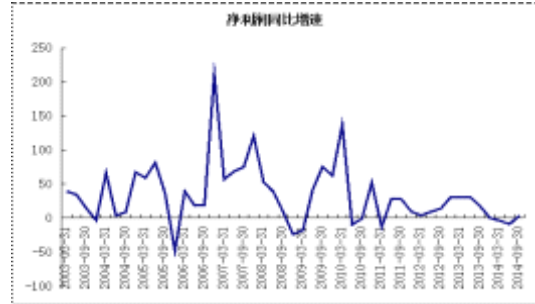


图 6 房地产行业利润增速低位徘徊



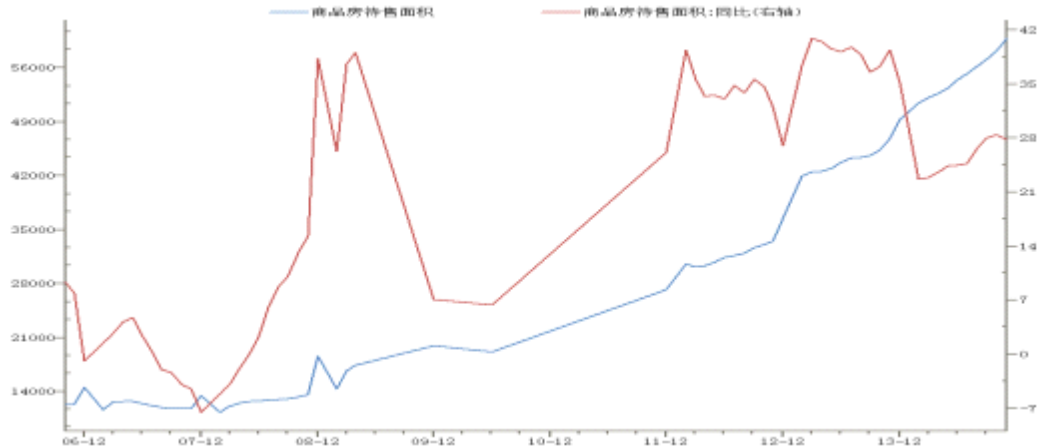
数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图7 房屋库存高企，去库存进行时



数据来源：WIND、金汇期货

2、制造产能未解，去库存将至

前期刺激政策消化期，意味着制造业去产能将会持续进行。截止至14年11月份，制造业投资累计同比增速为13.5%，较13年底回落了5个百分点。背后的根本原因，是产能过剩背景下，下游需求不足。对于2015年，我们认为制造业投资依然难言乐观，整体增速预计在11%左右。

2015年，制造业投资除了继续面对去产能外，还要面临企业去库存。从2013年8月份开始，到14年8月份，国内工业企业产成品库存逐月回升，但在这段时间里，工业企业的利润增速却是震荡向下，这意味着，这段时间库存的增加，可能只是由于企业前期库存较低，被动补库存所致。国内PPI已经连续32个月呈现负增长，而在当前国际大宗商品价格持续回落的态势下，PPI仍难以摆脱负增长的局面，企业现有的库存意味着持续的资产减值损失，未来工业企业去库存的压力正在加大。

此外，目前政府正在大力推进“一带一路”战略规划，这一规划有助于国内缓解过剩产能，但是，其却难以转变产能过剩的实质。一方面，在国家将要淘汰的产能名单中，如钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃以及船舶等行业，其产能绝对量在世界范围中占有较大比重，单凭依靠“一带一路”，难以化解其现有产能。另一方面，“一带一路”的战略规划，不是简单的将国内产品输送到国外，未来更多的将是通过国内企业在外投资，进行产能转移。

图8 制造业投资依然疲弱难当



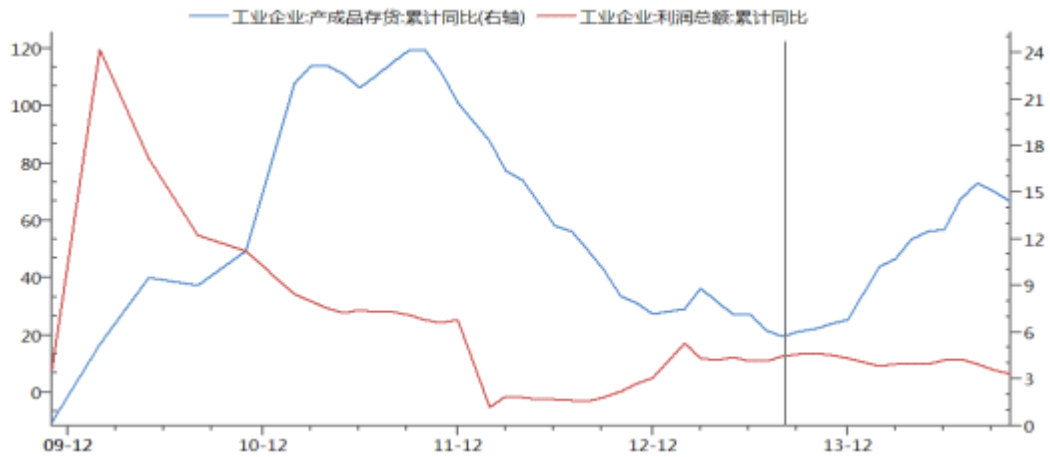
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



