

大起大落无常 重建征途漫长

一、2015 年全年行情回顾

时光匆匆，春花秋月如梦。如果说 2015 年是跌宕起伏，潮起潮落的一年一点都不为过，虽然它已离我们而去，但又像是尽在咫尺，因为这一年中的 A 股市场包含了太多太多的成功与失败、幸福与忧伤，希望与绝望。

回顾全年行情，尽管年初上证指数围绕 3050 点到 3450 点之间来回高位整固，但之后一飞冲天，至 4 月末直接拉到 4500 点，在近一个月的强震之后，指数再度拉起冲向最后的疯狂，到 6 月 12 日冲到 5178.19。一切看起来都是那么的美好，假设上半年的这轮“疯牛”所反映的是我国真实的经济状况，那么国家的经济结构转型一定是相当的成功，伟大祖国已经完全崛起，并即将开启新一轮的大增长。然而所有人都知道，事实并非如此。实体经济下滑很严重，传统国企产能过剩，成本增加，债台高筑，都严重制约经济的发展。这样的故事的繁荣与实体经济衰败所吹生出来的泡沫终于在随即而来的 6 月和 8 月的两次断崖式的股灾破灭了。而这期间又在 7 月底出现过尽管在国家下半年基本完成了去杠杆，但是危城之下人心惶恐，不少投资的脑海中时常会出现千股涨停或千股跌停的宏伟场面，大起大落的市场已经令许多人为之超高的人气已经不复存。而新的市场热情要想重新凝聚，是一次漫长的征途！截止 12 月 31 日，上证指数报收 3539.18 点，上涨 304.5 点，全年涨幅 9.41%。

