



携手杉立
共创宏图

杉立期货
刘和剑

一、行情走势回顾.....	5
二、国内宏观经济走势分析.....	6
2.1 2013 年 GDP 先抑后扬，2014 年平稳增长是大概率事件.....	6
2.2 出口改善，外需逐渐复苏.....	6
三、估值处于低位,但难有起色.....	7
3.1 实际利率仍处于高位，并可能进一步升高.....	7
3.2 企业盈利水平或将维持小幅上升.....	10
四、大类资产配置来看下挫后有配置机会.....	11
五、2013 后市展望及操作建议.....	12
5.1 利多因素.....	12
5.2 利空因素.....	12
5.3 操作建议.....	12

插图目录

图 1 过去 3 年沪深 300 估值变化.....	5
图 2 过去 3 年沪深 300 盈利增速预测调整.....	5
图 3 GDP 季度累计值及同比增长率.....	6
图 4 GDP 增长结构.....	6
图 5 分大类固定资产投资增速.....	6
图 6 工业增加值.....	6
图 7 实际外贸增长(季调)	7
图 8 贸易顺差(10 亿美元)	7
图 9 人民币/美元即期汇率	7
图 10 人民币兑美元外汇掉期隐含升值率.....	7
图 11 货币市场资金坐果各不断上扬.....	8
图 12 银行理财产品全市场收益率	8
图 13 M1 和 M2 增长率之差及通胀(同比)	8
图 14 CPI 通胀率具有基数效应.....	8
图 15 信托新发行产品发行规模和收益率(周)	8
图 16 各类信托平均年收益率(月)	8
图 17 季度各类融资量占比(%)	9
图 18 当月社会融资总量(亿元)	9
图 19 热钱及人民币升值预期.....	10
图 20 主要资金面变动趋势.....	10
图 21 剔除金融后的加权 PB.....	10

图 22 分类指数 TTMPE.....	10
图 23 工业企业利润率（%，季节调整）.....	10
图 24 固定资产投资增速（同比）.....	10
图 25 沪深 300 相对标普 500 的估值优势下降.....	11
图 26 新兴市场的资金流出明显.....	11
图 27 剔除金融市场指数相对国债估值下降.....	11
图 28 相对理财产品估计优势下降.....	11

表格目录

表 1 地方政府债务偿还额度说明(单位：亿元).....	9
------------------------------	---

一、行情走势回顾

2013 年，整个 A 股市场经历了大起大落，波幅加大。在 2012 年经历了“1”字头行情后，2013 年年中更是击穿 1900 点。整个过去三年，指数走势震荡下跌，如果从现实的眼光来观察历史，我们首先来推演过去下跌的主要驱动因子。再来研判 2014 年主要的驱动因素。如果把指数的波动的核心落脚于“市盈率”及“盈利预测”上，则较明显的能看到主导过去三年下跌格局的主要驱动因素变化的路径。

图 1 过去 3 年沪深 300 估值变化

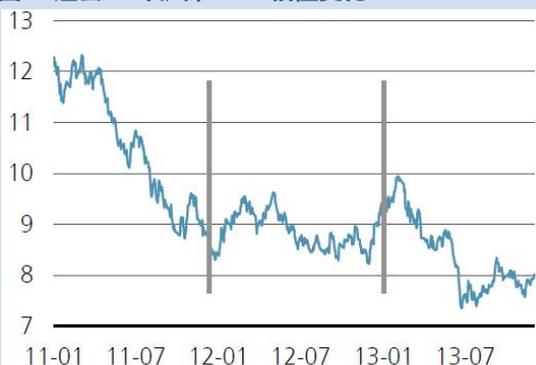
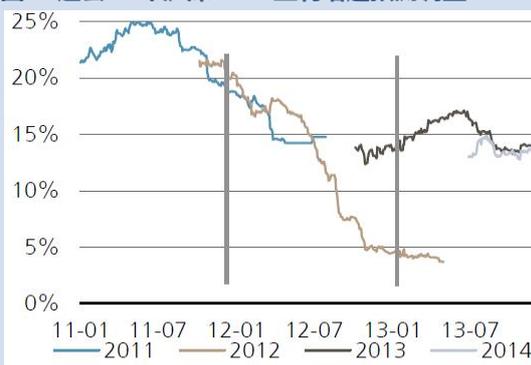