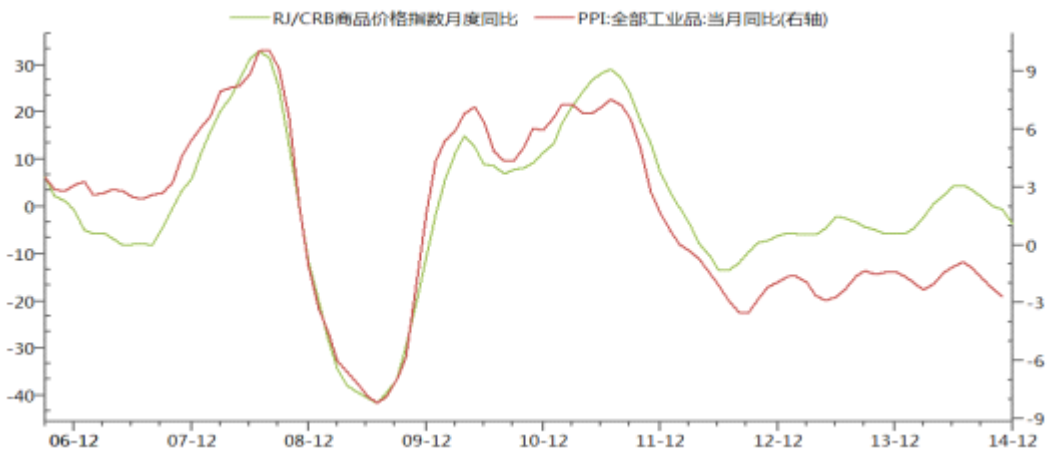
数据来源：WIND、金汇期货

图9 利润不济，工业企业去库存压力加大



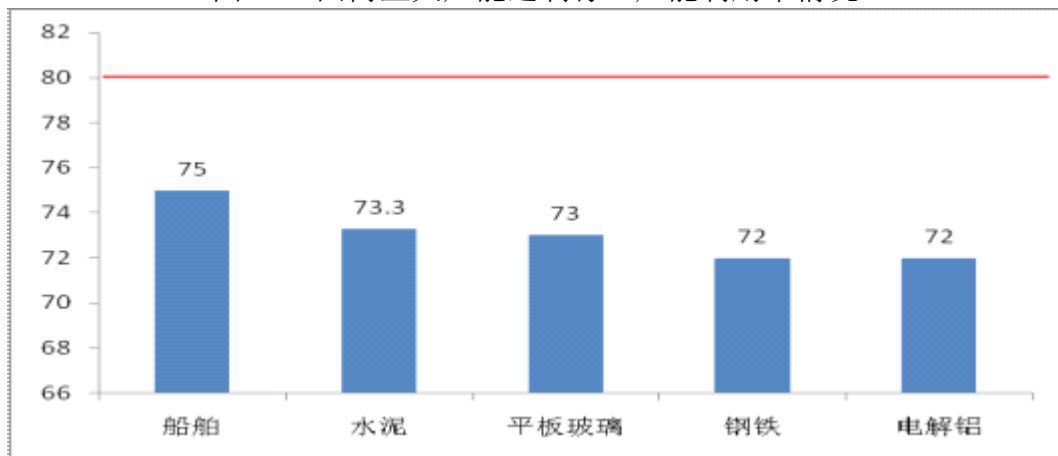
数据来源：WIND、金汇期货

图10 大宗商品价格持续回落，工业品价格通缩难改



数据来源：WIND、金汇期货

图11 国内五大产能过剩行业产能利用率情况



数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

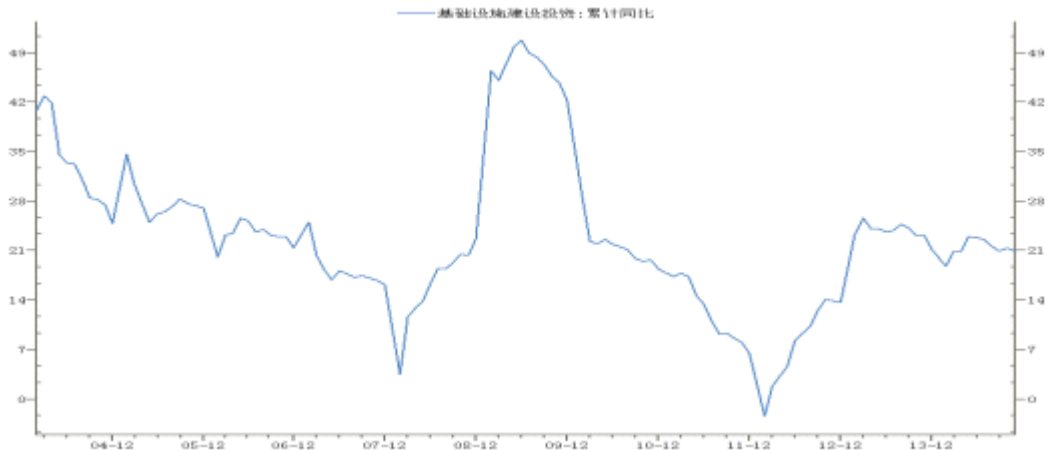


3、缓冲垫，基建投资仍然独行

基建投资，一直是政府用来稳定经济增长的利器。2014年，在房地产和制造业双双回落的同时，国内基建投资一直维持相对高位运行，以防止国内经济出现加速下滑的风险。截止至11月份，国内基础设施建设投资累计同比增速为20.88%。对于2015年，我们认为，在房地产与制造业依然低迷的背景下，基建投资仍将维持在20%以上。

根据统计，从14年10月份开始，国家发改委连续批复了20条铁路和5个机场建设项目，预计，这些基建项目所涉及的金額，将超过万亿元。我们认为，由于临近年末，发改委批复的这些项目，将会在15年集中体现。

图12 基建投资继续承担缓冲垫，维持相对高位



数据来源：WIND、金汇期货

表2 4季度开始发改委加速批复基建投资

日期	项目	投资（亿元）
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	257.3
	玉溪至磨憨铁路	455.1
10月22日	贵州仁怀民用机场	15.73
	云南省澜沧民用机场	15.33
	内蒙古咋兰屯民用机场	4.67
	青海果洛民用机场	11.33
	松原查干湖民用机场	7.84
	郑州至万州铁路	974.3
	商合杭铁路芜湖长江公铁大桥	86.46
	黔江至张家界至常德铁路	384.4
10月30日	川藏铁路拉萨至林芝段	366
	大同至张家口铁路客运专线	179.9
	蒙西至华中地区铁路煤运通道	1930.4
11月5日	和顺至邢台铁路	66.4
	南昆铁路南宁至百色段增建二线	98.83
	祥云至临沧铁路	155

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



	衢州至宁德铁路	304.85
	格尔木至库尔勒铁路	376.4
	连云港至镇江铁路	464.6
	南昌至赣州铁路	532.5
11月15日	柳州至梧州铁路	196
	多伦至丰宁铁路多伦至塔黄旗段复线工程	64.9
	兰州至合作铁路	104.57
	成昆铁路峨眉至米易段扩能工程	453
	银川至西安铁路	708.5
11月20日	上海国际航运中心洋山深水港区四期工程	128.48
11月25日	正蓝旗至张家口铁路黑城子至张家口段	87.2
	阳平关至安康铁路增建第二线	187.7
	渝怀铁路涪陵至梅江段增建第二线	191.1
	长春至白城铁路扩能改造工程	196.4
11月28日	甘肃省兰州中川机场二期扩建工程	15.2
	宁波市轨道交通3号线一期工程和4号线局部线路方案优化调整	300
	叙永至毕节铁路项目	121
	北京至张家口铁路八达岭工程项	17.5
	哈尔滨至牡丹江铁路客运专线项目	356.4

数据来源：新闻资料、金汇期货

（二）房屋成交回暖，居民消费企稳在即

今年以来，国内居民消费对于经济的贡献，持续超过投资，但在这一过程中，居民整体消费表现是较为低迷的。截止至11月份，国内社会消费品零售总额累计同比增长12%，在扣除通胀因素后，实际累计增速为10.78%；今年以来，该增速一直围绕着这一水平波动。我们预计，15年国内消费水平将会有所回暖，零售总额增速将会回到15%左右。

当前，国内居民的消费结构，依然相当大一部分与房地产有关。目前，国内房地产销售市场已经开始回暖，30个大中城市商品房月度销量同比增速已经转正，我们认为，在国内商品房成交持续回暖的背景下，居民消费中家电、家具以及建筑装饰类将会得到相应的提振，从而带动整个消费水平出现回暖。

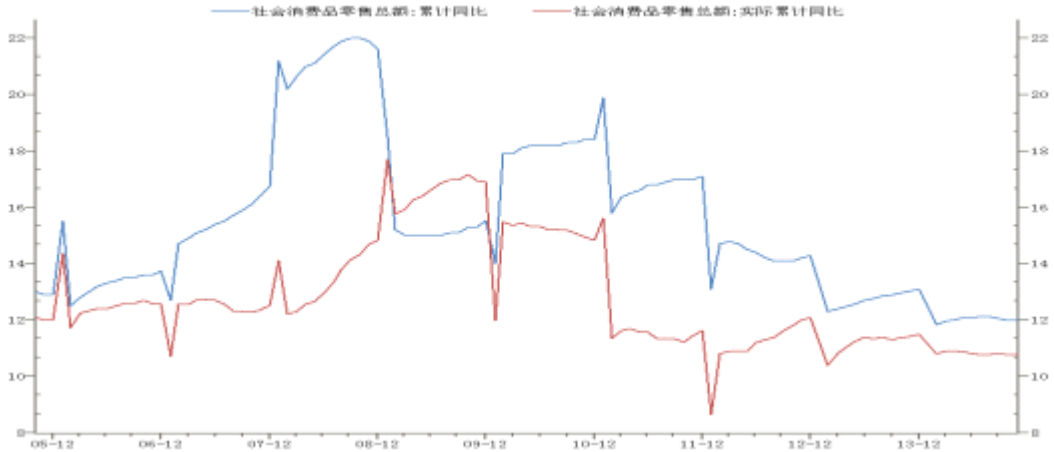
以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