图一：上证综指日 K 线



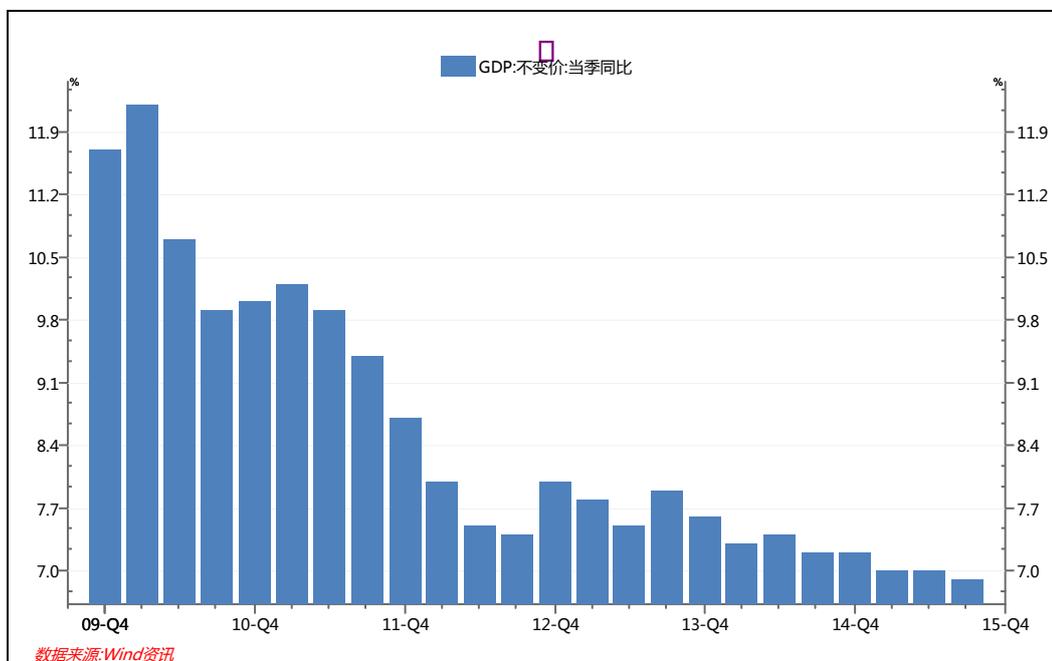
数据来源：博弈大师

二、基本面分析

敬请参阅文后的免责声明

期市有风险 投资须谨慎

图二：GDP 当季同比



(1) 经济结构调整会是阵痛，GDP 增速或将进一步降低

目前产能过剩的状况急需改变，已经到了刻不容缓的地步。应此，2016 年产能收缩势在必行。我国 GDP 一直高速增长，位于世界前列，产能不断扩张。4 万亿救市后更是加杠杆扩张，但是这与目前的需求状况严重背离。这 4 万亿的代价就是，现在除了去产能已经无路可退，再也不能依靠几何式盲目的扩张来刺激经济了。但是中国经济的发展又过分依赖投资，去产能必将导致 GDP 增速的进一步下滑，虽然从长远来看，对中国的的发展的确有利，但经济结构调整所引起的阵痛，无可避免。

尽管上半年 GDP 增速同比增长 7%，给市场带来一些信心，但前 8 个月，中国投资增长减缓、出口疲软，经济表现不如预期。亚洲开发银行甚至将中国 2015 年经济增长预测下调至 6.8%，2016 年经济增速进一步下调至 6.7%。与此同时，持续 3 年的工业生产者价格指数 (PPI) 负增长带来了低通胀压力，2015 年上半年，PPI 为 -4.6%，GDP 平减指数为 -1.6%。可以预计未来一段时期，生产部门通缩将加剧，GDP 平减指数由于消费者物价指数也低于预期更多地跟随 PPI 变化。最新公布的三季度 GDP 如期破 7%，但却高于彭博之前预测的 6.7%。而由于四季度的经济回升，预计全年实际 GDP 增速在 6.9%，与 2014 年度相比，下滑了 0.4 个百分点。这 6.9% 的增速足以廓清对于中国经济是否硬着陆的猜测，增强市场对中国经济发展前景的信心，但是对于规模以上工业利润下降、出口持续下滑等应保持警觉。在 2016 年，经济发展模式的切换之痛将会日渐体现，我们必须勇敢面对。届时，2016 年的 GDP 实际增速将进一步下滑，预计 6.6% 左右，比 2015 年下滑 0.3 个百分点。

(2) 实体经济衰败，资金似乎无处可去

随着实体经济的资产回报率越来越低，企业融资的需求其实一直在走下坡，这样就导致了资产荒的出现。传统领域的企业都处在产能严重过剩的阶段，成本增加，债台高筑，利润微薄，回报全无，这使得许多资金无处可去。尽管前几年有过 4 万亿救市来拉动地方投资，当时效果可见一斑，拉动了地方近 10 万亿的投资，但是很多质疑声也随之而来。随着地方政府和企业的杠杆越来越大，4 万亿救市通过释放流动性来

给经济大鸡血，如今出现的恶果就是货币泛滥成灾，通货膨胀十分严重，在无形中掠夺了广大人民群众的财产。而地方融资平台也出现了恶性通胀，债务危机正在我们的身边酝酿。

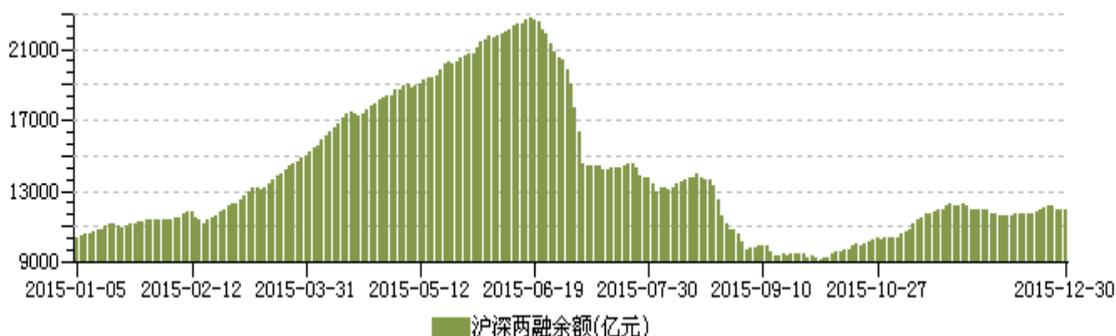
总所周知，为了稳住目前的 GDP 增速，政府部门一直在努力出台各种政策来稳增长。但现实是老旧的国企，投资回报率几乎为零，甚至负数。倘若这些企业继续把持社会资源的控制权，那么资源将无法得到优化配置，经济转型的道路将会更加艰难和漫长。2016 年政府是否有决心痛下杀手，将直接影响到后期的经济发展，也必将影响目前的资产荒芜的现状。未来的资金流向何处，目前还是个未知数。