图 2 过去 3 年沪深 300 盈利增速预测调整



——始于 2011 年的下跌，最主要的因素是资金成本上升，其中主要代表是货币和债券市场收益率不断攀升，银行理财产品发售规模逐渐扩大，一部分风险偏好较小的资金分流至固定收益市场。主板市盈率从 12 倍下跌到 8 倍左右，市场所需的风险溢价上升。

——2012 年，经济增长疲态尽显，但经历两次降息与降准，以及下调存准，流动性好转。但整个公司的盈利预测不断下降。此消彼长，主板市盈率在 8-10 倍之间波动，年底市盈率恢复到年初的 9 倍水平。

——2013 年，市场分化显著。对于主板而言，流动性逐渐紧张，以银行理财及信托产品为代表的“影子银行”规模持续扩张，利率持续上升。据不完全统计，2013 年银行理财产品收益率从 3.6% 攀升到 5.2%，青睐稳定收益的投资者不断离开股票市场，留下高风险高收益偏好的投资者，主板市场对大类资产配置资金的吸引力进一步下降，沪深 300 指数市盈率从 3 月的 10 倍下跌到现在的 8 倍，年中（6 月）曾提前紧缩主动尝试去杠杆一度跌到 7 倍。国内实体经济依旧在消化零九年信贷井喷的负面影响，而当前资本市场的疲弱正是这一过程的直接体现。另外，在创业板市场上，虽然盈利增速预测不断下调，但市场给予创业板较高的长期增长预期，仍吸引风险偏好资金进场。我们后续分析的逻辑基础将仍定位于以宏观层面定位的盈利预期及以资金成本为主导的估值中枢，并从大类资产配置的角度解读 2014 年的指数行情。

二、国内宏观经济走势分析

2.1 2013 年 GDP 先抑后扬，2014 年平稳增长是大概率事件

整个 2013 年，国内的经济增速呈现先抑后扬的走势。而从 GDP 的增长结构来看，净出口的贡献率连续三年呈负增长状态，消费在 2011 年有所提升后，在 2012 年继续回落，在整个 2013 年也未有明显起色。主要的经济增长动力仍来源于投资增速。

具体从分项指标来看，以 GDP 的构成，工业占据 37% 的份额，从近三年的增长结构来看，房地产及基建投资占比超过 50%，经历金融危机之后，通过投资拉动的模式短期内很难得到改变。在消费难以启动，投资平稳的前提下，决定国内整个经济增长的主要因素来源于以下两点：改革配套政策的出台及出口增速的增加。

图 3 GDP 季度累计值及同比增长率

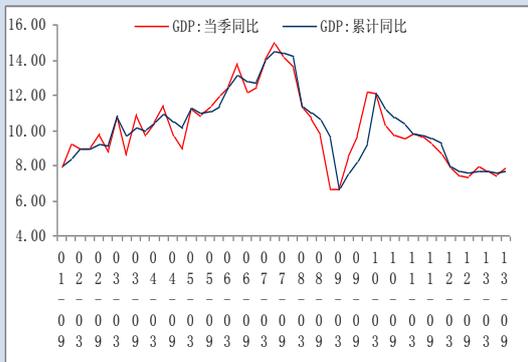
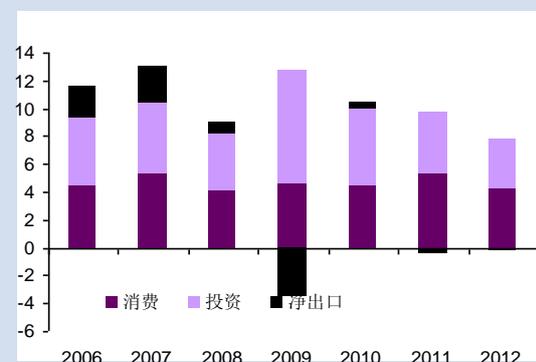