图 13 居民消费低位徘徊有望转变



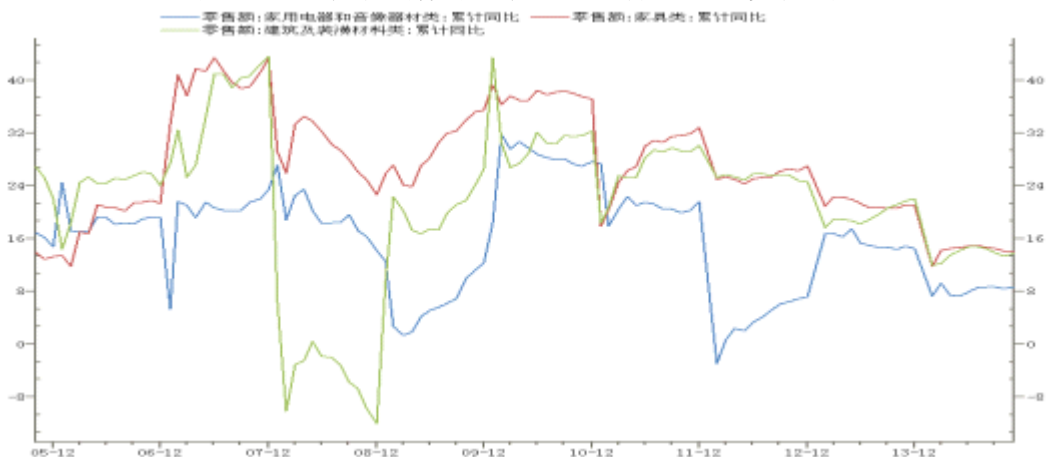
数据来源：WIND、金汇期货

图 14 居民消费与地产成交趋势趋同



数据来源：WIND、金汇期货

图 15 地产类消费底部企稳，有望进一步回升



数据来源：WIND、金汇期货

(三) 外需稳定，衰退性顺差仍在

截止至 14 年 3 季度，国内货物和服务净出口对整个 GDP 增长的贡献度为

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

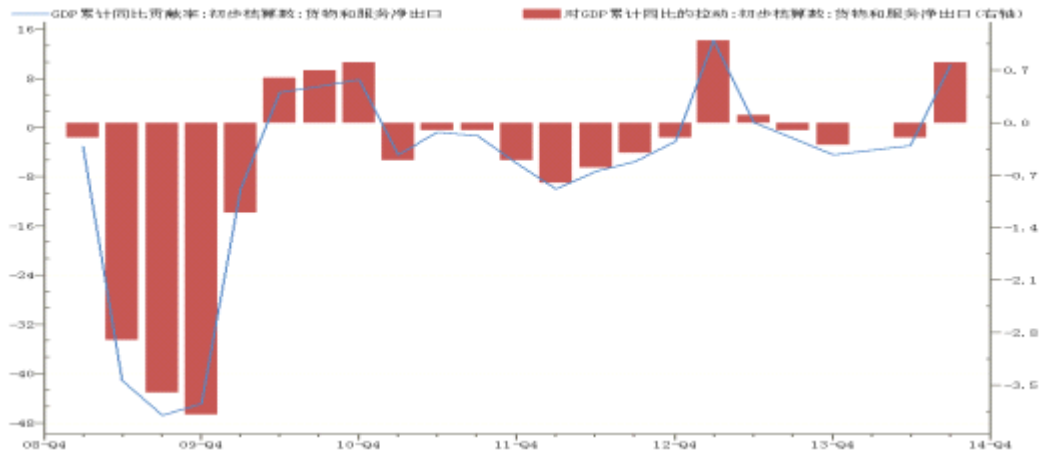
免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



10.2%，拉动前三季度经济增长 0.8 个百分点。11 月份，国内贸易顺差创下单月历史新高，达到 544.7 亿美元，这一数据显示，今年国内净出口贸易依然有不错表现，但是，这是建立在国内需求回落，进口疲软的背景下，属于衰退性顺差。根据上面的分析，我们认为 15 年国内需求依然难有亮丽表现，但整体出口形势会维持相对平稳，因此，衰退性顺差仍会存在，对整个经济增长仍有正面作用。

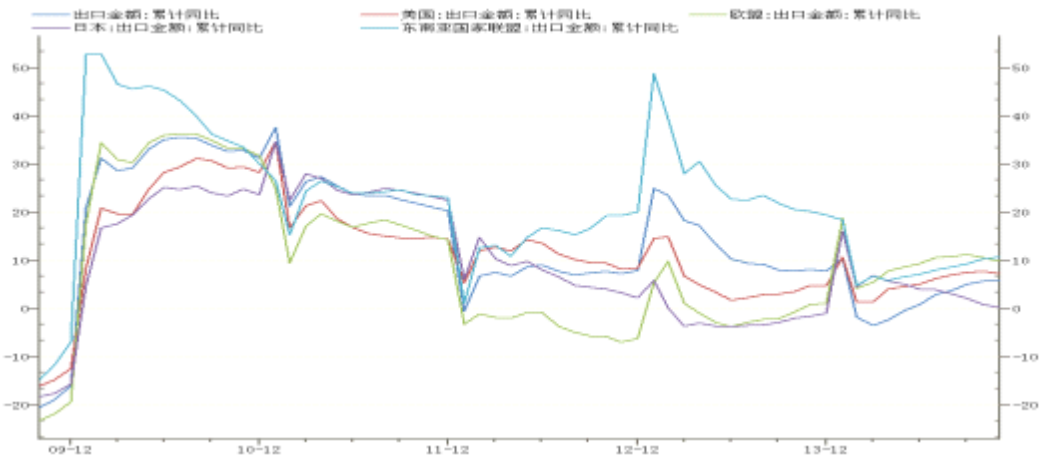
目前，国内出口形势的变化，与对美国，欧盟，东南亚联盟国家等地区的出口变化趋同；而对于中国传统的贸易伙伴日本，则开始出现分化，这与中日两国贸易份额逐渐缩减有关。我们认为，15 年中国对美国出口形势将会保持稳定，但欧盟地区存在回落的风险；而东盟方面，随着“一带一路”的推进，国内对其出口份额将稳中有升。

图 16 货物与服务净出口对国内经济起到正面作用



数据来源：WIND、金汇期货

图 17 中国出口形势与主要贸易伙伴国变化一致



数据来源：WIND、金汇期货

1、美国经济复苏稳定助力国内出口

现今，美国经济增速已经恢复到危机之前的水平，截止至 14 年前三季度，美国 GDP 增速分别为 1.89%、2.59%和 2.43%。回顾美国整个经济复苏历程，在美联储持续的货币宽松呵护下，房地产市场在底部获得支撑，并开始逐步企稳回暖，银行业整个债务链条恶化得到缓解，随后整个资产负债表得到改善；慢慢的，银

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

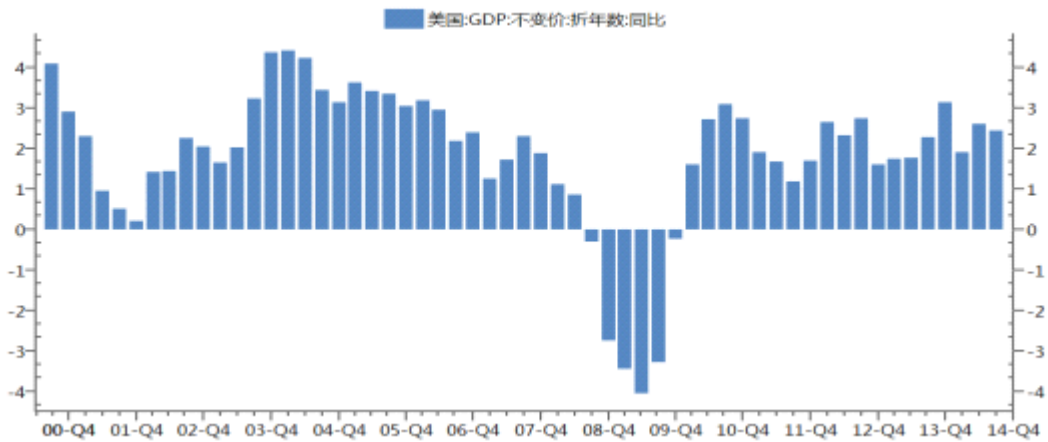
免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



