

全面宽松助推牛市主升浪

摘要：

虽然一季度经济还非常低迷，但是周期性触底的拐点或许正在临近，三季度以后经济可能显著转好。经过15个月的持续回落，房地产投资增速从13年底的19.8%回落到了今年前2月的10.4%，增速回落显著趋缓，今年前二月增速仅比去年底回落0.1%，环比来看增速临近底部。预计，一季度是今年GDP增速的最低点，二三季度可能小幅回升，经济甚至出现周期性的大级别回升。

境外经济持续好转，是目前促经济回升的有利条件。2014年4季度美国GDP增长2.48%，全年增长2.4%，已经基本回到危机前的水平；12月的工业产能利用率79.74%，基本回到了05-07年繁荣周期时的高点。美国以17.4万亿美元的经济总量和全球创新发源地的活力，再一次成了全球经济的火车头。

央行降息效果不佳，资金价格下降需要更大力度的降息行动。第二次降息混搭了放开存款利率10%的利率市场化政策，在存款利率上浮区间达到30%后，存款空间打开已经基本到位，未来降息将会有更好的效果。实际利率高企，严重侵害着经济，是造成投资不振、经济低迷的毒瘤。大举降利率势在必行，目前还降得很不够。

宽松进入新阶段，未来宽松的重点在货币与信贷宽松，预计二季度还有1到2次降准，每次降准50个基点，每次释放6000亿基础货币，两次降准向松绑1.2万亿资金后有望改变银行流动性状况。也还有一次降息，基准利率下降25个基点。降准降息，释放长期资金、促银行做长期资产配置的意义，是短期工具所不可替代的。

“一带一路”战略写入三中全会《决定》，上升为国家战略；密集互访后，“一带一路”已经获得多方支持；辅助金融架构亚投行正在形成，获得全球40多个国家支持；是2015年区域发展的首要战略；一带一路总体规划已于今年3月出台。随着“一带一路”等政策的实施，我国被动式的紧缩状态很可能在下半年反转，从而改变经济增速放缓的预期。

在指数涨幅接近1倍之后，站在目前这个时点，我们认为正步入主升浪。中国股市历史上的两轮十年一遇超级大牛市涨幅都在3到5倍。目前指数从最低点启动只上涨了90%，相对3.38倍上涨、5.13倍上涨，这个涨幅仅及三分之一和五分之一，还有很大空间。牛市最高点的01年和07年市场的最高估值都到60倍PE，目前上证指数的16倍PE仍非常便宜，权重股还有空间。

板块上，大金融有估值上的突出优势，在长期盘整后，有很高的安全边际。场外资金持续涌入，基金等储蓄资金入市渠道即将迎来申购潮，一旦申购潮形成，大票就将成为集中配置方向，股价将出现轮涨。

第一部分 经济：周期触底 外部繁荣

虽然一季度经济还非常低迷，但是周期性触底的拐点或许正在临近，三季度以后经济可能显著转好，对于目前如火如荼的牛市，经济基本面的担忧将在未来几个月减轻，甚至转变为正面推力。

此轮经济下滑的主要压力来自投资，而投资下滑又主要发端于房地产投资，所以只要投资增速见底，甚至只要房地产投资增速见底回升，经济也就结束下滑过程，就迎来周期性拐点。种种迹象表明，房地产增速已经迎来拐点。经过15个月的持续回落，房地产投资增速从13年底的19.8%回落到了今年前2月的10.4%，期间去年3月和5月都出现断崖式下跌，14年全年增速10.5%，比上年末大幅下降9.3个百分点，这就构成巨大的基数压力。但是进入年底增速回落显著趋缓，今年前二月增速仅比去年底回落0.1%，环比来看增速临近底部。

年初经济压力大，去年初基数高是一个重要原因，所以增速趋缓的拐点效应不明显。排除基数原因，经济出现好转的信号，更应该引起重视。由于在拐点上，经济回升对周期性行业业绩改善的边际效用是最明显的，敏感投资者往往在拐点前后进入股市，并且往往获得巨大投资收益。等到同比数据改善，边际改善带来的投资机会也已经被充分挖掘。

