交银施罗德 2015 年宏观策略报告

国内经济与流动性展望

- **综述：政策市预计依然是 2015 年中国经济增长的主要模式。**

美国次贷危机是中国经济的一个分水岭，次贷危机后，中国经济增长的主要决定因素由外需切换为政策。政策市中，在结构改革没有明显见效前，中国经济可能将面临长期下行的风险，政策的收放决定短期经济波动。明年经济的分析框架依然以政策为主导性变量，预计稳增长是政府的首要目标，政策将继续托底经济，2015 年全年经济增速下滑风险不大。稳定增长的核心在稳定预期，今年以来房地产市场的疲弱，地产投资仍然在缓慢修复，市场对于经济增长预期已然下调。我们预计 2015 年政府制定的全年经济增长目标为 7%，实际增速大概率略高于 7%。

- **宏观调控政策：货币政策以及财政政策的宽松是明年经济增长的主要看点。**

国内经济方面，基建投资和地产投资将是经济增长的主要抓手，其主要取决于房地产政策的松绑、以及资金的支撑。因此，货币政策以及财政政策的宽松是明年经济增长的主要看点。

货币政策在 2014 年保持中性趋宽，体现为量和价两方面的放松。量上主要表现为包括 PSL、SLF、MLF 等定向流动性投放；价上则主要表现为正回购利率的下调，以及 11 月的非对称降息等。非对称降息举措打开了此前央行定向宽松的想象空间，在经济不达预期的情况下，预计未来央行可能将会通过全面宽松政策刺激实体经济。

在房地产政策松绑方面，除地方政府放松限购条件外，银行放松认房认贷标准也是改善房地产需求的重要举措。从近期房地产市场的表现看，地产销售数据由此前的负增长接近零增速，地产投资增速已然抬头，但是，房地产开发商投资意愿尚不足够，地产投资自筹资金增速 11 月处于低位。我们预计在 2015 年，央行将通过刺激地产开发贷等方式进一步支撑房地产行业。

财政政策方面，2015 年财政赤字将较 2014 年有所扩大，并且税收改革举措将逐步落地，减轻企业经营负担。

- **通胀与货币数据预测：预计 CPI 在 2.2%左右，M2 同比增速或维持在 13%附近。**

通胀方面，在内需疲弱，海外石油价格下行，美元指数令大宗商品普遍承压的背景下，2015 年通胀将继续维持低位。我们预计 CPI 在 2.2%左右，PPI 维持负增长，预计在-1.5%左右。猪价、以及价格改革可能是上行风险，但预计通胀高企的概率较小。较低的通胀水平也为 2015 年宽松政策留出了空间。

预计 M2 同比增速或维持在 13%附近，社会融资总量余额的增速可能较当前水平有明显上升。银行间资金面或将维持较为宽松的局面，银行间 7 天回购利率预计维持在 3%~3.5%左右的水平。宽松的货币政策对 2015 年的经济增长形成托底作用，预计

全年 GDP 增速可能在 7%-7.5%区间。

- **流动性及改革：在宽松的政策环境下，流动性收紧风险主要来自于人民币的贬值预期，国企改革将是明年改革的主旋律。**

流动性方面，尽管海外美国 QE 退出，以及年中加息预期令美国货币政策相对收紧，但欧盟和日本的宽松政策将为全球注入流动性。国内，在宽松的政策环境下，流动性收紧风险不大。预计银行间 7 天回购价格维持在 3-3.5%左右的水平。并且，随着全面政策的逐步落实，银行间资金到实体经济的传导将会逐步顺畅，实体经济融资成本将会在明年得到改善。

明年流动性收紧的风险主要来自于人民币的贬值预期。美国货币政策相对欧盟日本偏紧使得美元指数上行趋势不减，人民币相对美元贬值压力或有所增加，这将带来资金外流压力。增长的风险则主要来自于地方政府融资平台债务的清偿。近期地方政府存量债务甄别正在进行。一旦地方政府债务认定规模偏小，增量债务资金来源受限，将会导致明年地方财政投资资金的缺位，并从基建投资传导至经济。

国企改革将是明年改革的主旋律。目前国企改革在地方层面上以试点形式不断稳步推进，明年预期在顶层设计落实后，将有大量国有集团的改革方案酝酿出来。这部分改革后的国有集团可能为市场注入新的活力。此外，一带一路战略的开展有助于帮助我国输出过剩产能，对于明年的经济增长亦有上行拉动。

海外市场展望

- **全球宏观经济展望：2015 年全球宏观经济突出的特点可用“分化”二字概括，其不仅代表了经济基本面的分化，也代表了央行货币政策出现的分化，其对资产价格的影响可能是不确定性上升，资产波动率加大。**