行信贷投放意愿有所提高，进一步促进了地产以及整个制造行业的复苏；最后，美国人民就业状况改善，居民收入增加，消费能力恢复，继续成为支撑美国经济增长的强大动力。

如今，美联储 QE 政策已经退出，但这并不影响美国经济后期的持续增长。美国制造业依然处于强劲的扩张态势中，截止至 14 年 11 月，美国 ISM 制造业 PMI 指数录得 58.7%，为全年的次高点。每月非农就业人数依然维持较高水平，11 月份更创下年内新高，达到 32.1 万人，失业率则进一步回落到 5.8%，而居民消费支出增长维持平稳水平。所以，我们认为，在居民消费稳定的保障下，即使美国货币政策恢复正常，也不会影响到美国经济稳定的增长，预计，15 年其整体增速能够维持在 3%。

图 18 美国经济增长已经恢复到危机前水平



数据来源：WIND、金汇期货

图 19 美国制造业依然维持强劲的扩张态势



数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



图 20 美国就业形势健康



图 21 美国个人消费支出增长稳定



数据来源：WIND、金汇期货

2、欧元区步履维艰

欧洲方面，重点在于欧元区，可从其整体表现来看，复苏形势差强人意。14 年前三季度，欧元区经济同比增速分别为 1.1%、0.6%和 0.8%，远低于危机前的增长水平。而当前区域内失业率水平依然高企，至今未有明显改善；制造业指数仍在 50%这一分水岭附近徘徊。

对于欧元区的情况，我们认为，主要受制于各国财政政策的分割，缺乏统一有效的刺激政策，而这一点，在未来时段内恐难有实质转变。至于货币政策，欧洲央行已经推出了 0 利率，价格工具已经没有空间；但在数量工具上，目前尚未有效开展。欧版 QE 政策推出依然阻力重重，德国至今仍未点头允许，导致价格宽松措施未能有效传导。展望 15 年，我们认为欧元区需要更多的刺激手段，QE 政策的推出最需关注，否则，欧元区经济仍将在泥泞中徘徊。

图 22 欧元区经济增长动力不足



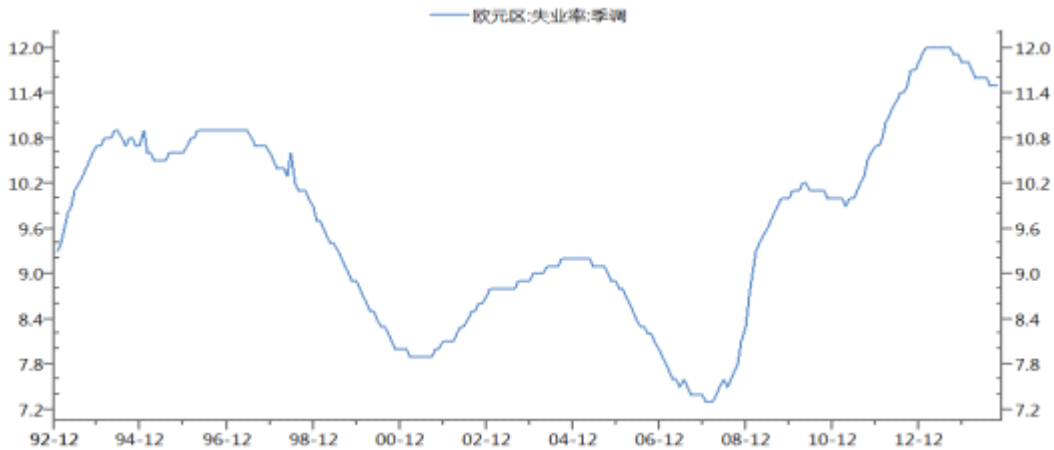
数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

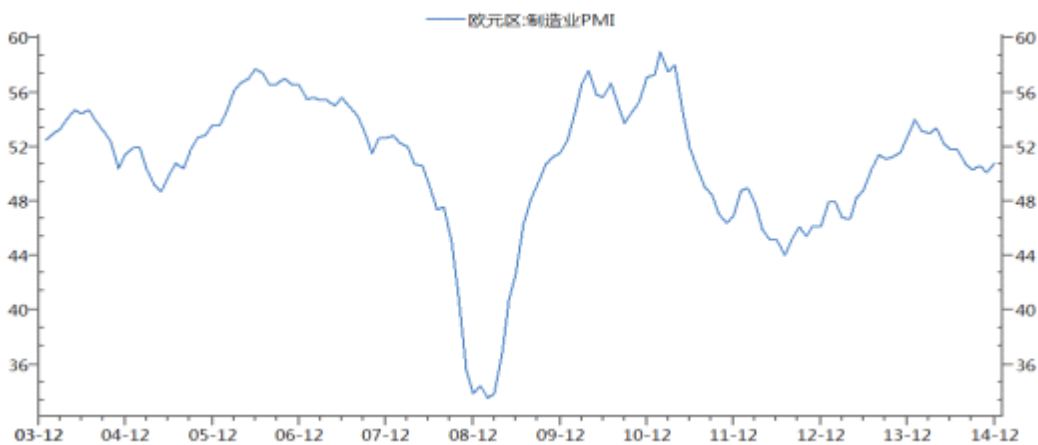


图 23 欧元区失业率高企未见有效改善



数据来源：WIND、金汇期货

图 24 欧元区制造业尚在挣扎



数据来源：WIND、金汇期货

3、“一带一路”加深东盟合作，提振出口

东盟方面，我们认为，接下来需要关注的是，是“一带一路”战略的推进程度。“21 世纪海上丝绸之路”的建设，将加深中国与东盟之间的合作关系。目前，中国开始以广西为支点，进行相关的建设。主要有，将河内—谅山高速公路、下龙—芒街高速公路、河内—同登铁路项目列入《中越 2012—2016 年经贸合作五年发展规划重点合作项目清单谅解备忘录》。其次，中国拟与越南共建北仑河二桥，水口河二桥、峒中—横模大桥等 3 座界河桥。此外，未来中越之间还将建设 15 条客运和 13 条货运道路运输线路。

随着中国与东盟之间相关道路、航线的建立，两者之间的贸易关系会更加巩固，这有助于提升中国对东盟的货物出口。

三、双松政策依旧

2015 年，国内经济继续面临下行压力，政府为了维持就业目标，保证经济增速稳定在 7% 上方，必将采取财政货币双松政策。政策的方向性并无任何疑义，但是力度确是值得商榷。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