图 4 GDP 增长结构

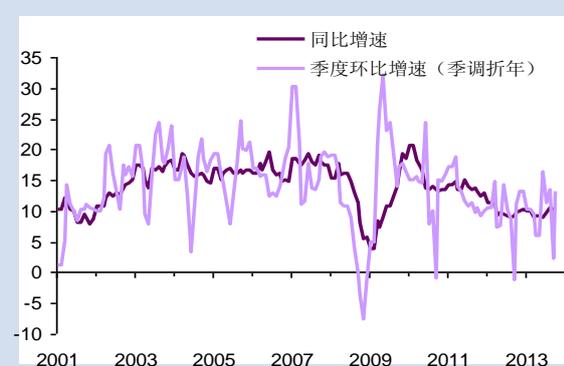


而从国内的驱动之一的投资增速来看，由于固定资产投资增速在 2013 年下降。从分大类来看，以往带动经济上行的基础设施投资从年初的 20% 以上下降到第三季度的 17% 左右，房地产投资增速也从年初的 22% 下降至 15%，但制造业经过一年的扩张，增速反而从原来的 17% 左右增至 10 月份的 24%。但是整个工业增加值的重心上移，这一点意味着产能扩张周期的结束，未来内外需求将主导整个经济的增速水平。

图 5 分大类固定资产投资增速



图 6 工业增加值



2.2 出口改善，外需逐渐复苏

因 2013 我国主要出口国整体复苏进程不甚理想，故全年出口延续下滑态势，其对 GDP

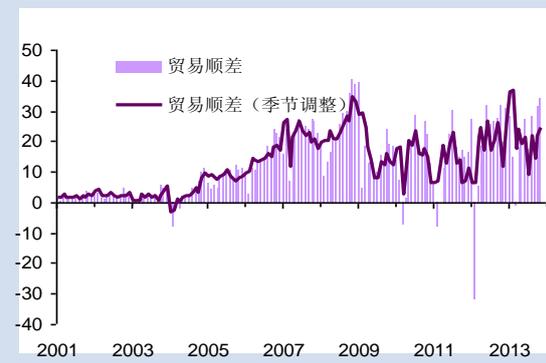
增速贡献基本为负(见图 3)。截止 11 月,我国出口累计金额为 2 万亿美元,同比增 8.3%。此外,各月数据呈“前高后低”现象,这与上半年大量基于套利、套汇目的的虚假贸易有关,在外管局出台相应监管措施后(如 20 号文),上述行为在第 3 季度得到明显遏制。而进入第 4 季度后,受欧美日等国传统的圣诞消费季带动,出口形势有所好转(见图 7)。

国际投行大幅上调 2014/15 年全球 GDP 增长预测,普遍比 2013 年提高了近 1%。自从全球金融危机以来,中国出口与全球周期/全球增长的关联更加紧密,从实际的贸易数据来看,至 2013 年 10 月份,整个进出口数据从 6 月份低谷中复苏,实际贸易顺差经季调数据超过 200 亿美金。

图 7 实际外贸增长(季调)



图 8 贸易顺差 (10 亿美元)



