

2011

GUODU FUTURES

Investment

Monthly

**国都期货
投资**

月刊



国都期货有限公司
GUODU FUTURES CO.,LTD

互信·共赢·美好生活

Mutual Trust, "All-Win" And Beautiful Life

【综合平台、多元服务】

国都期货有限公司是国都证券有限责任公司和中诚信托有限责任公司共同出资设立的全国性期货公司，国都期货与股东相配合，共同构建了集信托、证券、基金、期货于一体的较为完整的金融业务格局，合法合规实现信息共享，有效整合金融资源，搭建的多功能金融服务平台，可以满足不同客户的个性化金融服务需求，提供“一站式”金融解决方案。



2013年12月23日星期四

研发中心

大变革背景下蓄势待发

研发中心金融小组

徐疆

010-84183067

xujiang@guodu.cc

陈润宵

010-84183022

chenrunxiao@guodu.cc

张见

010-84180311

zhangjian@guodu.cc

王伟辉

010-84183045

wangweihui@guodu.cc

策略剖析

2013年是转型元年，2014年是改革元年，这两年都是变革年。在大变革背景下，旧有秩序被打破，新秩序尚未建立。旧的发动机正在失去动力，而新的引擎蓄势待发。欧美走出危机阴影，外部需求增加，但是我国廉价劳动力早已不在，出口竞争力下降，出口这个引擎虽然还能运行，但是急需升级换代。投资和消费方面，固定资产投资和实物消费对经济的拉动逐渐减弱，服务业的投资和服务性的消费正在为经济的发展提供新的动力。十八届三中全会刮起改革春风，重新激发经济增长的动力，但是改革需要时间，不能一蹴而就。总之，现状艰难、前景光明，明年将是A股大变革背景下蓄势待发的一年。

主要观点

- 1、发达经济体走上复苏之路，美国最强
- 2、外因利好，内因中性偏空，明年出口温和增长
- 3、投资风格转换，固定资产投资增速放缓，服务业投资接棒
- 4、服务性消费成为拉动消费增长的主要动力
- 5、改革红利释放，重构经济增长动力
- 6、流动性将继续维持紧平衡态势
- 7、结构性行情是明年A股的主旋律，期指难有结构性行情

第一部分 2013 年行情回顾

图 1: IF 当月连续 K 线图

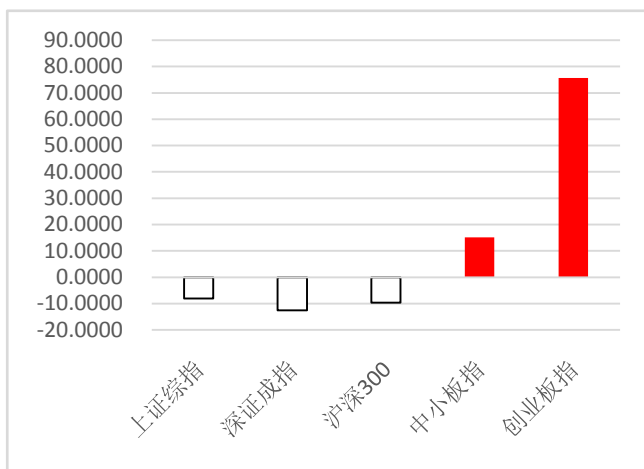


数据来源: Wind 资讯

2013 年 A 股市场跌宕起伏，从年初的强势上涨到 6 月“钱荒”引发的暴跌，之后再度上涨。年初的上涨逻辑是去年 10 月以来经济触底回升加上银行股估值修复推动大盘上涨；随后 3 月以后宏观经济增长出现停滞，外汇占款大幅下降导致市场资金紧张引发 6 月“钱荒”，A 股出现崩盘式下跌，在央行的干预下，“钱荒”得到解决，市场恐慌情绪得以消除；之后上海自贸区概念成为市场持续热点，带动股指不断攀升，直到 9 月中旬，由于经济表现依然疲软而自贸区等利好政策也已充分炒作，市场逐渐回落，直到十八届三中全会的召开，得益于巨大改革红利的释放，A 股再次快速上涨，到 12 月由于年底资金紧张，期指再度出现回落。纵观全年期指走势，流动性紧缺是造成期指走势疲软的重要因素。

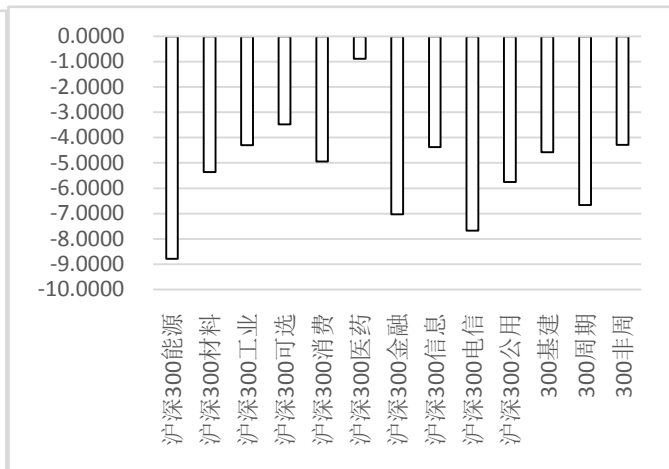
今年大盘股和中小盘股表现差异显著，大盘股整体低迷，而小盘股尤其是创业板表现抢眼。创业板指数全年上涨 75%，领涨所有市场指数，中小板指数同样录得涨幅，而上证指数、深证成指以及沪深 300 指数均录得跌幅。从板块上看，沪深 300 一级行业指数全部录得跌幅，今年在没有一个行业获得市场的普遍认可的同时，创业板指数大幅上涨说明今年在流动性偏紧的情况下市场只能对创业板这种小市值的股票进行炒作，而这样的表现是难持续的。