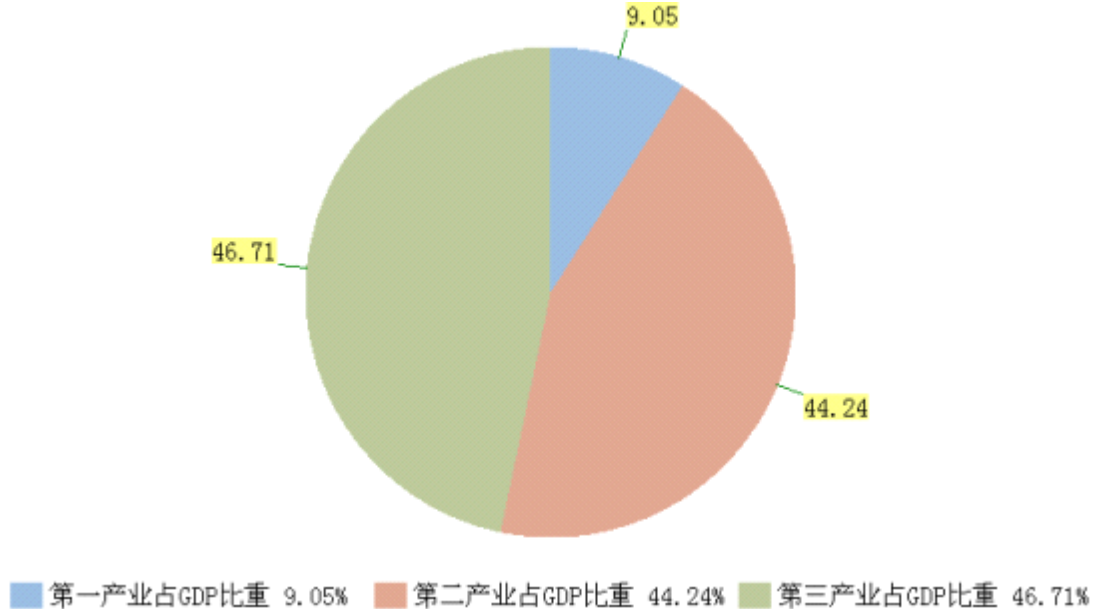
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



当前，国内整体经济结构开始发生转变，今年前三季度，第三产业产值占整体 GDP 产值比重分别达到 49.02%、46.59%和 46.71%，均超过同期第二产业产业比重；而其增长速度，亦同样超过同期第二产业和整体经济增长速度。随着第三产业的兴起，国内每单位 GDP 的增长所能增加的就业人数也将跟随增加。我们预计，按照当前情况，如果要完成政府每年新增就业 1000 万的目标，仅需将 GDP 增速维持在 7%左右即可。所以，我们认为，当前大幅刺激的可能性并不存在。

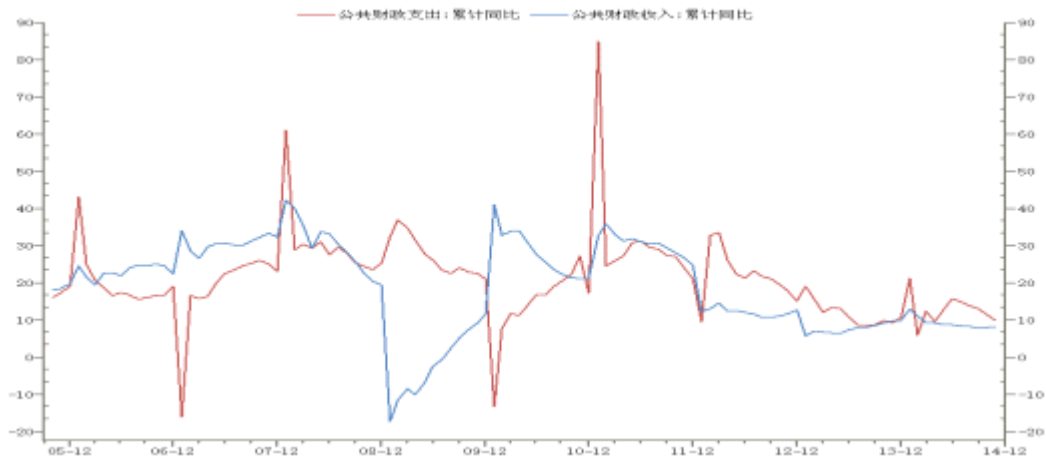
图 25 第三产业兴起，比重超过第二产业



数据来源：WIND、金汇期货

到在经济下滑过程中，政府财政收入也必将跟随回落。截止至 11 月份，公共财政收入累计同比增速为 8.3%，去年同期为 9.87%。预计 14 年全年财政收入增速维持在 8.5%，而 15 年将会下滑至 8%。收入的减少使得政府在维持经济平稳过程中产生资金缺口，所以，我们预计，15 年政府将会提高财政赤字率至 2.5%。

图 26 公共财政收支有缺口，赤字率将提高



数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



货币政策方面，15 年央行主要考虑应该有三：

第一，解决中小企业融资难、融资贵的问题。这是当前政府急欲解决之难题，希望能够通过这一措施给予国内中小企业更宽松的发展环境，借此培育出新的经济增长点，用以引领转型之后的经济增长。对于中小企业融资成本高企的情况，影响因素有二：首先，外部竞争对手问题。国内存在三大资金黑洞，分别是房地产企业、地方政府融资平台以及效率低下的国有企业。三大黑洞或有较高的投资回报率，或有强大的后台保障，致使其都愿付出更高的成本来吸取资金，维系自身经营。不过，随着国内房地产投资周期回落，政府反腐控制地方债务以及国企改革，这一因素目前正在消散。其次，是中小企业自身问题。中小企业本身的发展风险系数较高，而国内融资方式又以间接融资为主，导致资金融出方提高风险意识，风险溢价随之而升。

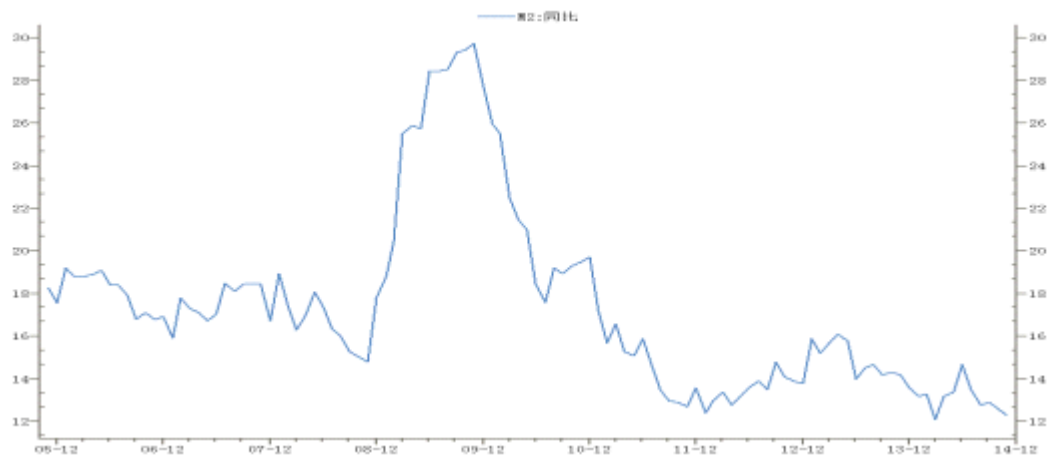
虽然上述问题，很难通过央行政策予以解决，但是，央行却也难以袖手旁观。在总量供给上，保持相对宽松，是央行所能做到的。我们预计，15 年国内广义货币供应量 M2 增速将保持在 13%左右。