同时人民币处于升值周期,但随着 QE 的退出,美元上升,人民币可能处于上升通道的末端,有利出口。

图 9 人民币/美元即期汇率

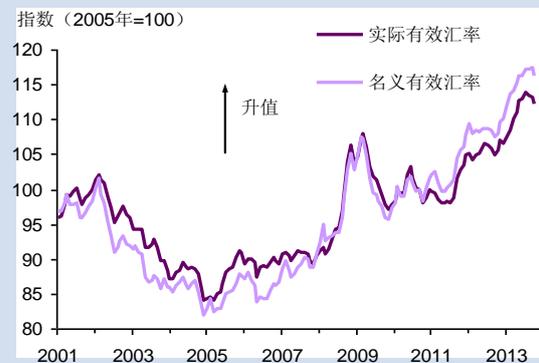
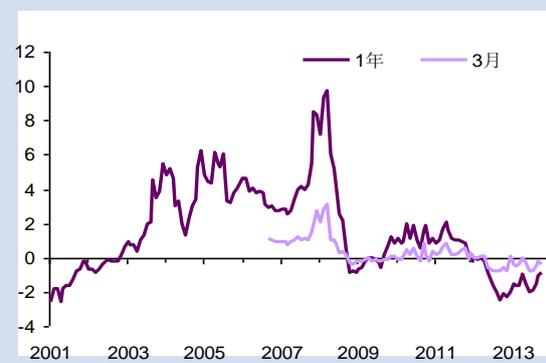


图 10 人民币兑美元外汇掉期隐含升值率



三、估值处于低位,但难有起色

3.1 实际利率仍处于高位,并可能进一步升高

在研究完决定方向性的驱动因素之后,我们着眼于整个指数估值层面的研究。从近三年的市场规律来看,讨论 A 股大盘行情趋势,更重要的是讨论估值波动趋势。特别是产业资本参与市场时,在并购重组等交易活动中,更是看中估值因素。

按照传统的估值方法,主要是考核净资产收益率及股权成本率两个因素。其中股权成本率的比照对象主要是真实的社会资金成本。从资金价格来观察,2013 年是流动性偏紧的一

年。年初至今，资金成本不断上涨，票据贴现利率和真实贷款利率也随之上升。全年资本市场经历了两次比较严重的资本市场流动性危机（6 月的货币市场和 11 月的债券市场）。展望 2014 年，流动性的负面因素增加，首先是总体社会融资总量和 M2 增速可能继续下降；其次是在基数效应影响下，上半年通胀顾虑较大；受此影响，货币政策出现全局的实质性宽松的概率较小。

图 11 货币市场资金坐果各不断上扬

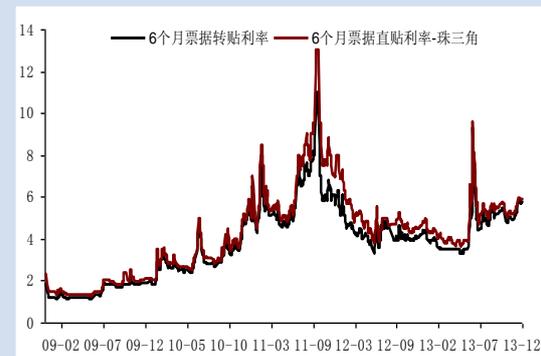


图 12 银行理财产品全市场收益率

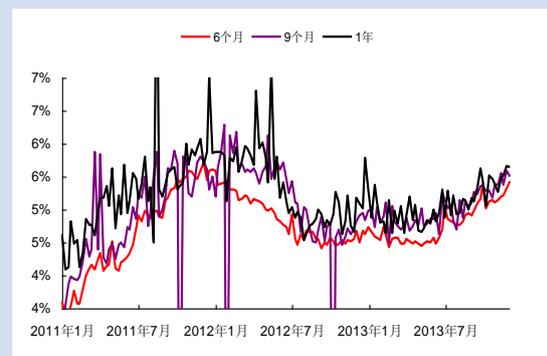
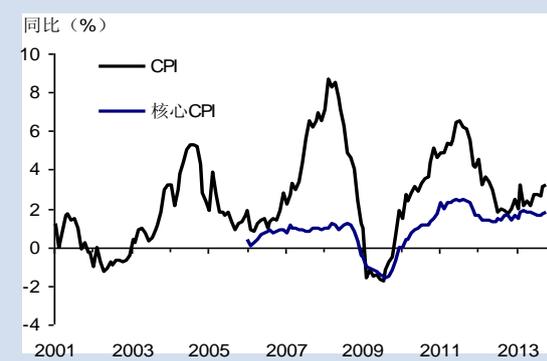