3月30日，央行、住建部、银监会联合下发通知，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付20%，拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付30%。随后财政部也下发文件，将个人住房转让免收营业税的年限下调至2年，救市意图明显。此次330新政，力度超出预期，势必对房地产投资回升起到重大推动作用。

去年9月30日央行首次松绑房贷政策，时隔6个月后央行二次出手救市，并且各部委组合拳力促改善性需求放量，松执行严格限购、限贷到目前鼓励房产消费，宏观调控政策出现180度大转折，并且有不达目的誓不罢休的劲头。这种宏观政策转变，一方面可以解释宏观经济恶化程度，急切需要救市来挽回经济颓势，但是另一方面也的确是缩短经济调整周期的有用措施，政府在调结构和稳增长之间，全面转向稳增长。这种宏观政策的大转向，也让人们看到了经济底，看到股市底。

因此，政策松绑半年后再加码，对于经济底的到来是又一剂强心剂，房地产投资触底已经基本确认，如果出现销售回升，则开发类投资增速会回升，进而带动整个经济触底回升。作为牵一发而动全身的房地产投资，政府考虑再三后重启启动它来带动社会投资，足以体现启动它的重要性和有效性。

我们预计，一季度是今年GDP增速的最低点，实际增速可能已经跌破政策底7%，但是二三季度可能小幅回升，回升势头甚至可能维持到年末，民间投资被激发出来，经济甚至出现周期性的大级别回升。

境外经济持续好转，是目前经济回升中的有利条件。2014年4季度美国GDP增长2.48%，全年增长2.4%，已经基本回到危机前的水平；12月的工业产能利用率79.74%，基本回到了05-07年繁荣周期时的高点。美国以17.4万亿美元的经济总量和全球创新发源地的活力，再一次成了全球经济的火车头。

美国房价已经回到危机前水平，消费者信心指数也已经回升到危机前繁荣期水平。我国对美出口前二月增速出人意的达到21%，增速创2011年4月以来的新高。美国经济初步繁荣，对我进口能力显著增强，利用这个有利时机，我国经济加速赶底是有可能的。

全球3月制造业PMI值51.8，略低于前值51.9。主要原因是产出加速增长，创7个月来最高值。新订单指数继续保持高位，投入和产出价格下跌幅度收窄。美国3月制造业PMI为55.7，前值55.1。但是3月ISM制造业指数51.5，创2013年5月以来最低，预期52.5，前值52.9。欧元区3月制造业PMI为52.2，高于前值51.0，为10个月以来新高。主要受益于新订单指数上升，为2014年4月以来涨幅最高；就业指数，连续6个月增加。

对于我国跟上全球经济中周期，不应过于悲观，全球化的今天，全球经济在时间上大体同步走向繁荣、又同步陷入衰退，这个中周期规律将在未来几年再度发挥威力，除非哪国因体制僵化而出现失去的十年。美国自09年开始，年度GDP增速从-2.8%开始回升，12年开始已经连续三年增速在2%以上，也就意味着09年开始美国经济步入新朱格拉周期，12年开始初显繁荣，年度增速越过10年均速2.1%。过去30年，经历的三个经济中周期，我国都跟上了全球步伐，都在周期中后期出现了经济繁荣，这个经济周期也不容错过。

虽然全国上下都在刻意淡化GDP指标，但是年度GDP增速能否出现回升，是评价一国经济是否见底、是否跟上中周期的直观指标。全球兼上唯其独衰的局面，是非常可怕的，犹如90年度的日本，因此这个当口政府着急启动投资是有道理的，再不启动经济回升步伐，错失全球经济繁荣期，必将在繁荣后的衰退、危机期遭受重挫。

在过渡刺激遗留下较重历史包袱后，在滞后改革导致活力不够后，繁荣到来需要更多努力，政府为此做了大量准备，能否爆发、何时爆发的确存在不确定性。为了确保不错失繁荣，政府加大实质性的刺激措施，实属必要。