图三：每日沪深两融余额

提示：沪市数据于次日7:00左右披露，深市数据于下一交易日开盘前披露。两市合计值只在沪深全部披露后计算

		沪深两市融资(频率)					
序号	截止日	沪深两融余额(亿元)	沪市两融余额(亿元)	深市两融余额(亿元)	融资余额(亿元)	期间买入额(亿元)	期间偿还
1	2015-12-30	11,913.22	6,927.59	4,985.63	11,883.29	18,090.88	
2	2015-11-30	11,961.60	7,077.36	4,884.23	11,932.57	27,038.67	
3	2015-10-30	10,331.00	6,288.45	4,042.55	10,302.07	17,504.55	
4	2015-09-30	9,067.09	5,669.78	3,397.31	9,040.51	11,534.88	
5	2015-08-31	10,592.01	6,754.40	3,837.60	10,559.61	22,160.75	
6	2015-07-31	13,386.58	8,622.03	4,764.55	13,354.17	30,165.46	

图四：2015 年度沪深两融余额



数据来源：WIND 资讯

(3) 两融余额暴涨暴跌，市场热情纠结中修复

由于实体经济的不景气，房价又居高不下，资金无处可去，既然就需要寻找出口。这个出口就是股市，即便大家都知道这是个高风险的资本市场。股指期货在今年迎来 IH 和 IC 两个新成员，IH 成分股主要是大金融板块的个股和房地产股，而 IC 对应的是中小板和部分主板市场的小市值股票。在 2015 年的全年的行情当中几乎都是 IC 在拉动股指的上攻，IH 一直都是三大股指当中最弱的一个，只有在暴跌趋势当中才会显示暂时抗跌性。而对应的现货市场当中来看，主板市场利润不但下滑，营业利润增速几乎为零，中小板较好，但是利润也在下滑。只有创业板较强，在 2015 上半年的疯牛行情中可见一斑，正是创业板的疯狂带动这轮牛市的出现，但是它的估值又过高，最终在泡沫破裂中跌落神坛。

从两融余额的情况来分析，2015 年初 1 万亿左右的水平随着股市行情的突飞猛进，两融余额也在极短的时间内拉到了 2.4 万亿这个平台。回顾全年，今年 2 月份融资余额为 11258 亿，3 月份为 14864 亿，4 月份为 18306 亿，5 月份为 20724 亿，6 月 17 日 融资余额触及 22550 亿元高峰，而后却一落千丈跌破 10000 亿大关。到 8 月底，排名靠前的 41 家券商的两融余额数据均连续两个月出现大幅下降，其中多数较 6 月底下降一半左右。8 月二次股灾后，两融余额跌至谷底，9 月份都围绕 9000 亿波动，之后随着市

场修复行情的开始，两融余额又逐步拉回到 1 万亿左右的水平。两融余额的持续增加在一定程度上带动了市场人气，显示投资者对市场的信心开始逐渐恢复，为在 2016 年市场逐步走强打好了一定的基础。

(4) 股灾远去之后，踏上慢慢重建之路

2015 年的股灾触目惊心，留给我们的思考也无比深远。如果说支撑上半年牛市的互联网+早已经兑现透支，那么原本被认定会支撑下半年万点行情的国企改革却并未来得及启动就已经随着大盘一同倾覆了。但是随着故事重建之路的开启，在 2016 年这些在今年被埋没的板块必将有所表现。