图 13 M1 和 M2 增长率之差及通胀(同比)



图 14 CPI 通胀率具有基数效应



另外，我们观察到，2012 年以后，新发行的信托产品的规模在下半年有显著下降，以信托业为代表的影子银行部门受到持续压缩（2013 年中期影子银行部门一度扩大），由于明年是信托业的兑付高峰期，如果进一步扩大影子银行规模，以新债还旧债，则市场资金成本会进一步上升；而如果压缩影子银行规模，则会造成进一步的去杠杆过程，以银行间拆借市场为代表的资金成本也将飙升。这一点可以由我们的社会融资总量的构成可以看出，在传统的贷款占比不断下降的过程中，金融业杠杆主要取决于以银行理财及信托为代表的“影子银行”的占比。

图 15 信托新发行产品发行规模和收益率（周）

图 16 各类信托平均年收益率（月）



图 17 季度各类融资量占比 (%)

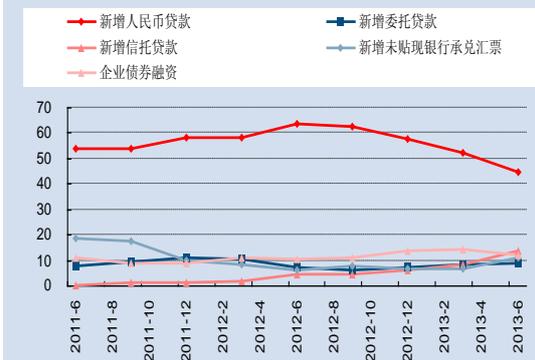
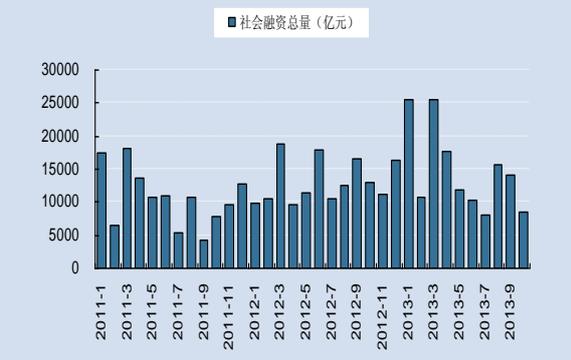


图 18 当月社会融资总量 (亿元)



其次，美国 QE 的退出，是悬在国内流动性顶上的达摩克利斯之剑，基于海外经济复苏的势头逐步明朗，以及新增美债务已经有超过 50%集中在 FOMC，继续执行 QE 边际效用递减。如果明确退出 QE，则会加速国内资本的流出，减少国内存量资金供给。

另外，按照我们宏观经济年报的假设与测算，预计地方政府在 2014-2016 年进入偿债高峰期，偿债规模分别为：4.7 万亿、5.86 万亿和 5.1 万亿，如下表 1。预计地方政府偿还率将超过 100%，即需“借新还旧”。显然，地方政府债务风险已非常大，可能加剧社会资金的紧张程度，抬高社会平均资金成本。

表 1 地方政府债务偿还额度说明(单位：亿元)

	地方政府债券本金偿还额 (亿元)	城投债本金偿还额 (亿元)	银行贷款偿还额度 (亿元)	信托贷款偿还额 (亿元)	本金偿还合计 (亿元)	债务利息 (亿元)	债务本息偿还额度 (亿元)
2012	2000.0	1811.9	15274.1	4558.0	23643.9	11507.3	35151.2
2013	1384.0	1689.6	10121.8	7028.0	20223.4	13281.3	33504.6
2014	992.5	2002.0	17993.4	11237.0	32224.8	14609.4	46834.2
2015	1714.0	3900.6	23117.2	13763.0	42494.7	16070.3	58565.1
2016	2757.5	4501.0	26478.3		33736.8	17677.4	51414.2
2017	1257.5	4501.0	15846.7		21605.2	19445.1	41050.3