第二部分 要素：资金价格存在巨大下行空间

去年11月22日央行启动首次降息，今年2月5日央行启动首次降准，3月1日启动二次降息，央行宽松的步伐之急迫大大出人意料。

启动降息前，5年期国债收益率最高点出现在14年1月初，当时达到4.53%，到首次降息前的11月20日，收益率下行到3.43%，收益率下行110个BP，市场将之归功于央行引导利率获得的效果，这个效果应该还是非常不错的。但是融资贵、融资难的呼声依旧很高。

11月22日降息后，国债收益率没有再度下行，反而出现了一定反弹，直至12月9日开始国债收益率才开始重回下行通道，从3.71%下行到3.18%，下行53个BP，从第一次降息到第二次降息前夕的2月25日，国债收益率下降25个BP，可见第一次降息的效果很不明显。

更遗憾的是，第二次降息的效果令无风险收益率不降反升。3月1日启动第二次降息，5年期国债收益率从此前夕的3.18%，回升到3月31日的3.46%，回升30个BP，基本已经回到第一次降息前夕的收益水平。两次降息，基本等于没降，无风险收益一分没有降下来。

从企业债收益率来看，也就意味着企业融资成本一点没有降下来。中债AAA级企业债去年11月20日收益率在4.60%附近，3月31日这个收益率微升到4.92%，两次降息后还上升32个BP。央行降息来降低社会融资成本的初衷完全没有达到。

央行降息效果不佳，资金价格下降需要更大力度的降息行动。第二次降息混搭了放开存款利率10%的利率市场化政策，是导致效果不佳的根本原因，银行系统负债端成本上升，导致银行不乐意在资产端降低利率。在存款利率上浮区间达到30%后，存款空间打开已经基本到位，未来降息将会有更好的效果。

实际利率高企，严重侵害着经济，是造成投资不振、经济低迷的毒瘤。按照PPI最新-4.8%，贷款利率5.35%测算，工业企业的实际利率高达10.15%，如此奇高的实际利率侵蚀了企业利润，致使实体投资无利可图。大举降利率势在必行，目前还降得很不够。

目前宏观形势和1996年初极其类似，经济低迷，利率高企，在那次降息周期中，央行将贷款利率从12%开始下调，三年后下调至6%以下，最低下调至5.31%，实际利率从12%下降到9.23%。

此轮贷款利率的峰值是6.56%，峰值时GDP增速是11年的9.5%，如今GDP增速已经下滑到7%附近，贷款利率还在5.35%，利率仅下降1.21%，而经济增速下降了2.5%，利率下行步伐慢了，难以适应经济低迷的形势。到底这轮降息降到多少合适，我们认为，从峰值下降一半都是可能的，即贷款利率下降到3.28%，从目前水平再下降2%，每次25个基点，再下降8次，都是可能的。

利率下行节奏既要看经济增长的需要，也要看广义通胀的允许空间。狭义通胀是指CPI的允许空间，目前CPI在1.5%附近，刚刚从1%以下回升，还主要是受春节因素，因此居民价格不是问题；PPI长期为负，最近下降幅度达到4.8%，工业品通缩已经长期存在，这种背景下，通胀的基础也就不存在，因此通胀不构成降息制约。广义通胀主要是房价，房价已经连续11个月环比下降，能不能在二次松绑房贷政策后出现量价齐升，如果房价上涨甚至过快上涨，则降息空间将受制约；如果出现相反状况，房价继续阴跌，则降息就更加显得必要。

第三部分 政策：全面宽松 加足马力

宏观政策从坚持调结构向全面保增长转变，我们已经迎来新的全面宽松时期，去年9月30日房地产政策首次松绑是开始，经过两次降息、一次降准的组合拳加码，到今年3月30日二次松绑房地产政策，宽松进入新阶段，我们认为这是开足马力的走向宽松。

未来宽松的重要看点在货币与信贷宽松，从1季度金融数据来看，货币与信贷宽松的效果已经初步显现，但是还有很大空间，也有很大现实必要性。

货币宽松是金融宽松的基础，效果体现在M2增长水平上，当前最有效的手段是降低存款准备金率。2月末M2增长12.50%，大幅好于1月末的10.80%，也大幅好于预期，2月初降低存款准备金率，宽货币终于初见端倪。降准对于放松银行流动性可谓是立竿见影。