随着《中国制造 2025》的发布，预示着制造业改革升级将成为下一个十年的发展目标。在十八届五中全会上，习近平总书记指出：“从更长远的战略需求出发，我们要坚持有所谓有所不为，在航空发电机、量子通信、智能制造和机器人、深空深海探测、重点新材料、脑科学、健康保证等领域在部署一批体现国家战略意图的重大科技项目。”未来国家将出台更多的政策来推动“智能制造”，使中国制造业逐步向智能化转型，而这个过程又比较漫长的，又很多的想象空间。势必将成为股市重建之路上的坚实力量。

另一方面，国企改革的步伐仍然需要加紧。国资委在 2015 年对央企规划发张的首要工作就是“加大产业整合和内部资源的整合力度，剥离长期亏损业务和低效无效资产，委托化解产能过剩的风险，不断提高产业集中度，增强行业的竞争力。”今年最著名的国有资产重组案例就是南北车的合并，甚至一度被视为 A 股牛市的风向标。但这样的概念炒作被资金推得过高，实际的企业新生优势却并没有在短期得到体现，大跌以求价值回归是必然的。但这也同时提醒我们，国企改革在后期的陆续推进将会是刺激 A 股市场结构牛的另一大因素。未来的国企改革方向除了去产能化，是企业发展模式升级以求重生之外，另一个方向就是优势产能整合，像南北车一样强强联合。

最后，2015 年年末李克强总理主持国务院常务会议，会议通过了《关于国务院在实施股票发行注册制改革中调整适〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定（草案）》。草案明确了，再决定实施之日起两年内实行注册制度。由于当前改革的不断深化和市场的快速发展，核准制的缺陷和问题日益严峻，推进股票发行注册制是大势所趋。证监会表示将会平稳过度这一方案，从长远来看这将更加有利于市场的稳定。因为如果没有注册制，只要有资金炒作拉动，股市分分钟都可能会出现非理性的暴涨暴拉。而现在明确在两年内落实注册制，无形中给市场罩了一个金钟罩，设了一个影子抛盘。那些没有业绩支撑，紧靠资金炒作，概念催化的题材股很难再出现持续性的暴涨。这样市场将更为平稳，当然这也预示着股市的重建之路会比较漫长，未来的慢牛会真的很慢，决不能在一厢情愿的期待 2015 上半年这样的单边“大水牛”会再度出现。