图 19 热钱及人民币升值预期

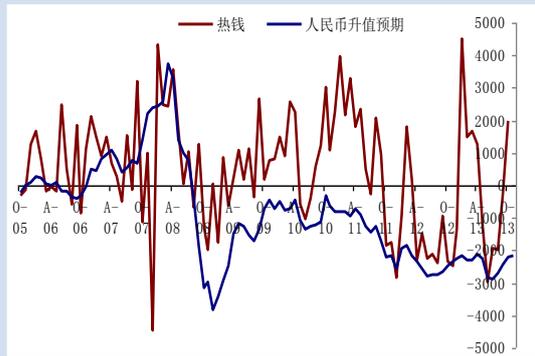
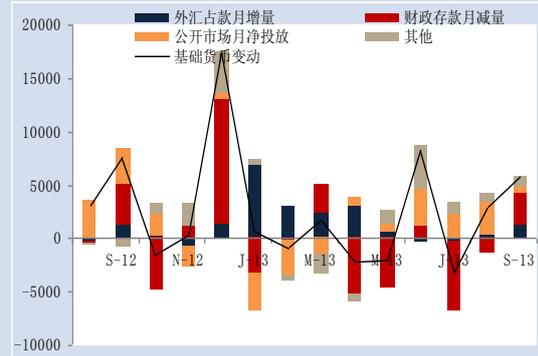


图 20 主要资金面变动趋势



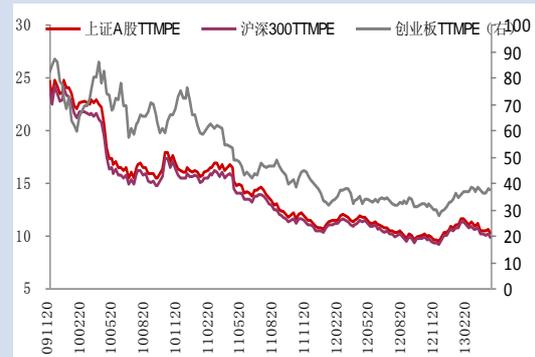
3.2 企业盈利水平或将维持小幅上升

从 2013 年三季报看，非金融上市公司滚动四个季度的 ROE 为 9.28%，较 2013 年中报的 9.17% 小幅提升，处于近年来的低位。企业特别是工业企业的盈利水平小幅上升，这个势头可能会由于出口及产能扩张步入下降通道而维持。

图 21 剔除金融后的加权 PB



图 22 分类指数 TTMPE



外需改善拉动出口增速，有助于 PPI 同比弱反弹，从而提升企业毛利率。国内 PPI 同比与出口增速在趋势上的正相关性较强。由上面的驱动力分析我们可知，2014 年出口环境改善，有利于企业的利润提升。

另外，新一轮的投资增速下降，来年国内企业产能投放增速有望进一步回落，将缓慢理顺产业链中各行业的利润定价权，如果来年产能利用率略升，将提高企业的利润水平。

图 23 工业企业利润率（%，季节调整）

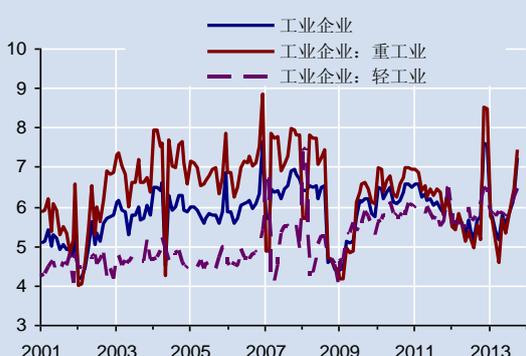
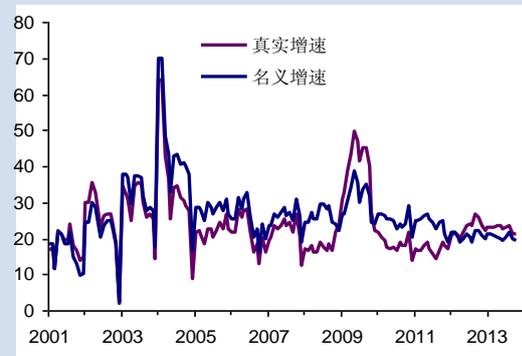