但是降准后，银行间的资金成本仍旧居高不下。3月初SHIBOR隔夜利率回升3.44%附近，回升近70个基点，银行间短期依旧紧张；一周回购利率回升4.75%附近，比1月初高出100个基点，银行间资金成本不低，短期利率在降准后显著走高，再度提醒宽货币仍需要加码。

我们预计二季度还有1到2次降准，每次降准50个基点，每次释放6000亿基础货币，两次降准向松绑1.2万亿资金后有望改变银行流动性状况。这没有考虑央行运用PSL、SLE以及正回购等短中期货币调节工具的效果，但无论如何，降准释放长期资金、促银行做长期资产配置的意义，是这些短期工具所不可替代的，降准都十分必要。

货币宽松以后，银行才能走向信贷宽松，才有足够的资金向实体经济投放信贷。前二月贷款余额已经持续小幅回升，宽信贷效果也初步显现，宽货币将传导到宽信贷效果明显。现在普遍预计三月新增贷款出现季节性放量。社会融资总量2月也出现大幅放量，主要是新增贷款大幅增长，说明政府力促金融发力也见成效，金融助推经济回升的动力继续加大。

但是宽信贷也还需要加码，考核信贷增长的重要指标是信贷余额增速，该数据去年10月见底与13.2%，而后持续回升至2月末的14.3%，累计回升了0.9%，回升仍比较缓慢。信贷增长是经济增长的基础，是经济增长指标的先行指标。但是4个月的信贷余额增长，目前仍未见经济增速回升，信贷宽松的力度仍显不够。

经济下行压力较大，或迫使更大的宽信贷政策出台。2月信贷新增继续维持高水平，说明银行放贷行为仍然比较积极。在经济低迷、信贷有效需求偏弱，以及商业银行对信贷风险重视程度空前上升的情况下，2月份信贷高增，只能是政策指引下的产物。商业银行一改上月谨慎态度，大举扩大投放，这与前期央行公开劝告有关；面对经济低迷态势，调控部门加快投资审批的同时，也在道义上对银行放贷进行了劝说。与此相适应，银行放贷仍然集中在对应投资的中长信贷方面；从实际情况看，银行对非金融企业的中长期贷款，确实保持一个较高的投放水平。

宽信贷需要满足投资的资金需求。2月28日，重庆市发改委公布今年重庆市市级重点项目总投资达2.64万亿元，年度计划投资4000亿元，投资强度保持在全社会固定资产投资的25%以上，项目有600余个，涵盖了交通、旅游、文化体育、城市开发等方面。2月25日，河北省政府决定，2015年河北省实施投资10亿元以上产业项目1500个以上，年度投资达到全省固定资产投资的20%以上，其中计划开工和续建项目1262项，总投资3.2万亿元，2015年计划投资6303.8亿元，包括续建项目781项，总投资2.04万亿元，年计划投资4021.6亿元。

此外湖北省明确提出将“积极扩大有效投资，确保今年完成2.9万亿元以上投资规模，同比增长19%，抓住国家重视铁路、水利等基础设施建设，投资重点向中西部倾斜，推进公路、铁路、航运、机场、水利、能源等领域一批重大项目开工建设”；湖南省则提出积极培育内需新增长点，力争完成固定资产投资2.6万亿元，比去年提高18%；而陕西省也明确将充分发挥投资的关键作用，以重点项目建设进度和整体质量保证经济增长速度与效益，完成固定资产投资2.2万亿元，增长20%左右，远高于2014年中国城市固定资产投资整体15%的增长。

从目前已公布投资规模的省市来看，各地安排的投资计划规模已达20万亿元。



第四部分 事件：“一带一路”开启开放新时代

3月28日，习近平在博鳌亚洲论坛2015年年会开幕式上发表主旨演讲时说，“一带一路”建设秉持的是共商、共建、共享原则，不是封闭的，而是开放包容的；不是中国一家的独奏，而是沿线国家的合唱。当日发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。自此，“一带一路”的官方规划终于正式出台。