图 2：A 股各指数涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

图 3：沪深 300 一级行业指数涨跌幅

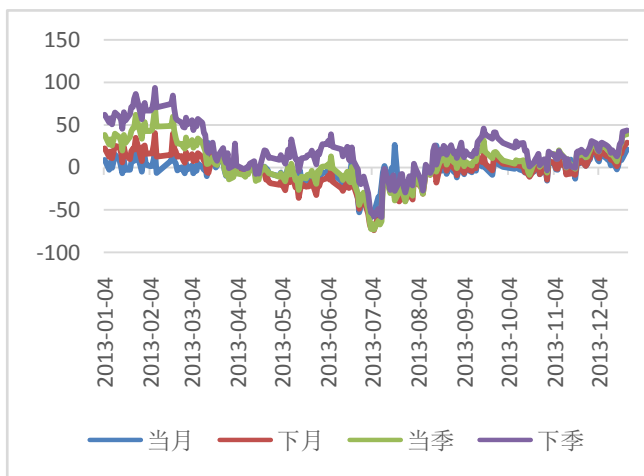


数据来源：Wind 资讯

股指期货运行情况方面,今年期指成交量和持仓量都稳步上涨,说明股指期货的功能已经得到越来越多的投资者的认可,市场交投非常活跃。

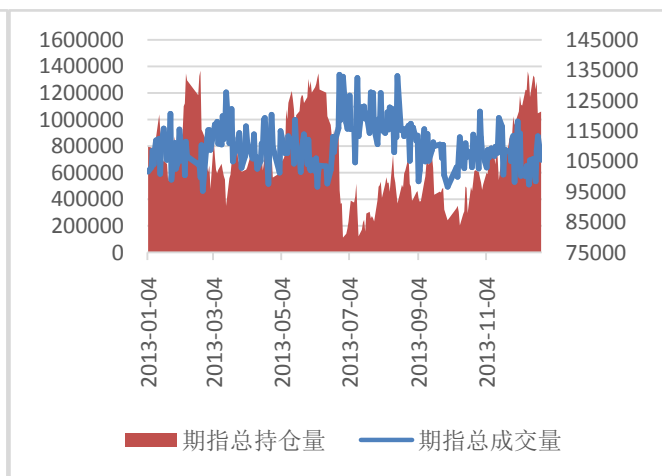
今年期指与往年最大的不同是长时间出现大幅贴水,尤其是今年6、7、8月,其原因主要是今年上市公司分红为股指期货上市以来最多,分红导致指数除权下跌,而由于我国上市公司分红制度还不是很规范,上市公司什么时候分红,分多少,市场没有可靠的预期,导致即便出现理论上的期现套利机会,套利资金也因为未来分红的不确定性而不敢轻易进场,最终导致贴水幅度不断扩大。我们认为,目前上市公司分红有继续增长的趋势,而目前上市公司分红规律依然难以把握,在明年分红高峰期期指依然有可能出现大幅贴水的状况,届时激进投资者可适当参与期现套利。

图 4：期指基差走势图



数据来源：Wind 资讯、国都期货

图 5：期指成交持仓情况



数据来源：Wind 资讯、国都期货

第二部分 2014 年形势展望

我们认为，中国 A 股市场主要受 3 个因素的影响，一是宏观经济表现，二是政策取向，三是供求关系，下面我们从这三个方面对 2014 年的形势做个粗略的展望。

一、宏观经济表现

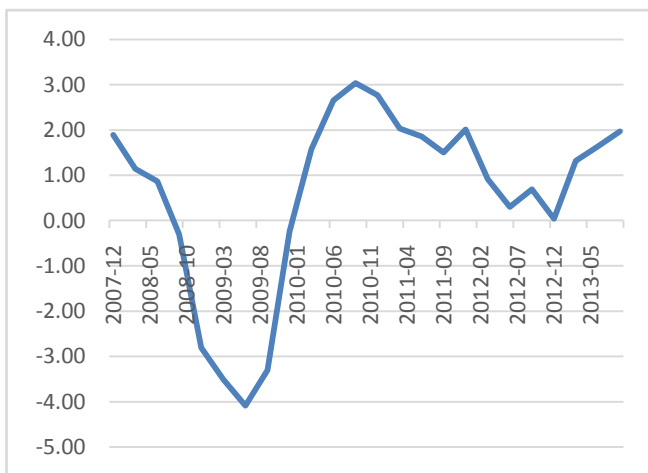
国际宏观---发达经济体走上复苏之路

美联储宣布逐步退出 QE，表明美国经济已经处于比较乐观的复苏道路之中。欧洲目前已摆脱债务危机的影响，德国经济增速强劲，欧洲经济已经恢复正增长，未来还将继续复苏。从目前的情况来看，发达经济体基本已经摆脱次贷危机和欧债危机的阴影，走上复苏之路。