国际宏观经济方面

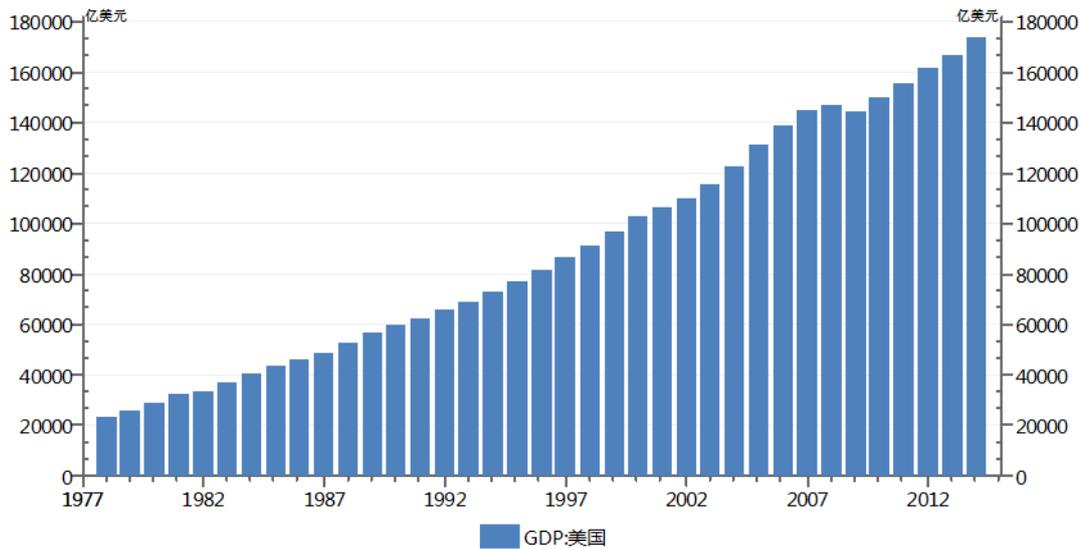
(1) 美元走势持续强劲，联储政策促经济持续向好

图五：美元指数周 K 线



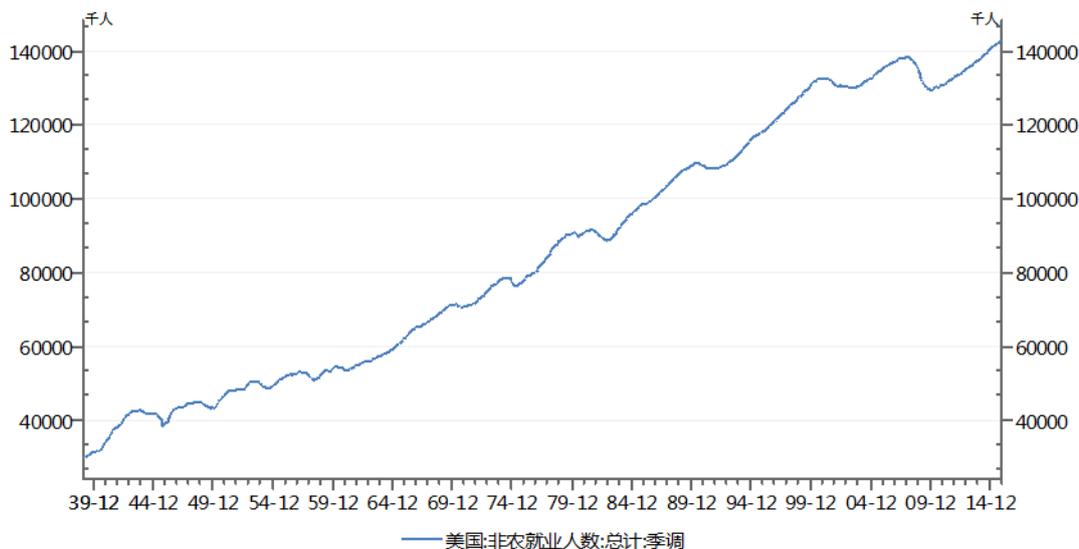
数据来源：WIND 资讯

图六：美国 GDP 历年增长额



数据来源:Wind资讯

图七：美国非农就业人数（季度）



数据来源:Wind资讯

美国经济从总体来看，虽然美国经济增长仍面临诸多不确定性，但其经济基本面仍优于大多数主要经济体，内生增长动力强劲，将继续稳健增长。今年以来经济增长的主要因素是就业和消费。就业市场持续改善推动经济稳步增长。2015年11月，美国失业率已降至5.0%，为2008年6月以来最低，奥巴马2009年就任总统时，美国失业率曾高达9.3%。美联储预计，2016年美国失业率将进一步降至4.3%至4.9%，已基本接近充分就业水平。消费开支增加也支撑了美国经济增长。2015年前3季度，美国消费支出季均增长3.23%，接近3.38%的历史水平，消费支出对经济增长的季均贡献率达到2.17个百分点。调查显示，很多小企业雇主计划2016年提高员工工资，居民收入增加将为进一步扩大消费提供支持。