全球经济整体大概率维持温和扩张态势；发达与新兴国家内部会进一步分化。2015 年美国经济消费和投资的内生性增长动能仍会持续，目前处于周期扩张中期，未来或将继续引领全球经济周期向上；欧洲经济有望受益于欧元贬值和信贷环境改善，部分数据出现企稳迹象，但回升力度依然微弱；安倍经济学能否带领日本经济走出通缩将面临重要考验，安倍财政改革的核心在于应对实际薪资萎缩以及资本支出增长乏力的困境。2015 年美欧日实际 GDP 增速或将分别由 2014 年的 2.2%、0.8%和 1%提升至 3%、1.2%和 1.2%左右。本轮美国经济复苏同样伴随着其内部结构性调整，美国本土对汽车以及高端制造业等进口的增加使得欧日等出口导向型发达经济体受益颇多，因而发达国家经济尽管复苏步调并不完全一致，但周期上来看，美国经济的复苏对欧日经济的传导仍较顺畅。相反，依赖大宗商品、原材料、低端产品出口的新兴国家经济本轮与美国经济联动并不算强，而这一现象在 2015 年仍将持续。全球整体需求较 2008 年危机前下了一个台阶，加之能源等商品价格持续暴跌，我们预计 2015 年全球通胀大幅上行风险偏低，短期需关注通胀预期下行风险。

货币政策：美联储加息箭在弦上，而欧日宽松持续。2015 年发达国家货币政策将进一步分化：美联储首次加息时间的基准预测是 2015 年 6 月，在 2015 年内可能加息

1-2 次，每次力度可能在 25bp 甚至更低。考虑到通胀低迷，欧央行有扩大资产购买的可能，2015 年 2-3 月份欧央行推行 QE 的可能性高（3 月份概率更大），预计欧央行资产负债表将扩大 5 千-1 万亿欧元的规模，但主权债券购买对实体经济的拉动有限。日本央行仍有进一步宽松可能，但宽松效应递减。2015 年美债长端利率缓步上行，对其他国家有一定溢出效应。

- **全球市场展望：居民消费温和回升带动美国经济缓慢复苏；欧元区经济关键看货币政策传导是否顺畅；日本经济关键在于长期经济增长潜力能否恢复。**

2015 年，受益于油价下跌、就业改善、薪资增长、信贷环境改善、居民资产端明显扩张、居民债务偿付比大幅下降等，居民实际购买力预计会进一步回暖，美国居民消费将呈现温和回升。住宅投资方面，房地产投资已过强劲复苏阶段，按揭贷款供给改善，未来仍将维持温和复苏趋势；非住宅投资方面，耐用品和制造业订单 2014 年以来增长较快，未来应为维持平稳扩张趋势，不过由于近来油价暴跌可能导致多数原油生产企业削减资本支出。

2015 年欧元区经济关键看货币政策传导是否顺畅。未来欧元区经济有望受益于欧元贬值和信贷环境改善（M3、私人信贷、信贷标准），部分数据出现企稳迹象，但回升力度依然微弱。尽管欧央行 9 月 4 日会议上降息的同时宣布 10 月份启动 ABS 和担保债券购买计划，并于 9 月 18 日和 12 月 11 日通过两轮 TLTRO 以 0.15%固定利率区内商业银行发放了合计投放 2124.4 亿欧元贷款，但宽松政策的执行力度仍然远低于德拉吉预计的 4000 亿欧元目标。考虑到通胀低迷的现状（核心 CPI 同比降至 0.7%），市场对未来欧央行推出全面 QE 的预期升温。我们预计，2015 年 2-3 月份欧央行推行 QE 的可能性高（3 月份概率更大），预计欧央行资产负债表将扩大 5 千-1 万亿欧元的规模，可能购买的资产包括企业债，银行金融债以及主权国债等，QE 资产购买的形式将较美联储灵活。当然，欧央行内部分歧的加大也可能成为全面 QE 的主要障碍。

日本经济关键在于长期经济增长潜力能否恢复。短期风险来自实际薪资萎缩以及资本支出增长乏力；中长期风险来自国内储蓄下滑和经常账户顺差恶化（对日政府融资能力的担忧）。 货币政策并不能从根本上解决日本经济的问题。帮助经济走出通缩更多需要生产率和实际薪资水平的提升，而这正是安倍经济学第三支箭着力希望解决的结构性增长问题，但是目前结构性政策进展甚微。

2015 年全球资本市场的主题可能主要围绕以下三点：1）美元升值：美国经济复苏坚实以及货币政策正常化意味着美元升值周期持续；2）美股估值较高：流动性充裕背景下，多数美元资产估值步入较高区间，尽管未来美股盈利增速可能下降，但美国仍处经济周期中期，加息初期基本面对美股资产仍有一定支撑；3）美联储加息：美联储加息已箭在弦上，依据经济数据而定意味着更多波动，随着美联储启动加息周期，实际利率将缓慢上行。经济以及货币政策分化，需要分散风险，警惕波动率上升。

中国股票市场展望及配置建议

- **市场整体判断：2015 年国内 A 股市场或将呈现慢牛格局，但其中可能会有较大波**

动而并非 07 年的单边行情。

我们认为目前经济处于逐步寻底的状态。流动性可能继续维持宽松，总体来说对资本市场估值提升有利。

一方面，伴随实体经济需求的回落、刚性兑付的逐渐打破，货币政策保持相对略松格局可能将是常态，国内无风险利率仍有一定下行空间，这将提升整体蓝筹板块的估值回升。

另一方面，三中全会制定的改革宏伟蓝图仍将不断深化，沪港通开闸将吸引一部分外部资金流入低估值蓝筹消费板块、反腐进程的推进及依法治国的目标预期将带来政治环境长期改善的预期，均将有力支撑 A 股的整体估值进一步提高一个台阶。