美国经济加速复苏

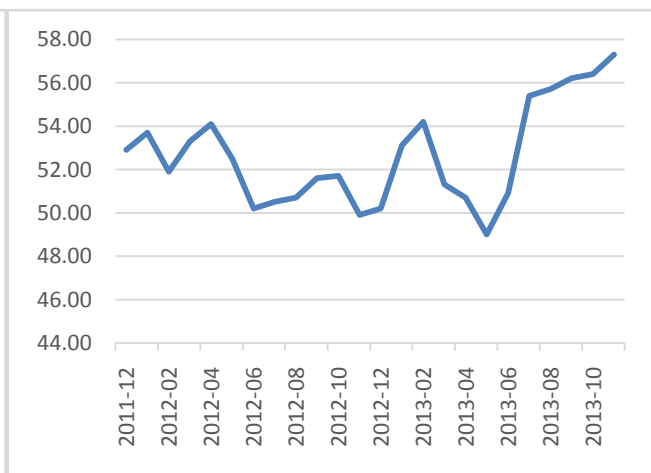
美国经济今年表现抢眼，领跑发达经济体。我们认为，美国经济明年在发达经济体中依然是表现最好的，原因有三：一是制造业显著复苏，二是是劳动力市场和居民收入状况持续改善，三是房地产市场景气回升带动固定资产投资增加。今年以来，美国制造业 PMI 持续上涨，目前已达到 57.3 的水平，制造业复苏明显，而制造业的复苏带来了劳动力市场的改善，8 月以来，非农就业人数显著回升，而劳动力市场的改善将改善居民收入，为消费回暖提供动力。同时制造业的复苏和居民收入增加将共同推动房地产投资的持续上涨，因此，美国明年将从进出口，消费还有投资三个方面同时发力，加速经济增长。

图 6：美国 GDP



数据来源：Wind 资讯

图 7：美国制造业 PMI

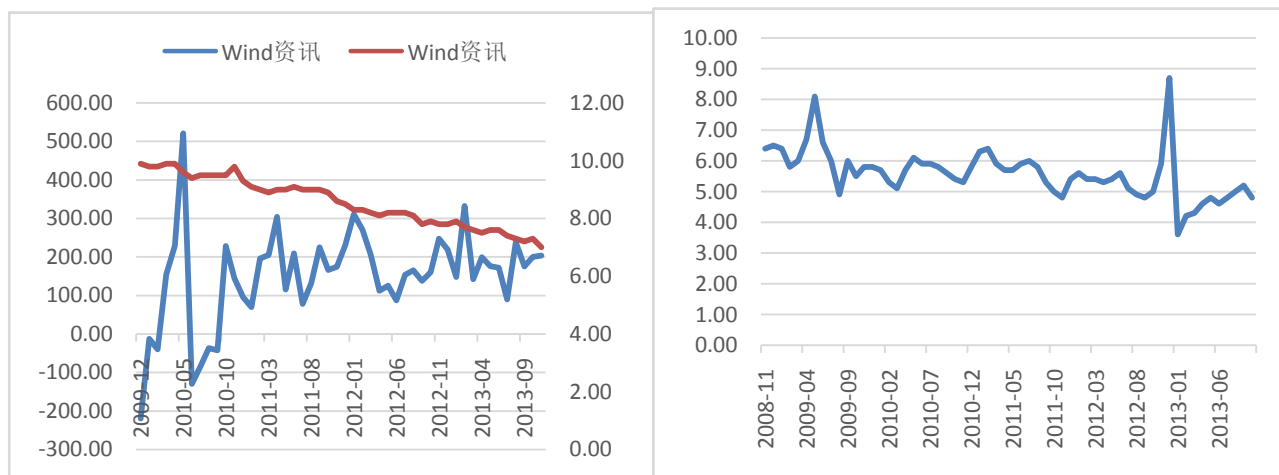


数据来源：Wind 资讯

美联储近期宣布未来每月缩减购债额度至每月 750 亿美元，表明美联储开始退出 QE。我们认为，美联储退出 QE 不会对美国经济的复苏造成阻力，因为美联储明确表示未来将继续维持低利率即便失业率降至 6.5% 以下，因此未来美国的货币政策依然是非常宽松的，且通胀压力不大，为经济的加速复苏提供了良好的土壤。