图 27 民间借贷利率高企，显示中小企业融资难题未解



数据来源：WIND、金汇期货

图 28 相对宽松环境，总量供应难以再度缩减



数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

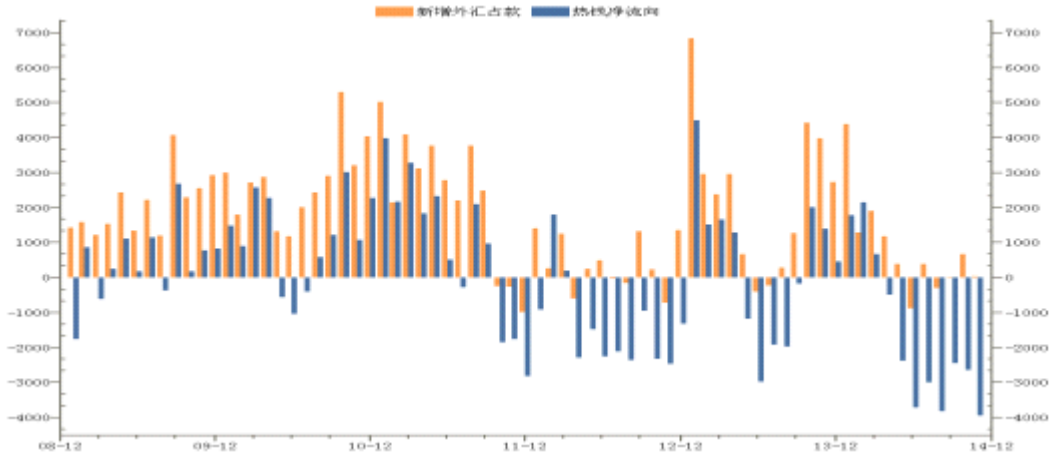
公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



第二，外围资金动荡。美联储旷日持久的QE政策已经退出历史舞台，随着美国经济的持续复苏，其货币政策正常化也将随之到来。预计从2015年二季度开始，美联储将会进行第一轮加息措施。与此同时，国内已经开启降息周期，两者角力，将会导致资金不断回流美国。

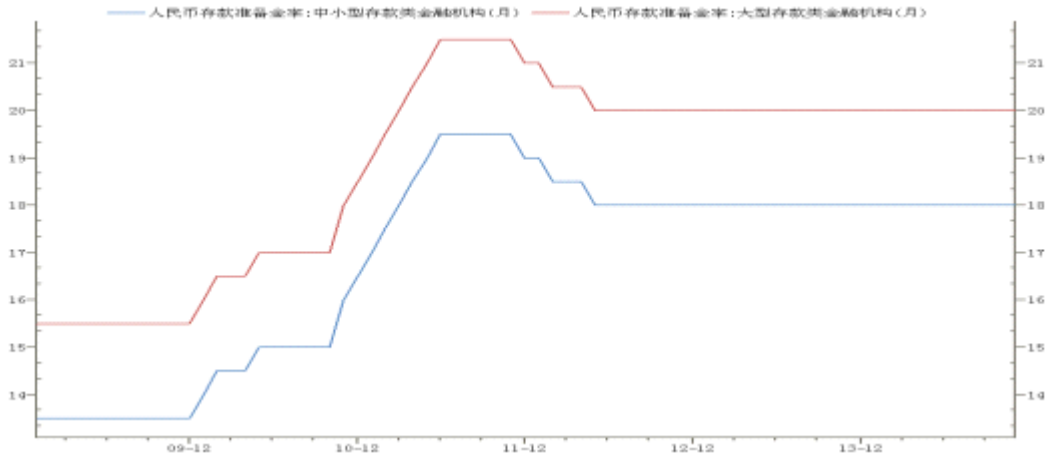
近几个月以来，国内新增外汇占款不断锐减，这发生在贸易顺差屡创历史新高的背景下，从测算可知，外部热钱正在加速流出国内。未来，这一现象将会持续。作为央行传统的货币政策工具—存款准备金率，主要是用来对冲外部资金。随着国际热钱的不断流出以及新增外汇占款的减少，央行下调存款准备金率的时点也将到来。我们预计，2015年，央行将至少下调两次存款准备金率，预期总幅度为两个百分点。

图 29 外部资金持续流出



数据来源：WIND、金汇期货

图 30 存款准备金率存在下调空间



数据来源：WIND、金汇期货

第三，国内物价整体走势。截止至11月份，CPI累计同比上涨2%，较13年底下滑了0.6个百分点。预计，14年全年CPI同比涨幅维持在2%；15年为1.8%。

物价走势趋弱，本质原因在于宏观经济，在总体需求不济的环境下，价格上涨总是压力重重。诚如上述分析，15年国内经济依然难言乐观，国内整体物价形势势必受到拖累。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

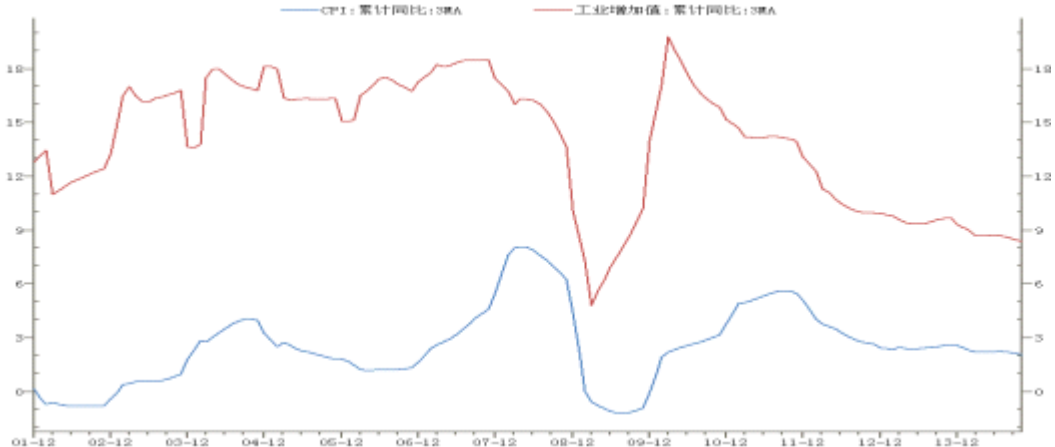
免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



此外，是食品价格的波动，目前主要关注的是国内猪肉价格周期的变化。根据统计，截止至 11 月份，能繁母猪的存栏量为 4368 万头，仍在持续下滑当中；生猪存栏量为 43149 万头，整体处于低位。未来，国内猪肉可能面临供给短缺的风险，进而造成猪肉价格周期的启动。所以，食品价格有引起整体物价波动的风险，但在当前宏观背景下，其幅度将会受到限制。

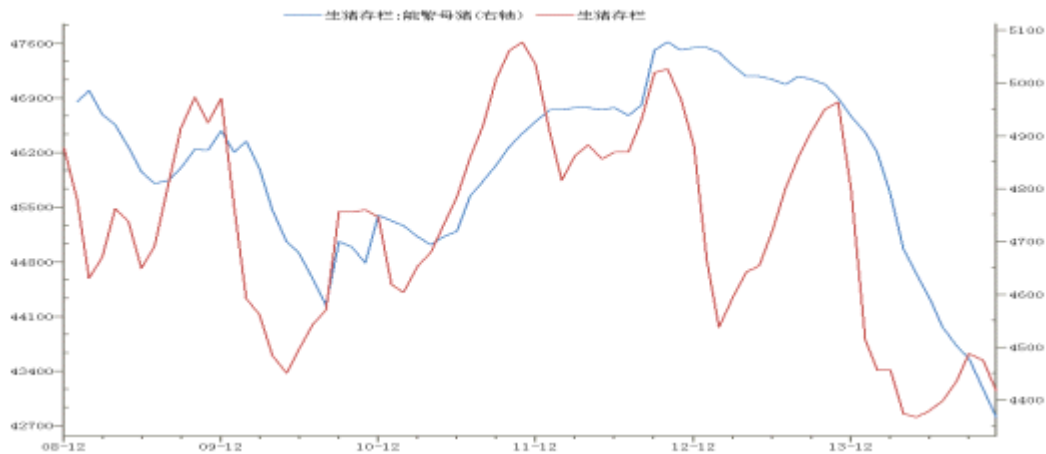
物价风险整体无忧，这为央行进一步的宽松剔除一大障碍，我们认为，未来央行将会继续采取降息措施，用以引导整体市场预期。