从自下而上的层面来看，过去一年多来大量个股在转型或改革等憧憬的带动下估值有了明显的提升，甚至产生了部分局部的泡沫化倾向，而未来将是转型逐渐兑现和改革逐步落地的过程，在这个过程中，一方面其进展可能略有不确定性，另一方面也可能带来部分领域的阵痛。如果我们考虑注册制在明年年底前推行的可能性，那么这可能导致部分个股的估值存在一定收缩的可能。因此在小市值个股的选择上除了围绕成长和主题两条主线外，需要对其估值进行一定程度的考量。

总体而言，鉴于经济温和增长及实体经济流动性包括房地产资金不断进入的虚拟资本市场的大背景下，我们将重点关注在流动性略松的环境下挑选低估值的蓝筹板块以及轮动后的消费类板块表现。

- **风格及配置建议：重点挖掘大市值但长期受制经济预期低迷的低估值蓝筹龙头品种；中游行业面临较大的投资机遇；主题投资、政策受益的相关产业值得关注。**

首先，一些大市值但长期受制经济预期低迷的低估值蓝筹龙头品种需要重点挖掘，结合国企改革、走出去的“一带一路”战略、无风险利率下行去评估其潜在的估值回升空间，并给予一定的改革转型溢价。对于其中有盈利显著回升支持的板块如券商保险等，需要重点关注。

其次，随着上游原材料价格的大幅下降，中游行业面临较大的投资机遇。尤其是在下游需求相对平稳甚至部分略有改善的基础上，成本端的下降将带来毛利水平的快速恢复。我们认为在这样的大背景下，最受益的是中游的诸如钢铁、化工、机械、交运、建筑等领域。

再次，经济内生的产业结构仍在不断升级，移动互联网下的商业模式不断推陈出新。我们看好各行业互联网浪潮下信息化需求的大幅提升，特别是行业信息化主题。看好从“衣食住行”等必需消费行业推向“文娱教卫”等服务性消费，诸如在线教育、体育文化、医疗服务等子领域。看好线上线下各行业 O2O 模式的不断演进。持续关注随着产业链的转移，精密制造、电子加工、计算机等产业升级并切入到全球产业链及深加工环节的趋势。

此外，我们还关注政府的政策所推动的相关产业的发展，主要偏向于风电、核电、生物质、光热等清洁能源的运营和利用、信息安全领域的国产化需求、资源要素价格改革的公用事业以及国防军工领域的体制变革等等，尤其还需特别重视的是地方国有

企业改革在各地推行可能带来一些传统企业焕发新的活力。政策的支持、市场本身的扩张和进入者的匮乏都将令这些行业获得较高的成长性，成为或将战胜市场的优良品种。

最后，未来一年将有大量的新股上市，同时存量市场上开展跨界及并购的公司仍在增多，部分新三板公司迁移至创业板上市的浪潮可能逐步酝酿。根据我们的研究和梳理，其中有很多比较有特色的细分领域及高成长类公司可以直接或间接的纳入投资范畴，在目前上市发行价格定价合理的背景下，蕴含了一定的投资机会，值得我们继续关注和把握。

中国债券市场展望及配置建议

- **债券市场展望：预期经济增长短期内有所反弹，但长期压力依然存在。**

2014 年下半年以来，货币政策立场由定向宽松转为全面宽松，银行间流动性充裕，加之经济增长乏力，债券市场经历了一轮大牛市行情。固定收益类资产轮番上涨，长端利率水平和期限利差均得到显著修复。我们预期明年上半年流动性或将依然维持较为宽松的局面，7 天回购利率可能维持在 3%~3.5%的水平。

我们预期经济增长短期内有所反弹，但长期压力依然存在；通货膨胀水平将比今年有进一步降低的可能性，这也为央行进一步实施宽松的货币政策创造了条件。随着短期经济企稳的预期逐步升温，利率品可能面临小幅回调的压力，但收益率上升的幅度或有限。前期受政策扰动信用债的绝对收益率较前期有所修复，信用利差也已由前期低位有所调整，相对价值有所体现。

- **配置建议：重视安全资产、规避信用风险。**

明年上半年政策刺激主要集中在基建和房地产领域，中小型企业短期内或难以分享经济增长红利。在经济增长乏力、风险偏好下降的背景下，依然要重视规避信用风险事件，对产能严重过剩、受到国家政策限制、行业基本面有恶化趋势、财务状况较差的行业和公司，需保持非常谨慎的态度。同时，明年上半年流动性处于松紧适度的环境中，短期利率风险不大，而受益于此次降息和近两月的信贷投放加速，明年 1 季度经济有望迎来一定幅度的反弹，从而对长端收益率形成扰动。

免责条款

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。