图 8：美国就业情况

图 9：美国个人储蓄占可支配收入比例



数据来源：Wind 资讯

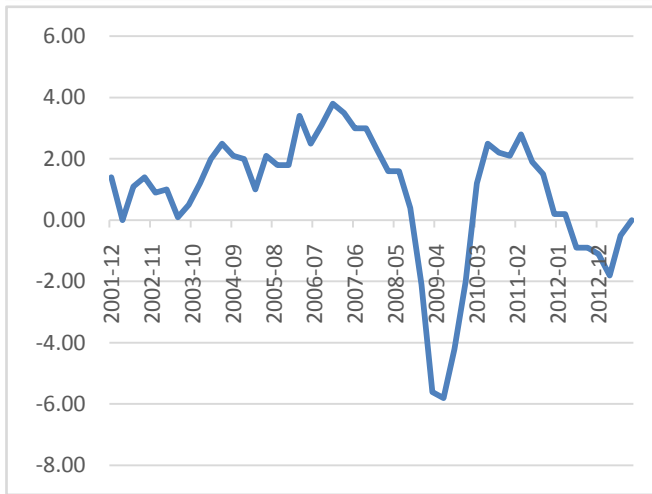
数据来源：Wind 资讯

欧洲摆脱债务危机阴影

德国经济今年表现极佳，在自身经济复苏的同时注意与边缘国家联动，为欧洲的复苏提供了巨大的动力。从 PMI 数据来看，德国与欧洲边缘国家的联动性正在增强，边缘国家的出口需求出现明显增长。这是欧债危机以来首次出现欧元区核心国家和边缘国家 PMI 同时复苏的情况，说明欧洲已经摆脱欧债危机的阴影，踏上复苏之路。

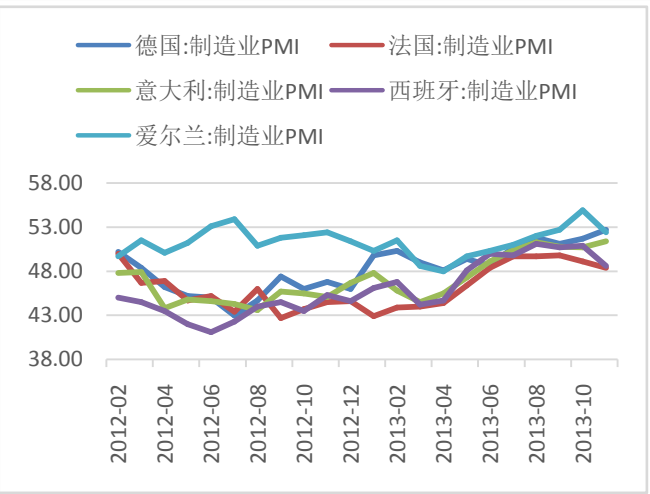
另一方面，随着美联储退出 QE，明年美元势必走强，而欧元则会走弱，汇率优势将增加欧洲产品的竞争力，且美国的复苏又会增加对欧洲精工制造的需求，因此，明年欧洲经济将从成本和需求两方面受益，经济状况将持续改善。

图 10: 欧元区 GDP



数据来源: Wind 资讯

图 11: 核心国和边缘国 PMI



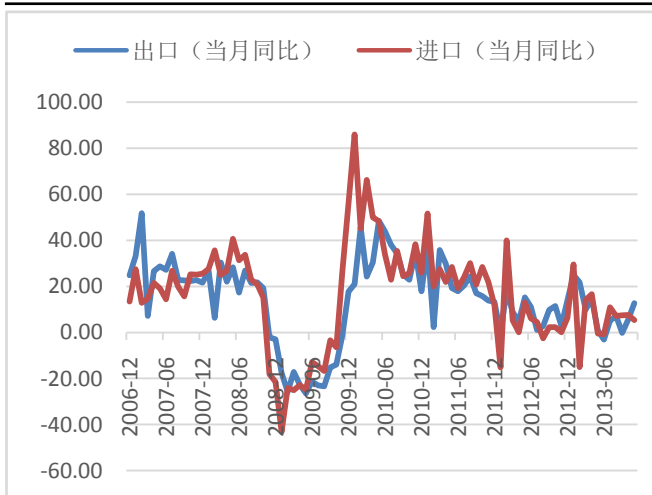
数据来源: Wind 资讯

国内宏观---蓄势待发

出口—温和改善

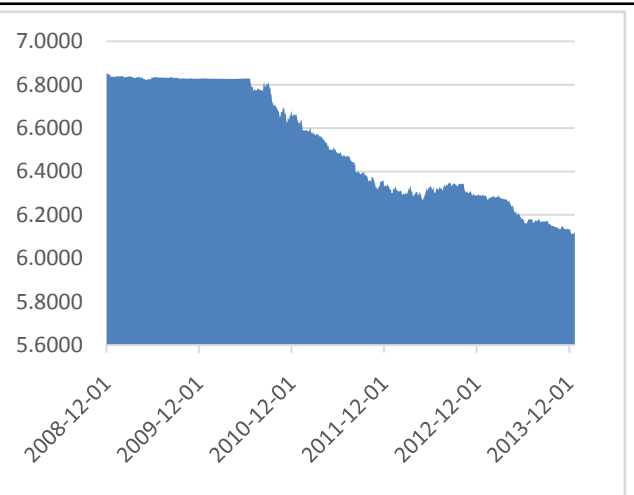
根据国际货币基金组织的预测, 明年全球经济增长会比今年有所改善, 推动力主要来自美国和欧洲, 具体原因上文已经阐述, 在此不再累述。明年全球经济的回暖, 加上国家稳定外贸政策效果显现, 出口情况较去年或将有所改善。但是由于人民币升值, 劳动力价格持续攀升造成我国出口竞争力下降, 我们认为, 明年出口情况大幅改善的概率不大。