图 31 经济弱势，压制物价下行



数据来源：WIND、金汇期货

图 32 存栏低位，猪肉供给将面临短缺



数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

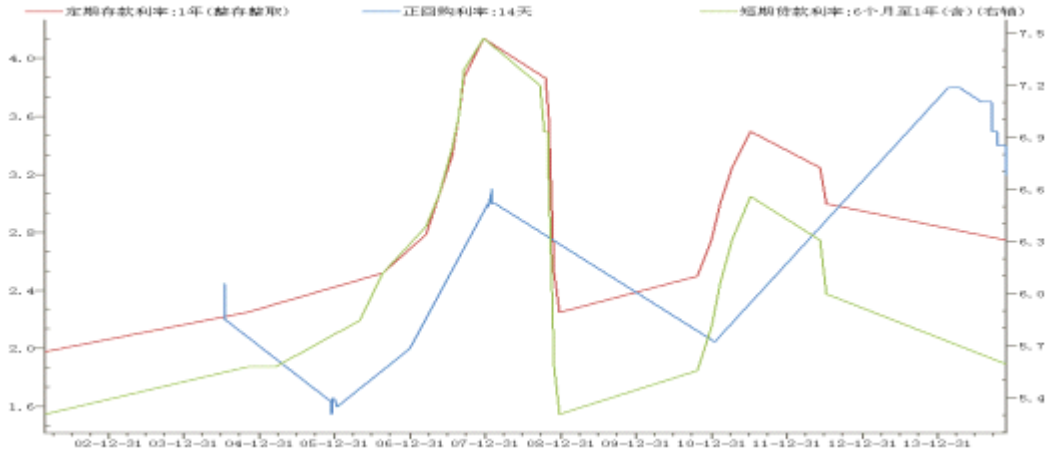
免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼

网址www.sz.jhqh.com



图 33 引领预期，利率仍有下行空间



数据来源：WIND、金汇期货

四、14年股市回顾

2014年，沪深300指数的表现，可以用两个词进行总结，一个是波澜不惊，一个是波涛汹涌。上半年，指数由宽幅震荡转接到窄幅震荡，市场氛围整体受到经济弱勢的压制。进入下半年，市场开始打破上述格局。7月底，指数向上突破，随后缓慢抬升指数波动中枢；11月底，市场价格健步如飞，展开了一轮“疯牛”行情。

图 34 波澜不惊与波涛汹涌的 2014 年



数据来源：博弈大师、金汇期货

作为承前启后，7月以后市场行情的表现以及背后所蕴含的逻辑，对于2015年指数的走势，具有较大的指导意义。

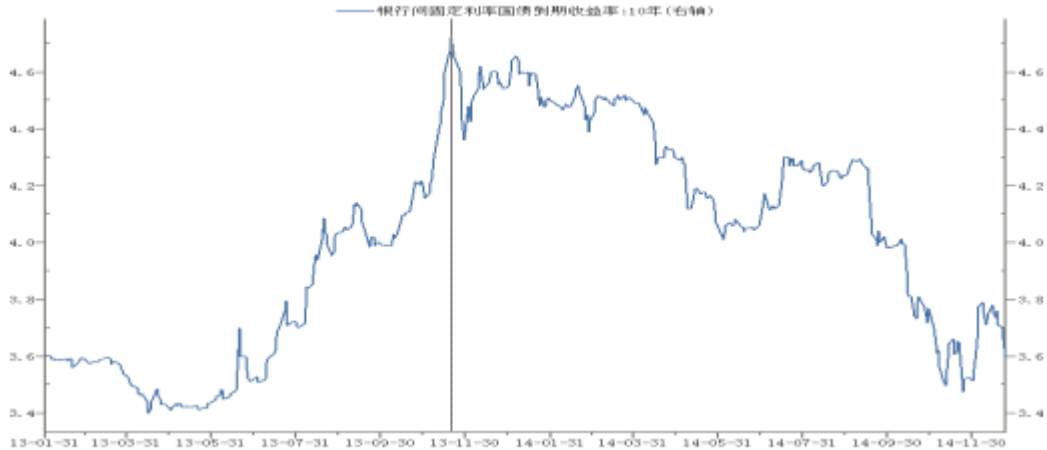
无风险收益率下行，是此轮牛市行情的主导因素，这是当前颇受市场投资者认可的逻辑。从股利贴现模型来看，无风险收益率位于分子式的下方，其下行，确实能够提高整体价格水平。从理论上来看，这一因素确实能够解释股价的上行。但是，细节上，以银行间10年期国债收益率为例，其见顶于13年11月19日，当时为4.6722%，随后开始震荡下行；而股市启动是在7月份，中间有将近半年多的时间差。所以，我们认为，无风险收益率下行，只是股价上行的平台基础，背后还有一个更大的推动力。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



图 35 银行间 10 年期国债收益率趋势下行



数据来源：WIND、金汇期货

7 月底，人民日报发表评论文章，称 A 股最坏时刻已经过去；到了 8 月 31 日至 9 月 2 日，新华社在这三天内连续发表 8 篇系列文章，聚焦国内股市发展形势。作为国内公认的两大官方媒体，市场总是能从其言论中剖析出当前政府的意图、意向。到了 11 月 19 日，在国务院常务会议中，李克强总理提出了“新融十条”，为了进一步降息国内中小企业的融资难题，将股票市场的功能提升至一个更高的层面。至此，我们认为，资金之所以对股市倍加青睐，源于国家政策开始重视其发展，相应的呵护政策亦相继出台。

五、2015 年 A 股市场展望

（一）15 年影响市场运行的主要矛盾

展望 2015 年，在经济继续呈现疲软态势，货币政策保持宽松的环境下，无风险利率仍将维持下行格局，这一切，目前已经为市场所认同，因而在未来除非出现超预期的变化，否则难以对价格趋势造成实质性影响。2015 年，我们认为影响市场的主要矛盾在于以下几点：

第一，政策呵护程度。当前政府对于国内股票市场的态度，是希望借其完成国内融资结构的转变以及国企改革的目的。要完成这两个目标，则需要更进一步的完善 A 股市场的发展制度。

首先，是建立健全保护投资者的制度，这一点，早在 2013 年底出台的“新国九条”就已开始有制度上的规划，接下来要看监管层的落实程度。我们可以看到，近来监管层已经频频向市场发出警告信号，包括对外公布存在违法交易的上市公司，也有通过专题调研披露当前市场存在违规交易行为。我们认为，这一现象，均表明未来监管层有意规范市场发展。而这一情况，有助于市场更加长远的发展。

其次，加速开放资本市场，引进国外投资者。2014 年，国家先是加速审批了 RQFII 投资额度，截止至 11 月 28 日，该额度已经达到 2984 亿元，较 13 年增加了 1409 亿元，而 13 年的增量仅为 905 亿元。此外，14 年 11 月 17 日，“沪港通”交易正式开通，政府意欲通过这一方式，以香港为平台，进一步引进国际投资者。15 年，相应的政策仍将持续推进，预计 15 年初，政府将会再度推行“深港通”，扩大国内市场对外开放力度。

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

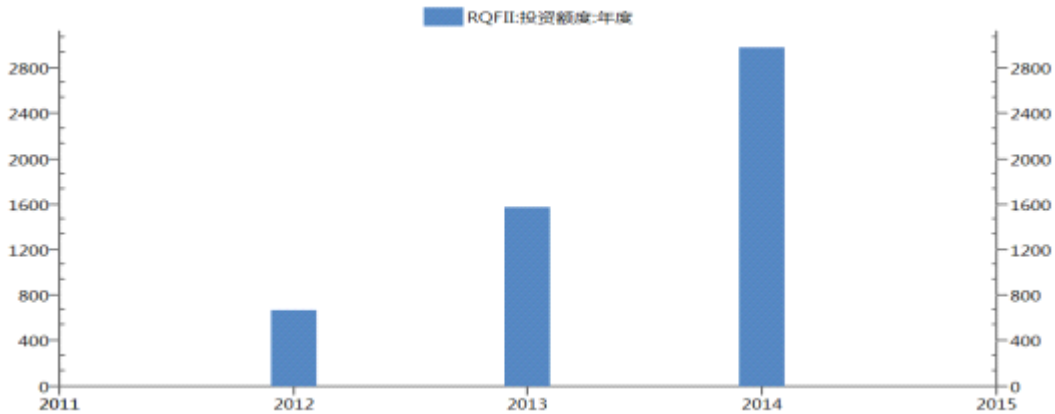
免责声明：本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.sz.jhqh.com