对于“一带一路”的宏观意义，各方都有不同的解读。民生证券预计，目前各地方“一带一路”拟建、在建基础设施规模已经达到1.04万亿元，跨国投资规模约524亿美元，预计影响2015年新增投资4000亿元左右，拉动GDP增长0.25个百分点。该团队还认为，“一带一路”战略将涵盖26个国家和地区的44亿人口，将产生21万亿美元的经济效应。这个世界上最长的经济走廊，最大的市场，将产生最大的投资机会。

虽然“一带一路”声势浩大，但也有机构对于上述投资能否落地仍持谨慎态度。在目前政府财政吃紧的情况下，中央和地方建设“一带一路”的投资热情能否落地，取决于是否能够有效扩充“钱袋子”。在不搞强刺激、大放水的前提下，资金来源可能主要依靠三个渠道：债务置换、PPP和亚投行。

我们认为，“一带一路”战略写入三中全会《决定》，上升为国家战略；密集互访后，“一带一路”已经获得多方支持；辅助金融架构亚投行正在形成，获得全球40多个国家支持；是2015年区域发展的首要战略；一带一路总体规划已于今年3月出台。随着“一带一路”等政策的实施，我国被动式的紧缩状态很可能在下半年反转，从而改变经济增速放缓的预期。

“一带一路”愿景和行动最直接的效应在于消化我国的过剩产能，为经济增长找到新的支撑。当前国家经济下行压力很大，而“一带一路”规划的贸易网络需要大量基建和通信投资作为前提，这有助于消化中部和东部钢铁、化工、建材和某些电子设备部门的过剩产能，中部东部也会有一批优质基建和通信企业得以“走出去”，实现更大发展甚至成为中国的名片。每单位的基建产出会拉动1.89单位的上游产业投入。当前上游产业尤其是周期性较强的部门产出仍处于量价齐跌的状态，“一带一路”有望提振这些部门的景气，和其他宏观调控政策一起为本年GDP增长托底，同时也支撑资本市场的信心。与之相应，与基建投资相关的周期性行业，如建材、钢铁、水泥、机械将直接受益。

“一带一路”也着力于推动西北、西南以及东北地区的对外贸易开放。亚太和欧美地区一直以来都是中国对外贸易的主要对手，然而正在谈判中的TPP和TTIP协议终将会影响到我国在这些地区外贸的增长空间。从我国沿海地区及亚洲诸国的经验来看，推动出口、发展外向型经济、技术积累推动产业转型乃是实现高速发展的一条坦途。因此站在开发西北、西南以及东北地区经济的角度上，“一带一路”的规划几乎是一种必然。

人民币国际化是推行“一带一路”规划的必要条件，同时“一带一路”也将加快人民币的国际化进程。使用本币进行国际投资一方面向国外输出了本币信用，一方面也减少了汇率波动的风险，因此人民币国际化的快速发展也是国家在当前时点上推动“一带一路”的重要原因。同时“一带一路”将大幅刺激相关国家对人民币流通、清算以至于储备的需求，反过来又会促进人民币国际化的战略。

长期来讲，“一带一路”将推动我国从“资本输入国”向“资本输出国”的阶段转变，同时也有助于我国更高效地利用外汇储备，增加国家资产配置多样性。根据债务周期理论，一国经济发展到一定程度之后，自然资源和人力成本的比较优势逐渐减少，国内资本便会流出至边际收益的海外地区，国家也从“债务国”向“债权国”的阶段转变。2014年，我国对外直接投资（ODI）已经超过外国对华投资（FDI），“一带一路”将会加速这一转型。此外，我国仍拥有巨额的外汇储备，然而大量外储被用来投资外国国债，收益率较低，“一带一路”也有助于国家更高效地利用外汇储备，增加国家资产配置多样性。