图 12: 进出口增速



数据来源: Wind 资讯

图 13: 人民币汇率



数据来源: Wind 资讯

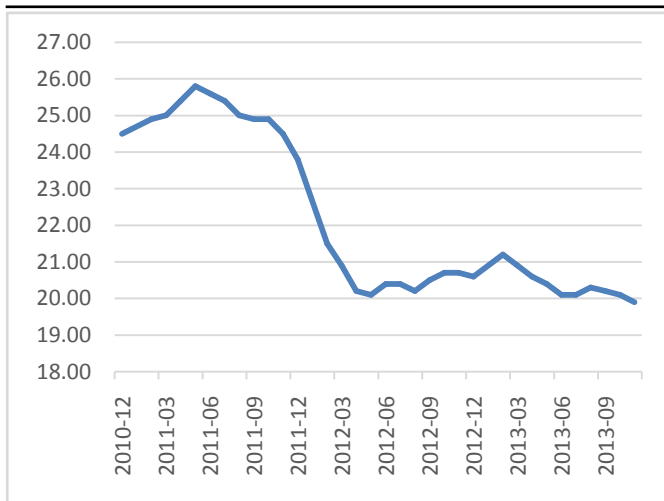
目前我国大力推行自贸区建设，我们认为，自贸区政策红利将首先在商品贸易领域释放，自贸区的一系列政策将直接推动商品贸易繁荣，而“深化国际贸易结算中心试点”、“人民币跨境使用”等金融改革方面的措施将通过减少贸易支付结算的摩擦，提供贸易融资、平抑汇率波动等功能间接推动商品贸易。因此，如果自贸区发展情况向好，政策红利或将冲抵目前出口竞争力下降的劣势，再次提升我国的国际贸易能力，但是，我们认为，自贸区建设在短期内难以完善，因此，明年不应对自贸区短期内对外贸产生巨大推力抱有较高的期望。

因此，我们预计，如无重大意外事件发生，明年出口状况较今年将温和改善。

投资—风格转变

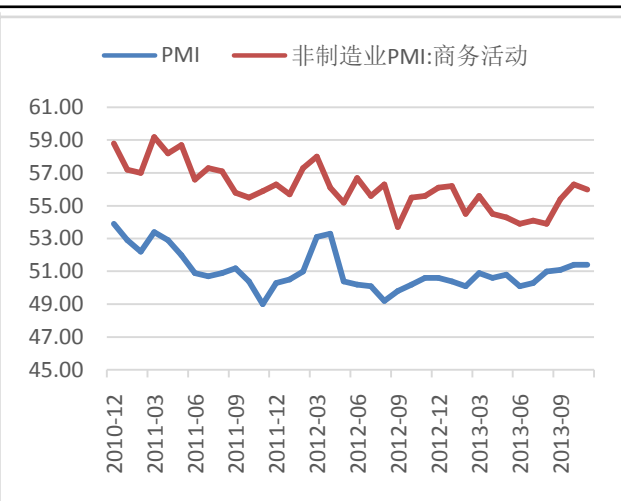
投资方面，我们认为，明年投资增长较今年或略有放缓。一方面，由于目前新开工项目增速仅为 14.4%，低于预期，未来投资增长将随着新开工项目的放缓而承压。另一方面，政府多次强调“要创新调控方式，坚持不扩大赤字，不放松也不收紧银根”，同时表示“不能靠印钞票来带动经济增长”，这意味着明年的货币政策将维持紧平衡的态势，从紧的货币政策将对投资增长产生负面影响，且会导致市场利率上行，制约企业的投资行为。

图 14：固定资产投资完成额（累计同比）



数据来源：Wind 资讯

图 15：制造业以及非制造业 PMI



数据来源：Wind 资讯

虽然从总量上看，明年投资形式不容乐观。但从结构上看，国内的投资风格正在悄然转型。在制造业与固定资产投资回落的同时，服务业投资正呈现上升的态势。从三中全会对服务业的相关政策来看，民间准入放开、行政审批加快、结构性减税的扶持将推动服务业投资蓬勃发展。今年以来，文化体育和商务服务相关投资增长均接近 30%，超过固定资产投资增速 10 个百分点，非制造业 PMI 表现也远好于制造业 PMI。随着明年政策红利的进一步释放，服务业投资将进一步加快或可对冲掉制造业和固定资产投资的减少。