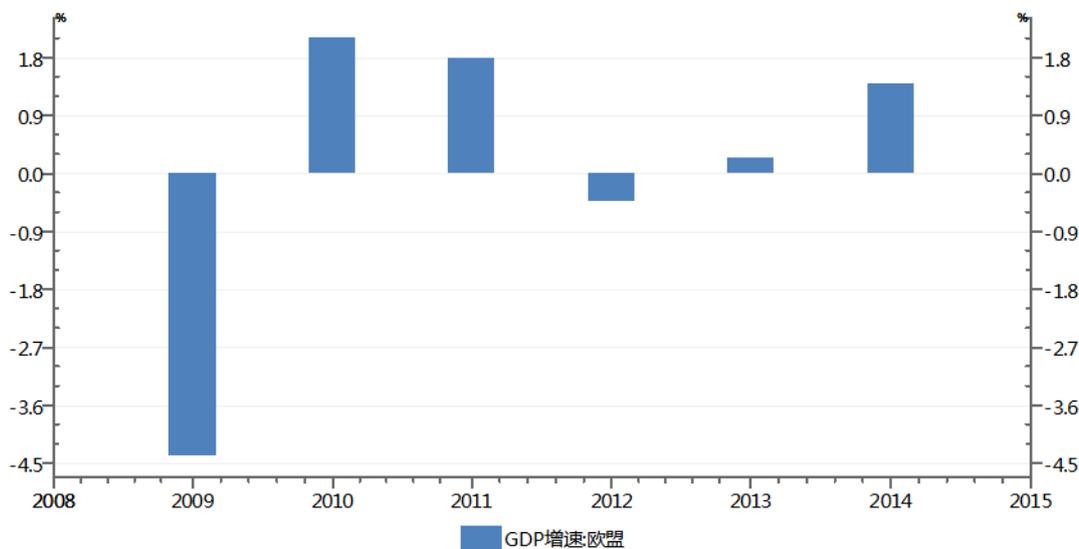
但是，美国政府于2015年10月推出了升级版“美国创新新战略”，为经济持续增长探寻新动力。相较于之前的创新战略，本次推出的战略内容更加丰富具体，确定了先进制造、精准医学、大脑计划、先进汽车、智慧城市、清洁能源和节能技术、教育技术、太空探索、计算机等9大重点领域。2016财政年度，美国政府将对这些领域投入大量资金，鼓励创新发展，以保持美国在全球创新领域的优势地位。美国经济

2016 年面临的最大的不确定性来自美联储的加息路径。如何渐进式地加息将成为决定美国经济未来走势的关键因素和最大挑战。随着美联储进入加息周期并开始收缩资产负债表，美国宏观经济层面的流动性收缩将逐步传导至各个微观领域，包括消费信贷、抵押按揭贷款和工商业信贷等，各层利率水平易涨难跌。历史经验表明，加息之年往往是经济复苏强劲之年，强势复苏是利率长期拐点形成的物质基础，但拐点形成后的一两年里，会出现经济复苏趋冷，具体表现为投资、消费等全方位增长引擎受损。