“一带一路”规划将连接亚欧，促进中国与沿途国家间的经济一体化，战略意义极大。从基础建设，到航运陆运空运通信的互联互通，再到贸易网络的深度整合，以至于未来资本的跨区域流通，“一带一路”最终促进的是整个区域的协同发展。历史上英美等大国崛起都对周边国家的发展产生了重要的影响。门罗主义在多极化的世界里已不再适用，中国的和平崛起需要的是互惠共赢的国际环境。

第五部分 结论：牛市基础扎实 快速进主升浪

自去年6月20日，上证指数从2010点启动上涨后，再没有出现趋势性下跌过程，而是进入了持续的上升行情，因此可以将此日、此点作为一个重要起点，从此步入新的牛市周期。时间上这个起点正好在新周期起点的可靠范围之内。

牛市步伐之快令人乍舌，到去年11月20日降息前夕，5个月指数上涨25%，确认牛市；降息后指数快速上涨，到行情延续六个月之际，指数已经上涨59%，牛市已经展现出极其强悍的疯牛态势。到一季度末，业绩行情延续9个月之际，指数已经上涨91%。大小票齐涨，创业板股票PE接近100倍，而大票市盈率还在10倍附近，牛市让各种奇迹都成为可能。

从牛市急冲冲的步伐来看，与06年大牛市极其类似，急速上涨，行情一气呵成。这样的行情，必定由市场一致预期所形成，由重大利好推动。这轮牛市在经济背景上不及06年繁荣，在政策上没有股改和汇改这么大的利好，但是市场还是出现了单边的急速上涨，究其原因是市场对宽松形成了高度一致预期，并且宽松一次又一次被超预期验证，形成牛市强大动力。

对于此轮牛市，我们有钢铁一般的信念。去年初，我们首次非常确定的突出，2014年下半年我国股市将大概率进入牛市，去年6月我们将行情启动时点锁定在7月底8月初，并且连续数月在月度策略中强调，牛市即将启动，警惕将大行情做成小行情，在板块上推荐大金融，首推与牛市密切相关的券商板块。这些预判去年下半年被一一验证，行情7月20日从盘中突破，券商股三四个月内平均上涨两倍以上。

牛市判断是种信念，逻辑推理本身有成和败两种可能，相信自己的逻辑推理就需要相信主义一样坚定，这个过程中产生怀疑，就可能与牛市擦肩而过。不能用市场来检验逻辑推理的成功，当这种检验大白于天下时，牛市也已经过去，只能眼睁睁的看着战略性投资机会被痛心疾首的错失。缺乏牛市信念的人，在牛市中赚不到钱。

在指数涨幅接近1倍之后，站在目前这个时点，我们该如何看未来行情？有两个指标可以比较：

1) 中国股市历史上的两轮十年一遇超级大牛市：1996年到2001年大牛市，持续5年，上证指数上涨3.38倍。2005年到2007年大牛市，持续2.5年，上证指数上涨5.13倍。

目前指数从最低点启动只上涨了90%，相对3.38倍上涨、5.13倍上涨，这个涨幅近及三分之一和五分之一。可见还有很大空间。

2) 牛市最高点11年和07年市场的最高估值都到到60倍PE。目前上证指数的16倍PE仍非常便宜，权重股还有空间。

板块上，大金融有估值上的突出优势，在长期盘整后，有很高的安全边际。场外资金持续涌入，基金等储蓄资金入市渠道即将迎来申购潮，一旦申购潮形成，大票就将成为集中配置方向，股价将出现轮涨。

牛市的最有效的策略是捂股，最低效的策略是追涨杀跌。一轮持续数年、上涨几倍的牛市，任何板块都将在某一个时点爆发，正所谓风水轮流转，只要捂得牢就都能获得超越指数的收益率。但是追涨杀跌，就可能一直买到上涨一大截、甚至可能转入下跌的股票，几次中招就可能铩羽而归，远远跑输市场。持有没怎么大涨的股票，跑掉已经大涨的股票，是把握目前牛市的上上策。

自2月9日，大盘结束牛市第一波调整后，已经步入主升浪，如果与06年牛市比较，则是处于06年8月到年底的行情区间，点位则相当与2000点附近的位置。主升浪是步伐最快、空间最大的行情，二季度正处于这个区间内，行情非常值得期待。