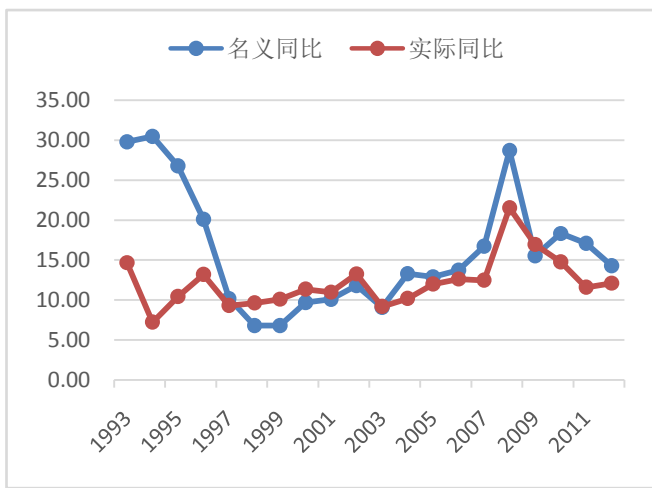
消费---服务性消费成为拉动消费新动力

我们认为，在拉动 GDP 的三驾马车中，明年消费的表现或是最好的。社会消费品零售总额以及最终消费

率都已出现长期拐点，未来表现值得期待。

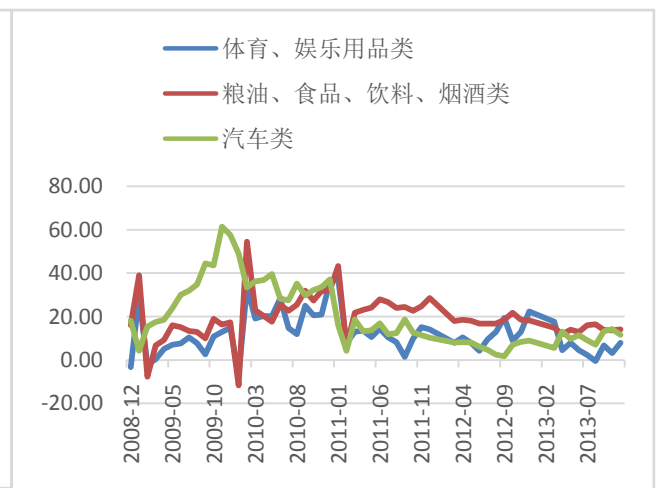
实物消费方面，随着通胀的抬头，必需品的消费将有所回升。非必需品方面，随着规范三公消费后基数降低，明年餐饮消费或将出现恢复性的上涨。住宅和汽车消费由于今年增速强劲导致基数较高，明年出现小幅回落的概率较大。

图 16：社会消费品零售总额



数据来源：国都期货

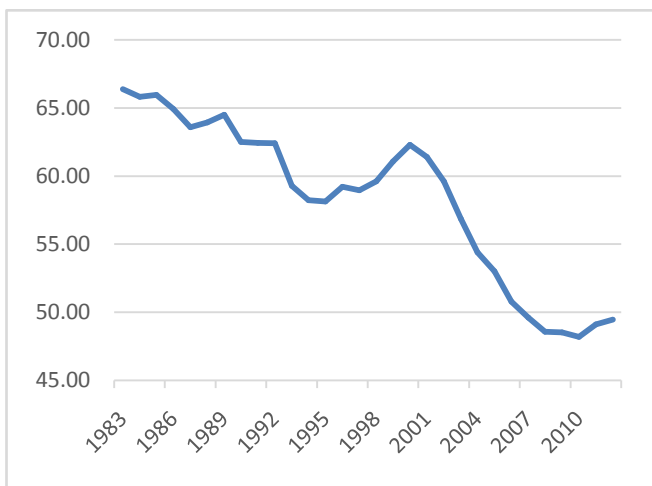
图 17：社会消费品零售分类



数据来源：国都期货

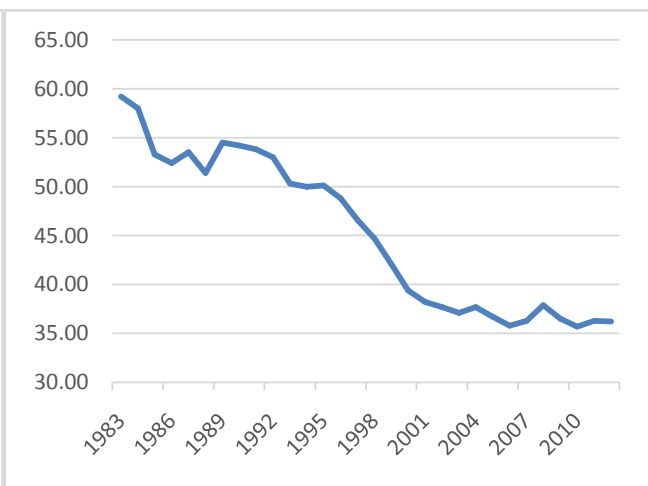
从消费结构来看，服务性消费已经成为拉动消费的主要力量。根据历史经验，随着恩格尔系数的降低，服务消费需求将增加。日本居民消费升级顺序是：外出就餐、娱乐、家居和汽车、医疗保健。目前我国恩格尔系数处在 36 的水平，正是日本餐饮消费和娱乐消费大幅增长的水平，因此，未来这块服务性消费将持续升温，成为拉动消费的主要力量。（从股市表现上看，娱乐业今年表现极佳，也从侧面印证了这一趋势）

图 18：最终消费率



数据来源：Wind 资讯

图 19：城镇居民恩格尔系数



数据来源：国家统计局

二、政策取向---改革重构增长动力

在宏观经济底部徘徊的时候，十八届三中全会的召开让市场从政策层面看到了曙光。全会表现出来的改革决心是空前的，释放的红利是巨大的。全会提到的改革范围几乎涉及到国民经济的方方面面，介于篇幅原因，我们在这里不作详细阐述。简单来说，从十八届三中全会的《决定》来看，改革红利的释放将从降低生产三要素（土地、劳动力、资本）着手重构经济增长动力。

A、土地

《决定》表示要建立城乡统一的建设用地市场。允许农村集体经营性建设用地出让、租赁、入股，实行与国有土地同等入市、同权同价；扩大国有土地有偿使用范围，减少非公益性用地划拨；赋予农民更多财产权利。赋予农民对承包地占有、使用、收益、流转及承包经营权抵押、担保权能，允许农民以承包经营权入股发展农业产业化经营；保障农户宅基地用益物权，改革完善农村宅基地制度。保障农民公平分享土地增值收益；建立有效调节工业用地和居住用地合理比价机制，提高工业用地价格。