政策的呵护，将有助于吸引更多的场外资金入场，从而为指数的上行添砖加瓦。

图 36 RQFII 投资额度加速增长



数据来源：WIND、金汇期货

第二，财富效应。得益于 11 月份以来市场的暴涨行情，当前股市财富效应已经急剧膨胀，各路投资者均被吸引至 A 股市场。从 2014 年 11 月至 12 月 19 日，沪深两市新增 A 股账户 320.2 万户，占全年新增账户数 37%；而截止至 12 月 19 日当周，证券市场交易结算资金日均余额达到了 12085 亿元。可以看到，A 股的财富效应将会持续吸引更多的资金入市，15 年，市场将迎来资金推升行情。

图 37 A 股新增开户数爆炸式增长

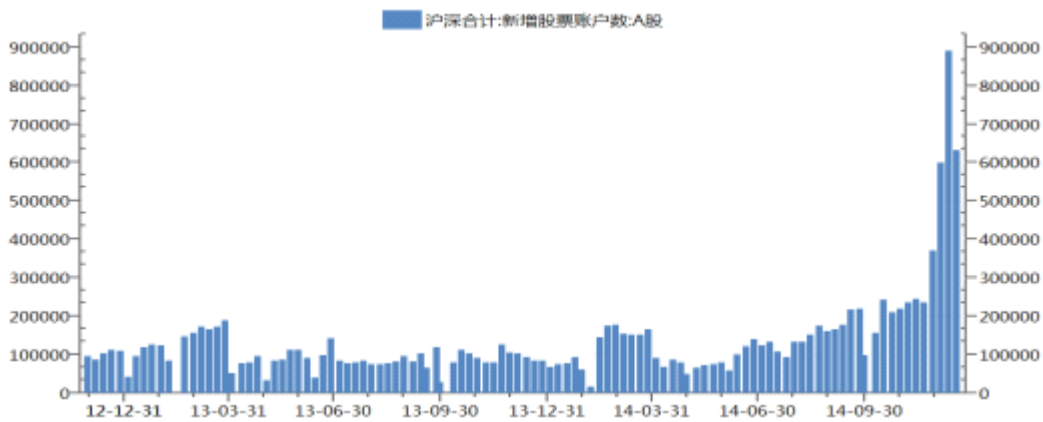
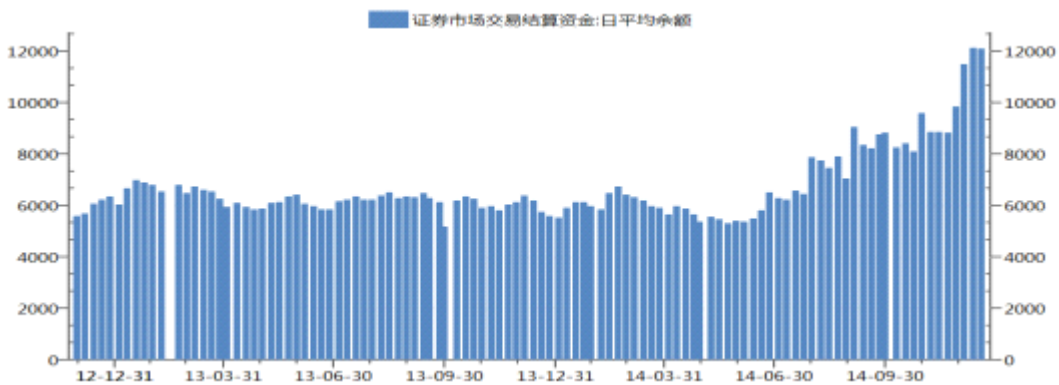


图 38 A 股吸金效应愈发膨胀



数据来源：WIND、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



第三，杠杆化时代。目前，国内股票市场已经步入了杠杆化时代，主要的方式有：融资融券、分级股票基金以及伞形结构化信托。可以看到，11月份以来，市场指数在上行过程均是大幅拉升，这是前所未有的，而其则是得益于杠杆化时代的到来。在15年，这种交易制度仍会持续下去，但其是把双刃剑，一旦价格出现回调，其同样会加大下跌幅度。

表3 A股市场杠杆投资方式

	杠杆	股票范围	期限	余额(亿)	方法及风险
融资融券	2倍	有限制	无	10000	如果股票下跌20%，面临强制平仓
分级股票基金	2倍	无限制	无	579	
伞形结构化信托	3倍	有限制			一个主信托账号，通过分组交易系统设路若干个独立的子信托，每个子信托便是一个小型结构化信托，通过各个子信托为资金量有限的客户提供融资服务，一般500万以上即可。3倍杠杆左右。 按1:2.5配比，警戒线0.92(需追加至0.95)、平仓线0.87 按1:2配比，警戒线0.9(需追加至0.93)、平仓线0.85； 按1:1.5配比，警戒线0.85(需追加至0.88)、平仓线0.8； 按1:1配比，警戒线0.75(需追加至0.78)、平仓线0.7。

数据来源：新闻资料、金汇期货

第四，15年将面临的潜在风险。15年，市场在政策的呵护下，依然具备上冲动力，但是，这一过程也并非一路畅通。

首先，经济方面，虽然经济下行的态势已经为市场所共识，但明年不仅地产投资延续下滑，同时叠加企业去库存，倘若政府在基建上接力不上，不排除出现阶段性下滑失速的风险，届时，将对市场造成恐慌压制。

其次，美联储加息，致使资金加速外流。美联储极有可能在明年二季度开启首轮加息，届时可能进一步引发国际资金回流美国。倘若国内央行到时未能有效对冲流出资金，可能造成国内出现短暂的流动性紧缺。

再者，监管风险。杠杆化交易正在如火如荼的发展，这导致了市场价格的大幅波动。在这一环境下，我们不排除监管层为了维护股市健康发展，阶段性的打压杠杆交易，导致价格短期回落。

最后，扩容风险。注册制的推出，是当前监管层迫切欲行之事，但是，从程序上来看，其最快也要到15年底才能完成。在这一过程中，为了加快解决企业融

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不负担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。



资问题，不排除证监会加快批复 IPO，从而造成市场资金分流。

（二）15 年行情预判

展望 2015 年，我们认为，沪深 300 指数仍然具备再创新高的动力，预计全年行情应为先抑后扬，下方低点在 2900 附近，上方高位为 4000。

图 39 沪深 300 指数预计呈先抑后扬走势



数据来源：博弈大师、金汇期货

以上资料仅用作实际交易之参考，本公司对报告揭示内容之最终影响不作任何保证。

免责声明: 本报告仅可作为投资人交易之参考依据。报告中讯息数据来自可信赖之媒体，但是来源与数据未经独立验证，严格来说并无法代表、表示或暗示本报告提及的资讯或意见的正确性、完整性或可靠性。因此，金汇期货对于使用或基于信赖本报告的信息形成的交易方向所造成的任何损失(包含获利减少)与伤害并不承担任何直接或间接的责任。报告内的任何讯息、意见或建议若有改变将不另行通知。

公司电话：0755 83472566 地址：深圳市车公庙深南大道6013号中国有色大厦18楼 网址www.szjhqh.com