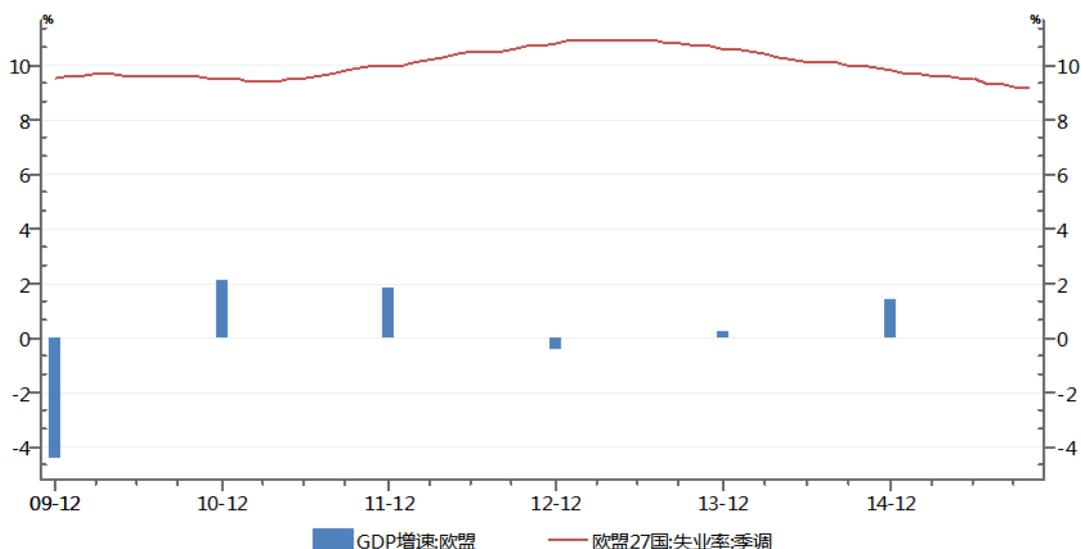
从货币政策方面来看，美联储于 2015 年底开启货币政策正常化模式，但其他发达国家大都还在实施量化宽松政策。欧洲央行 2015 年 3 月正式启动量化宽松措施；日本央行 2015 年实施大规模量化宽松政策，以购入国债的方式向市场投放大量货币。发达经济体货币政策的分化将导致全球流动性的分化，在此背景下美联储货币政策正常化的“溢出效应”与“溢回效应”尤其值得关注。虽然 2016 年美国大选给经济政策执行带来了新变数，强势美元和海外市场疲软影响美国出口等因素，均可能制约美国经济增长。但总体上看，这些因素均不足以改变美国经济稳固复苏的基本态势。2016 年美国经济增长仍将继续领先于其他发达经济体。美联储最新预测显示，2016 年美国 GDP 增长将维持在 2.0%至 2.7%。

(2) 欧洲经济步履蹒跚，多重困扰阻其发展

图八：欧盟历年 GDP 增速



图九：欧盟失业率



数据来源: Wind资讯

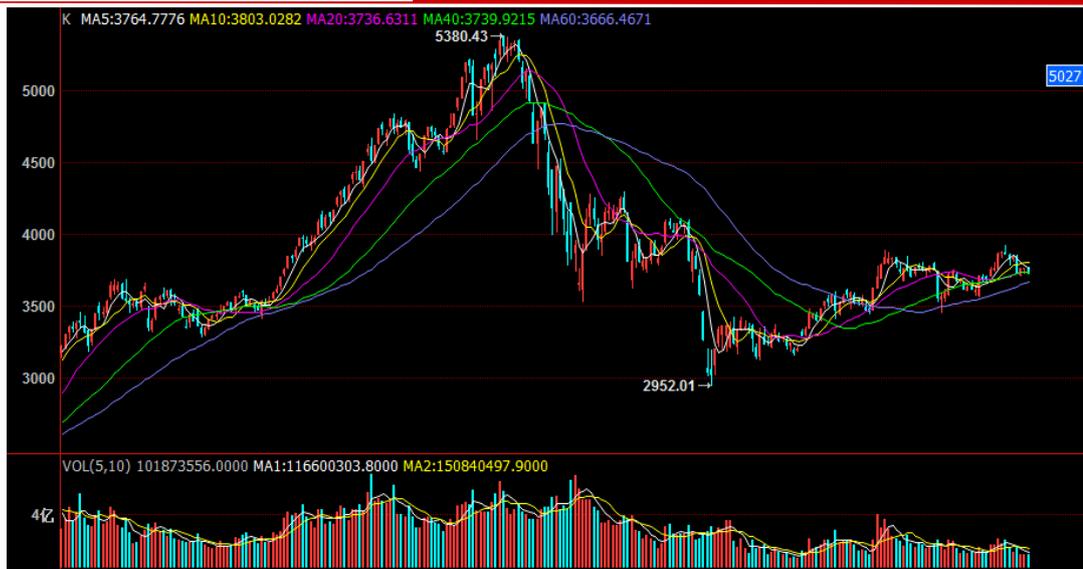
相对于美元而言，日本和欧元区的通缩风险依旧存在，2016 年货币政策处于大举宽松通道上。2015 年欧元区 and 欧盟经济保持温和增长态势，同比增速分别从第一季度的 1.3% 和 1.7% 上升至第三季度的 1.6% 和 1.9%，但相比金融危机前 3% 以上的增速仍有不小距离。欧洲经济增长主要得益于低油价和欧洲央行的宽松货币政策。但欧洲央行的量化宽松“疗效”并不显著，从通胀和就业指数来看，经济状况仍不乐观。当然，欧洲也值得称道一面。欧盟经济一年来最为“亮眼”的表现来自于就业市场。数据显示，2015 年 10 月，欧元区和欧盟的失业率分别为 10.7% 和 9.3%，与去年同期相比，分别下降了 0.8 个百分点，达到了 3 年多来的最低值。失业率虽然从峰值上有所回落，但相当一部分失业率的下降受益于临时就业上升，欧盟青年失业率仍高达 20%。