以上措施将增加土地的供给，盘活存量土地资产，为经济建设降低土地要素的价格，从而推动经济增长。

B、劳动力

到 2015 年我国将会出现人口拐点，逐步步入老龄化社会，使得劳动力要素供给不足。因此，十八届三中全会从长期和短期两个方面着眼解决劳动力问题，从长期看，全会决定启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策，逐步调整完善生育政策，促进人口长期均衡发展；从短期看，全会决定推进以人为核心的城镇化。推进农业转移人口市民化，逐步把符合条件的农业转移人口转为城镇居民。全面放开建制镇和小城市落户限制，有序放开中等城市落户限制，解决目前城市劳动力短缺的问题。

C、资本

目前我国金融效率低下，资源配置不均衡的现象比较严重，导致资本价格扭曲，未解决这个问题，全会决定扩大金融业对内对外开放，在加强监管前提下，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构；推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重；完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化。同时，全会将市场功能从基础性上升到了决定性，充分肯定了市场的地位。

很明显，金融市场的改革方向是还权给市场，通过建立健全的市场机制，让市场来对资本要素定价，通过市场竞争来降低资本要素的价格。

D、其他方面

全会决定推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革。政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节；加快生态文明建设，健全自然资源资产产权制度和用途管制制度、划定生态保护红线、实行资源有偿使用制度和生态补偿。

石油、电力等垄断领域的改革将有助于激发市场活力，降低生产成本，而环保产业的发展或将催生一系列的新兴机会，为经济增长增添新动力。

总的来说，三中全会给未来数年指明了发展方向，从会后市场的反应来看，市场对全会的决定是认可的。但是全会只是指明了方向，政策真正落实需要时间，我们认为，从思想传达到实际落实并开始执行需要 1-2 年的时间，因此，全会释放的利好在 2014 年或许难以体现，但已经为未来的牛市打下了基础。

三、供求关系---紧平衡状态或将持续

A 股市市场的供求关系可以看成是股票融资金量和市场流动性之间的关系。如果股票融资金量大而流动性紧张则股市将承压，相反若流动性的宽裕程度大于股票的融资金量，则股市将会出现上涨。

供应端方面，2013 年，虽然全年没有 IPO，但是全年上市公司增发和配股达到总量达到 2500 亿元，而 2012 年全年 IPO 总量仅 1034 亿，可见今年虽然没有 IPO 但股票市场的供应是非常充足的。

而今年底虽然 IPO 重启，但并没有巨无霸公司排队上市的情况，相对于今年招行等大型公司再融资的情况，明年 A 股供应量应该不会高于今年。

图 20: A 股增发配股情况

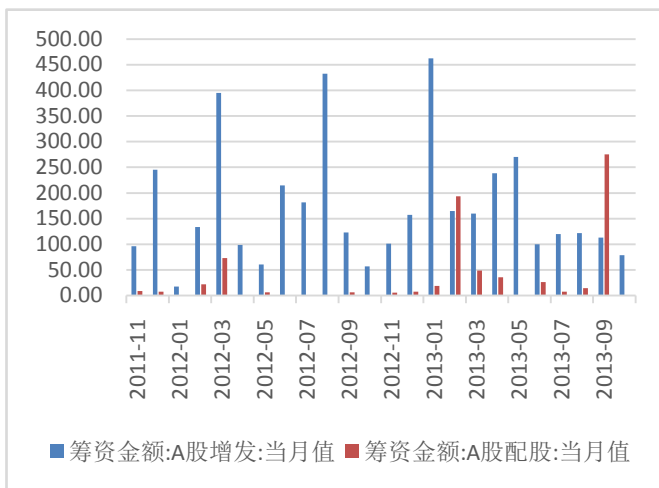
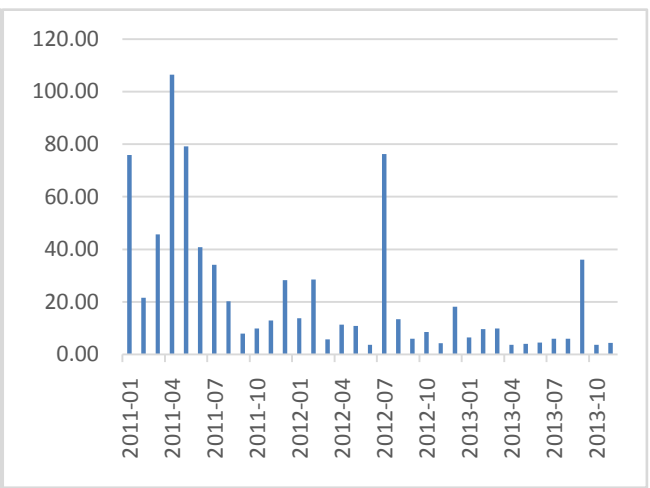