图 24 固定资产投资增速（同比）



四、大类资产配置来看下挫后有配置机会

从大类资产配置的角度来说,相对于股票市场的标的,我们主要是选取海外发达市场股票,债券市场以及理财产品市场作为比较对象,来研究股指的相对配置价值。

从内外的比值来看,相对于标普 500 指数,沪深 300 相对的市盈率持续下降,从全球资本的流动来看,流入新兴市场的资金也持续减少,说明在大类资产回报上,金融危机之后,全球的格局是高配发达市场,低配新兴市场。由于美股不断创新高,其财富效应将维持其对资金的吸引力。

图 25 沪深 300 相对标普 500 的估值优势下降



图 26 新兴市场的资金流出明显



从权益类市场与固定市场的比较来看,在剔除了金融类股的影响之后,股票市场的相对回报较国债市场及理财产品市场的吸引力持续上升。截至到 12 月份,剔除金融类的上证 A 股的回报相对于理财产品的风险溢价约在-1%左右,我们发现历史上,当相对回报达到 2% 以上时,相对于固定收益市场,股票的吸引力将会上升。这也就意味着只有股指有一波下挫行情,整个回报在剔除金融类个股达相对理财产品达到正值的时候,才有配置价值。而随着“影子银行”所带来的资金价格的不断上升,要求指数的 E/P 达到 12%左右。

图 27 剔除金融市场指数相对国债估值下降



图 28 相对理财产品估计优势下降



五、2013 后市展望及操作建议

5.1 利多因素

(1) 国企改革，主要是围绕着产权问题、定位问题、管理问题以及效率问题四个方面引发的行业配置效果。由于国有企业是上市公司的主体，其制度红利将会催生一波向上的机会；

(2) 土地改革，十八届三中全会提出了建设用地的改革方向，拥有土地资源的企业面临新一轮资产重估；

(3) 金融改革，三中全会对金融改革做出了战略性的安排，本次改革直指金融价格要素的市场化，改革向纵深推进的过程将伴随着金融垄断的逐渐瓦解以及融资主体融资结构的优化调整。特别是由于资金配置错位导致的结构性钱荒等问题将会逐步由市场引导解决。

5.2 利空因素

(1) QE 退出带来的资金撤离，国内被动去杠杆，国内资金成本进一步上升。

(2) 2014 年是债务偿付高峰期，由于我们的经济仍然处于债务周期的下半场，部分企业仍然摆脱不了融资困局，需要不断地“借新还旧”，2014 是债务偿还高峰期的第二年。如果遇到流动性方面的紧缩，不排除再度上演 2011 年三季度情景的可能性。

5.3 操作建议

预计明年沪深 300 指数的运行区间在 1800-2700 之间

1. 年前由于 QE 退出及国内资金成本上升，股指加速下行，沪深 300 现货指数有望冲击 2100 点；

2. 从季节性因素的角度，每年一季度，尤其是春节以后到春耕旺季之前，流动性季节性宽松，加之实体经济补库存带动工业品价格反弹等因素，股市历来表现较好，有望挑战 2600 点；

3. 二季度可能会再次遭遇流动性冲击，股指有急速下挫的可能，沪深 300 如果冲击至 2000 附近，则由于资产配置因素，迎来较佳的投资价值。



杉立期货

Shanli Futures

携手杉立

共创宏图

客服电话 0574-87716270

传真: 0574-87717386

分析师承诺

负责本研究报告内容的期货分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责条款

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更,我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有,未经书面授权,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发,须注明出处为杉立期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。