2015 年欧盟内部尤其欧元区经济分化格局有所缓解，西班牙等边缘国家经济开始复苏。欧元区内，除希腊经济重陷衰退外，其他 18 个国家均呈增长态势。欧盟经济在 2016 年仍面临巨大下行风险。成员国尤其是欧元区国家经济复苏步伐有快有慢，没有形成合力；投资缺乏和结构改革实施不到位将掣肘就业增加和经济增长，同时居高不下的私人 and 公共债务比例仍潜藏风险。

尽管困难重重未来两年欧元区和欧盟的经济增长将得益于就业形势改善、私人消费加速和投资反弹。值得关注的是，中欧经贸关系的加强也将为促进欧洲经济复苏添加助力。过去一年，中欧朝着互利共赢目标相向而行：中国国际产能合作与“容克投资计划”相对接；中国正式成为欧洲复兴开发银行的股东；欧洲国家也普遍认同中国“一带一路”倡议，积极加入亚洲基础设施投资银行。这些都为双方实现更高层次的合作共赢奠定了良好基础。

三、技术面分析

图十：沪深 300 日 K 线



如果我们从中等格局的角度来看，沪深 300 日 K 线经历了从 3000 附近迅速拉高到 4500 点，再经过近一个月的盘整后在五月份再度启动直接拉上 5380 高位，直逼 07 年的 5891 高地，然而就在市场一致长多的情况下，大盘转瞬间倾覆，在击穿 60 日均线后，直接拉回 4000 点平台，随后 8 月份又经历了二次股灾。最低打压到 2952 点位置，从八月底到年末一直围绕着 60 均线缓慢修复中。从目前的格局来看，均线纠缠不清，成交量不断萎缩，部分资金在这个位置犹豫不决，从中短线的角度来说目前任然适合观望。MACD 和 KDJ 各项指标均为出现买入信号，并且由于修复过程中震荡幅度较大，不建议盲目操作。静待成交量的回升与盘面企稳之后再入市。

四、2016 年行情展望

综上所述，经历有史以来最疯狂的大起大落之后，我们回顾这充满戏剧性与故事性的 2015 年时，也许因为成功逃顶而欣慰，也许因为不知所措而受伤，但这一切终究已经过去。而我们需要面对的是 2016 年，并对它充满希望与期盼，将带给我们更为理性的市场。随着国家政策的积极导向，国企改革不段深化，新兴经济的不断成长，经济形势仍将处在不断筑底的进程当中。而股指期货在经历了今年年初迅雷不及掩耳的上攻自后，在产外配资逐一清理，交易制度盖上额，去杠杆化的情况下，将继续沿着震荡反弹的格局发展。而贯穿 2015 年全年的 IC 领涨，IH 持续低迷的格局或将在 2016 年出现风格渐变切换。

所以总体来看，我们对 2016 年 A 股市场的还是保持谨慎乐观的。我们预计沪深 300 指数在围绕 60 均线反复拉锯之后仍有希望站上 4000 点关口，对应上证指数在 3750 点，向上突破 4000 点。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。