图 21: 大小非解禁数量



数据来源: Wind 资讯

数据来源: 国家统计局

需求端方面，今年流动性始终维持紧平衡的状态，6 月还因为外汇占款大幅流出导致短期内出现“钱荒”现象，6 月之后，利率呈现持续上行的态势，国债期货上市后出现暴跌，债基全年亏损严重，货币型基金受投资者追捧，资金成本越来越高，流动性持续紧缺。今年两次上涨的原因不同，但每次下跌的原因都相同，那就是流动性紧缺。

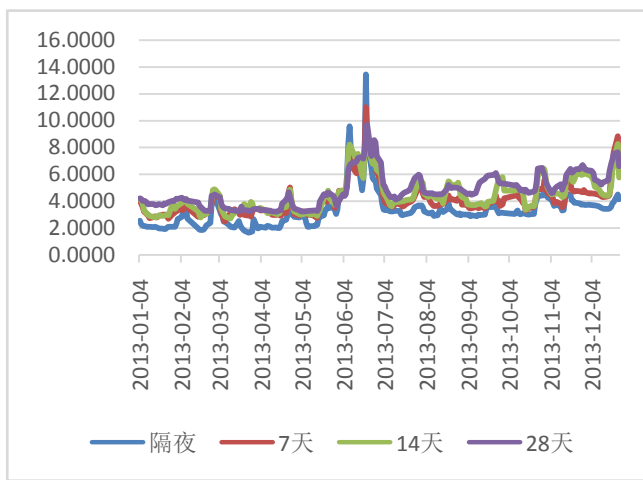
展望 2014 年，流动性依然是影响 A 股市场的重要力量。而明年的情况比今年好的概率不大，首先，国家数次表态要控制货币发行量，不能靠印钞票来刺激经济增长。其次，美国经济加速复苏，科技创新层出不穷，美国股市连创新高，美联储已经开始退出 QE，资金短期内回流美国的概率较大，因此，明年尤其是上半年外汇占款增长的压力较大，能否保持流动性的重组主要看央行能否及时补充回流美国的流动性。

央行在货币政策上可能动用的工具为存款准备金、利率、以及公开市场操作。我们认为，央行动用存款准备金和利率这两个工具的可能性可能性不大。明年外汇占款变化变数较大，存款准备金率难以调节外汇占款的突然变化，央行最不可能使用这个工具。而利率的调节被视为一个非常重要的信号，央行加息或降息都将对市场产生巨大的冲击，目前实际利率已经通过银行理财产品以及货币市场基金实现变相市场化，央行只需要在公开市场上操作就可以调节市场利率，因此，明年央行延续今年通过公开市场操作来调节流动性符合目前稳健的货币政策的基调，这也使得明年流动性的充裕程度变得更加难以预测，但是从稳健的货币政策顶端来看，出现宽松货币政策概率不大，而出现今年 6 月“钱荒”事件也不现实，明年的流动性或随着央行的调

控在微松和微紧之间摆动。

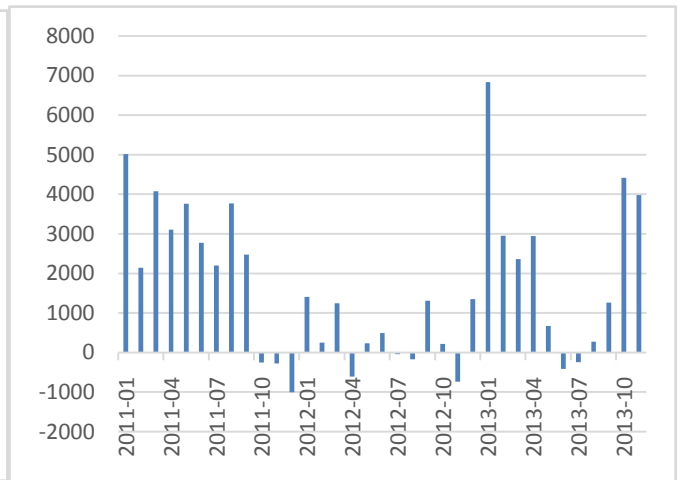
综上所述，明年 A 股的供求关系或将依旧维持今年紧平衡的态势，难以推动系统性的行情。

图 22: SHIBOR 利率



数据来源：国都期货

图 23: 外汇占款变化



数据来源：国都期货

第三部分投资建议

2014 年注定是变革的一年，扑朔迷离的一年。多空因素交织，力量旗鼓相当。根据历史经验，在转型期不可能出现牛市，因为转型意味着淘汰旧产能，增加新产能，改革期会出现牛股，牛行业，但是不会出现系统性的牛市。今年可以说是转型期的元年，我们可以看到在大盘持续低迷的同时，创业板却走出了大牛市行情，这就是转型期的明显特征，我们认为，明年 A 股依然充满机会，但是只是相对机会，即明年跟今年一样依然是结构性行情主导，出现系统性大行情的概率不大。因此，明年期指投资的重点在于对期指波幅的判断，对短线操作要求非常高。考虑到政府明年会陆续出台细则落实三中全会的相关政策，我们建议投资者密切关注政策动向，以事件驱动型交易策略为主，降低获利预期，做好资金管理，以本金安全为第一要务。

针对明年可能出现的结构性行情，我们强烈建议投资者做股票和股指期货的组合投资策略，即买入受政策支持的行业 ETF 或相关股票（如航天军工、农业、金融改革等）同时适时通过股指期货规避系统性风险，保护股票组合。

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。
